



***Cámara de Diputados***  
***H. Congreso de la Unión***

**Centro de Estudios de las Finanzas Públicas**

**CEFP/031/2009**

## Lecciones de la Crisis Financiera Estadounidense

**PALACIO LEGISLATIVO DE SAN LÁZARO, ABRIL DE 2009**



# Índice

1. Presentación.....	2
2. Innovación Financiera y la Crisis Estadounidense.....	3
3. Las Hipotecas <i>Subprime</i> .....	5
4. El impacto en la Economía Mexicana.....	11
5. Consideraciones Finales.....	18
Bibliografía.....	19



## Presentación.

La crisis financiera estadounidense y sus efectos ya se resienten en prácticamente todo el mundo; son el resultado de una serie de desequilibrios globales que se han venido presentando desde hace varios años.

La coyuntura actual ha permitido dar cuenta de las bondades y los peligros que la innovación financiera trae consigo. El Centro de Estudios de las Finanzas Públicas<sup>1</sup> pone a disposición el presente trabajo denominado **“Lecciones de la Crisis Financiera Estadounidense”** el cual, describe brevemente la forma en que se desarrollaron parte de los acontecimientos que llevaron a la llamada “crisis de las hipotecas estadounidense”, lo que permite apreciar algunos de sus precedentes.

En el primer apartado se expone brevemente la forma en que la innovación financiera apoya la diversificación de riesgos y la liquidez en los mercados financieros; más adelante se vincula a dicho proceso de innovación con lo ocurrido en el sistema financiero estadounidense específicamente en el tema de las hipotecas. En la tercera parte se presenta el impacto que la crisis financiera ha tenido en la economía mexicana y la forma en que ésta y otras economías latinoamericanas han tratado de protegerse. En el último apartado se presentan algunas de las consideraciones que en el corto plazo han propuesto las autoridades monetarias de algunos países (principalmente el Banco de Inglaterra en foros en Turquía, Australia y Reino Unido) para tratar de modificar las condiciones de la coyuntura internacional actual.

---

<sup>1</sup> En su carácter de órgano de apoyo técnico, de carácter institucional y no partidista, en cumplimiento de su función de aportar elementos que apoyen el desarrollo de las tareas Legislativas de las Comisiones, Grupos Parlamentarios y Diputados en materia de finanzas públicas.

## Innovación financiera y la crisis estadounidense

La actual crisis financiera que inició en Estados Unidos en el verano de 2007, estuvo precedida por un largo período de expansión crediticia. La corrección de los desequilibrios derivados de dicha expansión (como lo son el gran déficit fiscal y de cuenta corriente), tomará tiempo. De acuerdo al Banco de México (Banxico),<sup>2</sup> las causas de la crisis estadounidense se encuentran en cinco aspectos importantes. Primero, un largo período de bajas tasas de interés real y abundante liquidez, que ocasionaron un incremento en la demanda de activos con mayor riesgo por parte de los inversionistas. Segundo, se encuentran las innovaciones financieras que facilitaron la segmentación y distribución de los riesgos financieros. Tercero, una fuerte expansión del crédito mediante la bursatilización de activos no sujetos a la supervisión bancaria tradicional. Cuarto, se encuentra el auge en el sector de la vivienda norteamericana financiada principalmente con flujos externos de capital. Quinto, la excesiva fragmentación en la supervisión de las entidades financieras.

Ante la crisis financiera que alcanza ya una magnitud global, resurgen oponentes y partidarios de la innovación financiera; los que están a favor de ésta como Chou,<sup>3</sup> Levine<sup>4</sup> y Hartmann,<sup>5</sup> argumentan que los nuevos instrumentos como son, las tecnologías, instituciones y mercados disminuyen los costos de transacción, y que hacen a los mercados más eficientes, ayudando a resolver los problemas sociales y contribuyendo al crecimiento económico. Por otro lado Shiller,<sup>6</sup> asegura que la falta de innovación financiera es la que hace más profunda la crisis, argumentando que si el sistema financiero se encontrará más democratizado, los propietarios de viviendas, cuyo precio se desplomó, hubieran tenido la posibilidad de asegurar el valor de su propiedad en el mercado de futuros o mediante la creación de instrumentos derivados que los protegieran del riesgo

<sup>2</sup> BANXICO. Reporte Sobre el Sistema Financiero 2007. México 2008.

