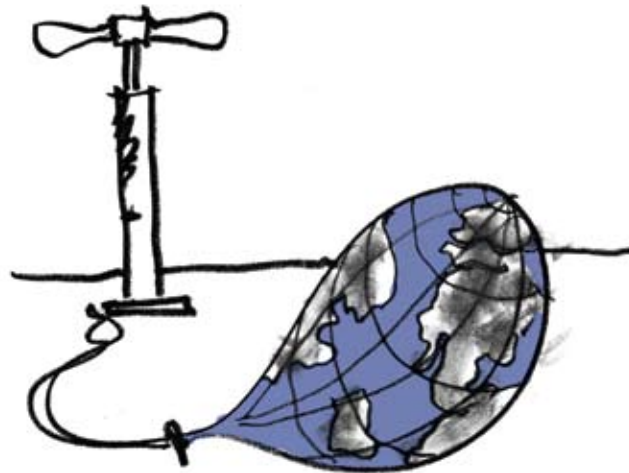


La crisis financiera global

Alberto Gómez Alcalá



La crisis financiera actual es un fenómeno global. Tiene matices y características nacionales pero mucho de sus rasgos son compartidos en varias latitudes. Se origina en un periodo de alto crecimiento con bajas tasas de interés a nivel mundial, al que hay que añadir el relajamiento en las prácticas de originación crediticia, un impulso por parte de la autoridad para “bancaizar” o aumentar la profundidad de la intermediación y un descuido en la regulación y supervisión.

Los ajustes más significativos se observan en Norteamérica, en donde se ha manifestado un acelerado proceso de innovación financiera. Ahora tienen un sistema de mucha mayor complejidad y sofisticación, tanto en sus intermediarios como en sus productos. Pasan de un modelo tradicional de intermediación, con depósitos y créditos en el balance, a un modelo más intensivo en mercados, con fondeo y bursatilizaciones *off-balance*. Aleja al sistema de las “redes de protección” y lo expone a la dinámica del mercado. Por ejemplo, en 1994 el porcentaje de los depósitos asegurados es del 74%, hoy del 52%; similarmente los depósitos asegurados como porcentaje de los activos bancarios pasan del 53% al 33%.

El deterioro ha sido significativo y ha contagiado a la parte real. La economía de EEUU ya está en fase recesiva. Han sido insuficientes múltiples acciones instrumentadas; y tenemos un agravamiento reciente. La crisis es ya de confianza.

Para superarla se necesita digerir los “excesos”, las burbujas. En el caso de EEUU es inmobiliaria. El “inventario” de casas continúa incrementándose a pesar de la caída en los precios. Eliminar el excedente requiere una mayor demanda lo que a su vez supone empleo, ingresos y crédito disponible a buen precio. Lo que se observa es lo contrario, hay una espiral de deterioro: el problema financiero ha contagiado al sector real. La perspectiva de la inversión no es buena, la desaceleración productiva se intensifica, el desempleo aumenta y el canal crediticio está roto. En esas condiciones es más tardado y costoso digerir el problema inmobiliario.

En la intermediación financiera hay una segunda espiral de deterioro que refuerza a la anterior; el círculo vicioso que en el agregado implica la necesidad de capitalización de intermedia-

rios que se atiende con la venta de activos, que lleva a la disminución de sus precios y, de nuevo, a la insuficiencia de capital. Dado que el sistema está muy “apalancado” (relación entre deuda y capital) y expuesto al mercado (por el fondeo y las bursatilizaciones), es una dinámica perversa, acelerada y con enorme poder destructivo. Ha llevado a la desaparición del modelo aislado de banco de inversión (los cinco más importantes son: Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Bear Stearns y Lehman; los dos primeros han solicitado autorización para convertirse en grupos financieros; el tercero es adquirido por Bank of America; el cuarto es intervenido y el último quiebra). Ha cerrado los canales de liquidez y colapsado el mercado interbancario así como el de papel comercial. Hay un rechazo absoluto al riesgo: las tasas de corto plazo de T-bills se ubican en niveles cercanos al 0%. Como en otras crisis, hay un profundo problema de confianza en el sistema financiero y en algunos de sus jugadores claves. Restablecer esa confianza es la prioridad.

La dinámica de ambas “espirales” exige solucionar primero la financiera (recuperar la confianza, capitalizar al sector y reactivar el canal crediticio). Las medidas gubernamentales recientes, así como la reacción en los mercados, se han centrado en éste tema. De resultar exitosas se tendrán las condiciones necesarias para enfrentar el desequilibrio inmobiliario (la burbuja fundamental). Mientras eso sucede, la economía norteamericana se encamina a un ajuste prolongado y doloroso (recesión).