<sup>3</sup> Chou, Y. *Modeling Financial Innovation and Economic Growth: why the financial sector matters for real economy?* Journal of economic education. The Paul Merage School of Business. University of California. Irvine. March 2008.

<sup>4</sup> Levine, R. *Finance and the Poor*. Brown University. The Manchester School Supplement 2008. Lecture prepared for the Maxwell Fry Global Finance Lecture at Birmingham Business School, September 2007.

<sup>5</sup> Hartmann p. et al *The role of finance markets and innovation in productivity and growth in Europe*. European Central Bank. Occasional Paper Series. No. 72 September 2007.

<sup>6</sup> Shiller, R. *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis happened and what to do about it*. Princeton University press, 2008.

Por su parte Kregel<sup>7</sup> y Poole,<sup>8</sup> enfatizan que la deuda juega un papel dañino a través de la creación de innovación financiera; suponiendo, que esta misma es respaldada en mayor o menor medida por activos reales. Cuando las deudas alcanzan niveles altos en relación a los activos en que están denominadas se presenta invariablemente una crisis financiera.

La innovación financiera tiene beneficios tangibles como lo pueden ser las mejoras en los sistemas de pago; el incremento en la disponibilidad de la información y la disminución de los costos de transacción en los negocios (producto de la informática, por ejemplo); sin embargo, este tipo de innovaciones no implican la creación de deuda.

En algunos casos, el mayor impulso a la innovación son las regulaciones y los impuestos. Durante la burbuja crediticia en los Estados Unidos, gran parte del interés en sacar a los préstamos de las hojas de balance de los bancos por medio de su bursatilización, se encontró en evadir el régimen de capital introducido por el Comité de Basilea.<sup>9</sup>

Históricamente el desarrollo de nuevos instrumentos financieros ha permitido a las familias y empresas mejorar su administración de riesgos financieros y ha facilitado la planeación del consumo y la inversión a través del tiempo entre los diferentes países.<sup>10</sup> La innovación financiera extiende la oferta de los productos mediante los cuales se pueden administrar los distintos tipos de riesgo e incrementando la liquidez de los activos.

La función natural de los mercados financieros es facilitar la intermediación entre ahorradores e inversionistas y en algunos casos, proveer de un mercado secundario donde se pueda dar liquidez a ahorradores a distintos plazos. En el caso de la emisión de bonos corporativos (por ejemplo) no hay ninguna transformación de activos. Sin embargo, la ingeniería financiera puede descomponer los pagos de un bono corporativo en sus diferentes componentes o

<sup>7</sup> Kregel, Jan. *The Natural Instability of Financial Markets*. The Levy Economic Institute. December 2007. WP523

<sup>8</sup> Poole, W. *Financial innovation: Engine of growth or source of instability?* Federal Reserve Bank of St. Louis. March 2008.

<sup>9</sup> Los acuerdos de Basilea han sido criticados por no enfocarse suficientemente en la liquidez de los bancos; estimular la pro-ciclicidad del sistema y por dar un papel excesivo a las agencias calificadoras. El incremento en la tenencia de valores y derivados por parte de la banca comercial no es casual es, en parte, resultado de la aplicación de las medidas y normas del Comité de Basilea; el cual, establece que los riesgos de crédito que los bancos asumen, deben estar cubiertos por derechos de "primera prelación, en todo o en parte mediante efectivo o valores"; además el crédito puede estar "cubierto por un tercero, o el banco puede comprar un derivado del crédito para compensar diversas clases de riesgo de crédito" (Bank of International Settlements (BIS); 2004).

<sup>10</sup> El desarrollo de los mercados financieros es muy importante en la administración de riesgos; el valor de los *swaps* de tasas de interés y otros derivados alcanzó los 600 billones de dólares (11 veces el PIB anual global de acuerdo al **BIS**). El valor de los derivados de materias primas se elevó de 400 mil millones de dólares en 1998 a 9 billones de dólares en 2007; en una década, las opciones de tasa de interés se incrementaron de 8 a 57 billones de dólares. La bursatilización de bonos respaldados por activos (ABS por sus siglas en inglés) se elevó de 425 mil millones de dólares en 1988 a 1 billón 460 mil millones de dólares en 2007; hubo también un rápido crecimiento del mercado de certificados de deuda colateralizada (CDO's por sus siglas en inglés) al pasar en 2005 de 75 a 200 mil millones de dólares en la primera mitad de 2007 (Banco de Inglaterra, 2007).

“átomos” de riesgo. Un swap de crédito puede descomponerse en dos partes: una con un rendimiento sin riesgo y otra que sí lo tiene; un inversionista que no desee riesgo alguno podría comprar un bono y protegerse con un swap, manteniendo únicamente su exposición a la parte del swap con riesgo. Lo anterior, expande de forma sintética el volumen de portafolios sin riesgo. Por el otro lado, se crea también un mercado para aquellos agentes que prefieran comerciar con aquella parte del instrumento que sí tenga riesgo.

De esta forma, los diferentes componentes de riesgo pueden ser recombinados para crear nuevos productos financieros con exposiciones de riesgo distintas acordes a las características de los inversionistas que deseen adquirirlos. La ingeniería financiera facilita entonces la descomposición del riesgo corporativo en sus diferentes subcomponentes y hace una recombinación de éstos para crear nuevos productos financieros con características de riesgo desiguales.

En estos casos, las innovaciones financieras permiten transformar y transferir riesgos, satisfaciendo la demanda de diferentes inversionistas que buscan toda clase de instrumentos y rendimientos. Los activos sintéticos se crean entonces para satisfacer la demanda de inversionistas con distinto apetito de riesgo. Durante los últimos dos años, se han resentido efectos dañinos que la innovación financiera ha traído consigo, como son la mayor incertidumbre y fragilidad en los sistemas financieros de las principales economías del mundo.

### **Las Hipotecas *Subprime***

En los Estados Unidos, los bienes raíces siempre fueron considerados como un sector donde las inversiones eran de las menos riesgosas y el financiamiento a la vivienda, como una de las actividades menos preocupantes para el sistema financiero. El gobierno de aquel país jugó un papel importante en esta percepción pues proveía un mercado secundario de hipotecas a través de la *Federal National Mortgage Association* (conocida por los estadounidenses como “*Fannie Mae*”), creada en 1938 y que compraba los derechos sobre las hipotecas a los bancos que las originaban.

Este sistema se modificó en 1968 a través de la creación de la *Government National Mortgage Association* (“*Ginnie Mae*”) que garantizaba el pago de las hipotecas originadas bajo programas especiales de apoyo del gobierno (como préstamos a militares veteranos); por su parte la *Fannie Mae*, se transformó en una corporación que apoyaba el financiamiento a la vivienda de sectores de mediano y bajo ingreso con las mismas ventajas que *Ginnie Mae* (exención de impuestos y una línea de crédito especial por parte del gobierno), pero sin una garantía formal para sus deudas por parte del gobierno. Estos cambios se introdujeron para reducir el impacto de los apoyos gubernamentales a la vivienda en el déficit fiscal.

Este cambio implicó el no contar más con préstamos directos por parte del Gobierno Federal Estadounidense, se hicieron necesarias fuentes alternativas de financiamiento que se encontraron en los inversionistas privados. Lo anterior requirió de la creación de bonos específicos respaldados por hipotecas, promovidas a través de la “sobre-colateralización”, es decir, se crearon títulos financieros respaldados por los ingresos que se generarían por el pago de las hipotecas y que se vendieron a inversionistas privados (instituciones financieras y compañías de seguros, por ejemplo). La creación de este tipo de instrumentos (bursatilización), sentó las bases para el desarrollo de los nuevos títulos financieros que jugaron un papel importante en la reciente crisis financiera estadounidense.<sup>11</sup>

Este tipo de instrumentos, a diferencia de los bonos emitidos por corporaciones privadas, no son uniformes, es decir, cada hipoteca pertenece a una persona distinta con un historial crediticio diferente; por lo tanto, el colateral de cada hipoteca (la vivienda) tampoco es el mismo y cada banco tiene distintos criterios para otorgar este tipo de créditos. Los bancos convirtieron una serie de hipotecas diferenciadas en un título bursátil que pudiera ser comercializado como un bono.