Las acciones emprendidas por los distintos gobiernos han sido impresionantes e insólitas. Incluyen las de coordinación internacional en clara respuesta a otra de las novedades de la crisis: su interconexión global. En EEUU las autoridades (Tesoro, FED) han declarado que la prioridad es la búsqueda de arreglos de mercado (*i.e.* no públicos y vía capitalización, consolidación o quiebra ordenada). Sólo cuando no es posible o se juzga probable un riesgo sistémico la intervención se justificaría. En todos los casos se subraya el carácter temporal de la

acción y se “sustituye” al mercado, es decir se impone una disciplina (premio, castigo) a los participantes.

También comprometen recursos fiscales. El Congreso de EEUU apoya un programa, con amplia discrecionalidad para el Tesoro (comprar activos, proveer garantías e inyectar capital), por un monto de \$700 mmd (5% del PIB). Incluye una ampliación en la cobertura de los depósitos bancarios por parte del FDIC y se extiende a líneas interbancarias y a nuevas emisiones bancarias. Fortalece al FED para continuar con sus apoyos de liquidez.

Recientemente se anuncia que el primer tramo de los recursos se usará en una inyección directa de capital en que de los principales intermediarios. Se realiza mediante la compra de acciones, sin derecho a voto, con cláusulas e incentivo de recompra por parte de los bancos y a un costo financiero razonable. Posteriormente se anunciará un mecanismo de compra de activos en situación de stress, utilizando preferentemente mecanismos de mercado. La intención es facilitar un nuevo y más racional proceso de “fijación de precios” que reduzca la incertidumbre, fortalezca la confianza y reanime el flujo crediticio y de capital. En todo momento se buscará que el costo fiscal del programa sea inexistente.

Para los llamados mercados emergentes esta fase de la crisis es particularmente violenta. El ajuste que en los mercados maduros lleva más de un año, en el bloque emergente se da en semanas. La perspectiva de una recesión en Europa y Norteamérica, así como de una desaceleración en Asia limita sus mercados externos; los ajustes significativos a la baja en el precio de varios “commodities” afectarán los recursos fiscales; la aversión global al riesgo ha propiciado una venta generalizada de activos financieros, como claramente se observa en los riesgos país, bolsas y monedas. La perspectiva de condiciones crediticias más adversas tampoco ayuda, particularmente a quienes son más dependientes del financiamiento externo.

Dentro de este grupo de países comenzará un proceso de diferenciación en función de la importancia de sus socios comerciales (exposición geográfica), la dependencia a “commodities” y el saneamiento macro. Se observa ya en las respuestas que algunos de ellos han dado recientemente. Por ejemplo, Hungría aumenta 300 pb sus tasas de interés (ante la salida de capitales y la debilidad de su moneda) y Argentina propone a su Congreso nacionalizar los fondos de pensiones. México y Brasil, en cambio, organizan importantes subastas de dólares; ambas monedas, por cierto, han tenido un debilitamiento similar en los últimos meses.

Impactos en México

A diferencia del de EEUU, el sistema financiero mexicano no es tan profundo (como porcentaje del PIB), no es tan sofisticado (las bursatilizaciones son moderadas) y no opera con tanto “apalancamiento” (relación de capital a deuda). El sistema bancario es sólido, con buena cobertura de reservas a cartera vencida y con altos niveles de capitalización. El ajuste que se ha observado en EEUU no tiene porque reproducirse en México (a pesar de que hay evidencia de algunos excesos crediticios locales).

Los impactos de la crisis global vendrán por la interconexión global de los sistemas financieros y, sobre todo, en la parte “real” al afectar exportaciones, remesas y turismo por la recesión en el Norte. La interconexión financiera hace que por la aversión global el riesgo se vendan activos financieros mexicanos y por tanto disminuyen sus precios (devaluación, caída bursátil, búsqueda de liquidez y seguridad). Se agravan por algunas dinámicas locales que llevan a movimientos exagerados en algunas variables (por ejemplo, el tipo de cambio por cierre de derivados).

Las autoridades financieras fortalecen los mecanismos para proveer liquidez, que operan fundamentalmente a través de los bancos, y la banca de desarrollo anuncia una serie de líneas y garantías para apoyar el vencimiento de futuras emisiones privadas.



Es temprano aún para juzgar la eficacia de estas medidas. Sin embargo, y dado el origen de las crisis, es de esperar que el devenir inmediato de las variables financieras nacionales este fuertemente determinado por lo que suceda en el exterior. Esperamos que las medidas ya tomadas en Nueva York permitan recuperar la confianza perdida, que estemos cerca del “fondo” en el ajuste y que reinicie, gradualmente, el ciclo crediticio global.

De ser el caso, en México deberíamos observar el regreso de la paridad (hacia niveles inferiores a 12 pesos por dólar) y una normalización de tasas de interés. Sin embargo, el crecimiento económico sufrirá. Será difícil observar para el 2009 una expansión superior al 1% en el PIB. **B**