Para poder transformar estas hipotecas en bonos bursátiles era necesario predecir el incumplimiento en el pago de las mismas (esto servía a la vez para determinar la cantidad en que dichos títulos debían ser “sobre-colateralizados”); otra de las características de estos instrumentos es que su calidad mejoraría a través del tiempo pues si las familias pagan sus

---

<sup>11</sup> La bursatilización de las carteras de crédito permitió una importante expansión del crédito para vivienda; los bancos y otras instituciones financieras crearon vehículos de inversión especiales cuya calificación crediticia estaba sobreestimada. La innovación financiera facilitó la segmentación y la distribución de riesgos a través de éstos productos financieros (derivados de crédito) permitiendo un apalancamiento mayor a las instituciones financieras.



créditos a lo largo de los años generan ingresos para los inversionistas y el riesgo de incumplimiento se hace cada vez menor. Si se presenta un período de inflación, el valor de las viviendas tiende a incrementarse lo que compensaría el valor del colateral. Por otro lado, dado que el ingreso de las familias (principalmente las jóvenes) generalmente crece con el paso del tiempo, cada vez es mayor la posibilidad de seguir cumpliendo con el pago de las hipotecas.

Estos valores respaldados por hipotecas fueron utilizados por primera vez en la década de los 70's y a finales de la década de los 80's y 90's sin crear problemas significativos; ¿cómo fue posible entonces que con una experiencia de más de 30 años en el manejo de estos títulos se pusiera al sistema financiero estadounidense al borde del colapso? Parte de la respuesta se encuentra en la motivación y la forma en que dichos instrumentos se crean. Los agentes financieros (*brokers y dealers*) encargados de colocarlos en el mercado sólo están interesados en el volumen de la transacción (pues sus ingresos por comisiones dependen de dichos volúmenes), pero el tamaño (y la calidad) de los créditos que dichos activos representan no es tomado en cuenta; esto fue así porque el objetivo de la burzatilización es, crear un activo que pueda comerciarse sin tener que evaluar la calidad de los créditos que representan (dicha evaluación es encomendada a las agencias calificadoras). Se trataba entonces de crear un bono con cupón fijo proveniente de la gran cantidad de hipotecas diferenciadas existentes en el mercado.<sup>12</sup>

La otra parte de la respuesta se encuentra en el “Acta de Modernización Financiera” de 1999, en la cual Estados Unidos eliminaba la distinción entre bancos comerciales y bancos de inversión del sistema financiero estadounidense y que promovía la creación de compañías financieras que pudieran operar tanto en el segmento de la banca comercial como en el de la creación y operación de activos bursátiles (en este caso la burzatilización de las hipotecas).<sup>13</sup>

Tras el colapso bursátil de las compañías “punto com” (*dot-com companies*) y de los escándalos en la contabilidad de empresas como *Enron*, *World Com*, y *Parmalat* entre otras,

---

<sup>12</sup> A principios de la década de los 90 la burzatilización dejó fuera a las familias de menores ingresos que tenían una menor calidad crediticia, que vivían en zonas pobres y que no reunían los requerimientos del mercado para otorgarles un préstamo por medio de una hipoteca.

<sup>13</sup> Kregel, Jan. *The Natural Instability of Financial Markets*. The Levy Economic Institute. December 2007. WP523

los inversionistas prefirieron trasladar sus recursos a mercados mucho más seguros, es decir, al segmento de los bienes raíces.

Las hipotecas fondeadas mediante bursatilización, cambiaron la exposición al riesgo del banco que las originó transfiriéndolo a los compradores de títulos colateralizados y dejando al banco comercial sin ningún riesgo, posibilitándolo a buscar nuevas fuentes de ingresos que no les representaran mayores reservas de capital como lo indican los Acuerdos de Basilea.<sup>14</sup> Esta nueva fuente de ingresos se encontró en el mercado hipotecario pues los nuevos grupos financieros, creados a través de la desregulación arriba descrita, tenían la posibilidad de obtener ganancias tanto por el otorgamiento de un crédito hipotecario, como por su burzatilización, su aseguramiento, su venta, sus comisiones etc. De esta forma las compañías financieras se dieron cuenta de que para incrementar sus ganancias tenían que incrementar la cantidad de créditos hipotecarios que otorgaban; sin embargo, el segmento de personas con la mejor calidad crediticia o “de primera” (*prime borrowers*) estaba saturado, por lo que tenían que buscar nuevos acreditados “de segunda” (o *subprime*).

Estos nuevos créditos se otorgaron a personas con una calificación crediticia menor a partir de 2003, es decir, las instituciones financieras redujeron sus estándares de crédito con el fin de obtener mayores ganancias. Se llegó al extremo de otorgar créditos a personas sin trabajo, empleo o activos, a tasas variables.<sup>15</sup> Al acreditado se le ofrecía una tasa inicial baja, pero ajustable a la tasa de mercado (más un margen) después de dos o tres años, periodo en el cual dichos préstamos no podían pagarse.<sup>16</sup>

Aunque las familias no pagaran sus hipotecas, estas seguían sirviendo como colateral a la bursatilización de activos. Los inversionistas las compraban porque son las agencias calificadoras y no ellos quienes tienen que medir el riesgo que dichos instrumentos. De hecho, las instituciones financieras consultaban a las agencias calificadoras en cuanto a la composición que debía tener el colateral del instrumento a crear y éstas evaluaban la

---

<sup>14</sup> Lo anterior es importante pues los Acuerdos de Basilea hacían más costoso para los bancos mantener activos en sus hojas de balance debido a los requerimientos de capital que les impone; por lo que los bancos estaban en busca de nuevas fuentes de ingreso que no les requiriera de capital adicional.

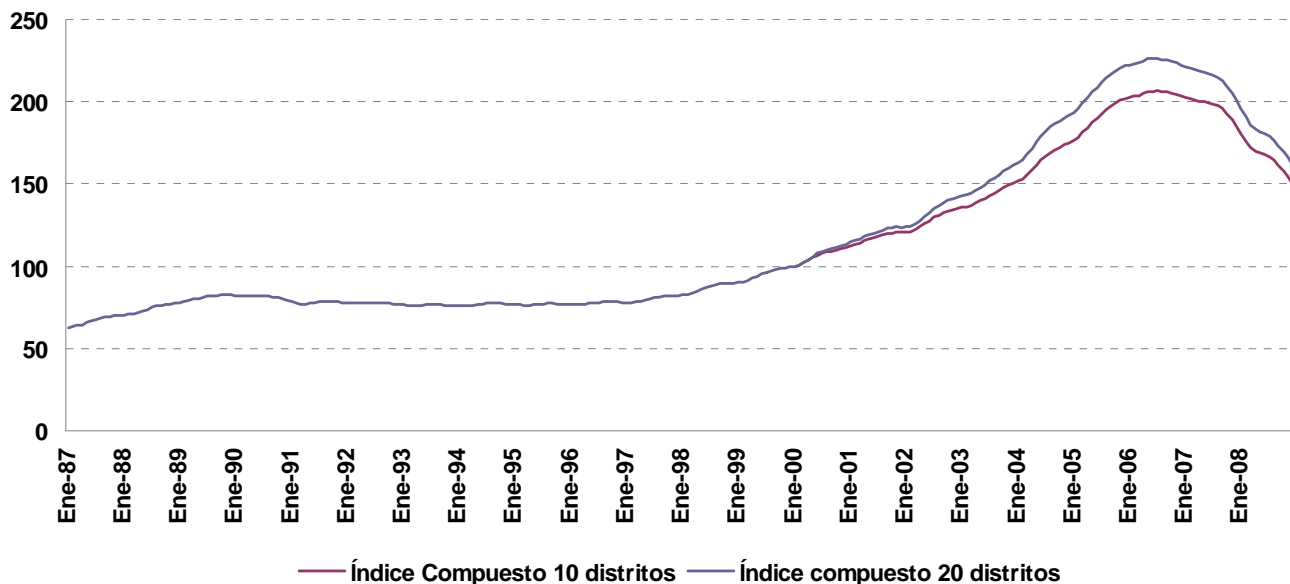
<sup>15</sup> Este tipo de créditos se denominaron *NINJAs* pues se otorgaba a personas sin ingresos, ni empleo ni activos (*en inglés No Income, no Job nor Assets*), el banco no verificaba que lo que le informaban en la solicitud de crédito fuera cierto.

<sup>16</sup> El detonante de la crisis en los Estados Unidos fue el incremento en los índices de morosidad de los créditos hipotecarios de baja calidad (*subprime*); ante el cual los inversionistas incrementaron su aversión al riesgo (dejando de comprar activos que tenían como colateral este tipo de créditos) y ocasionando pérdidas significativas a varias instituciones financieras; encareciendo el crédito y revisando hacia la baja las expectativas de crecimiento para un número importante de países desarrollados y subdesarrollados.

probabilidad estadística tanto de los prepagos como de los préstamos que no se devolverían. Las agencias calificadoras carecían de experiencia en la evaluación de instrumentos *subprime*; por lo que su análisis se hizo con base en la sobre-colateralización común y con base en la calidad crediticia de los deudores (de primera), existía entonces una falta de información histórica y de conocimiento acerca del desempeño de los nuevos acreditados y de los nuevos instrumentos (de segunda).

Gráfica 1

**Índice de Precios de la Vivienda en Estados Unidos 1987-2008**  
(S&P/CP)



Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H. Cámara de Diputados, con datos de Infosel Financiero.

El mercado de los instrumentos *subprime* podía incrementarse sólo si el valor de los colaterales (las viviendas) crecía; manteniéndose dos condiciones básicas, un incremento en el otorgamiento de créditos hipotecarios y tasas de interés bajas<sup>17</sup> (condiciones presentes en este período). Los problemas comenzaron a presentarse en 2006 cuando los incumplimientos en las amortizaciones de las hipotecas comenzaron a presionar a la baja el precio de las viviendas (Gráfica 1). Para 2007, las agencias calificadoras aceptaron que sus

<sup>17</sup> Lo que alimentó la crisis sin embargo, fue el exceso de ahorros que presionó a la baja las tasas de interés llevándola a niveles mínimos, lo que llevó a los inversionistas a buscar activos más riesgosos para obtener un retorno más alto. El exceso de recursos provino de las economías asiáticas y de China principalmente, quien decidió exportar y no importar su gran cantidad de divisas. Las altas tasas de ahorro de Japón también reforzaron este hecho junto con el de los principales países productores de petróleo. Esos recursos regresaron a Estados Unidos manteniendo bajas sus tasas de interés y ocasionando un rápido incremento del crédito que se colocó en la compra de bonos *subprime* (Bean, 2008 y Gieve, 2008).

estimaciones habían sido demasiado optimistas en las calificaciones que otorgaron a estos títulos, reduciendo su grado de inversión. Lo anterior trajo como consecuencia que los tenedores de dichos títulos los vendieran (pues eran menos seguros) presionando aún más a la baja tanto el precio de las viviendas que forman parte de sus colaterales, como el de los propios títulos.<sup>18</sup>

El sistema financiero actual mostró además características que reforzaron su fragilidad. Cuando no hay información completa el futuro se hace difícil de predecir y las condiciones del mercado se vuelven más riesgosas para cierto tipo de instrumentos. En el proceso de bursatilización es claro que se perdió información dada la separación que existe entre el emisor del préstamo y el inversionista final. Durante el último año se ha aprendido que los instrumentos diversificados no brindaron la protección adecuada contra el riesgo sistémico. Muchos de los inversionistas también delegaron su papel de monitoreo a las agencias calificadoras quienes ante la falta de información se vieron obligadas a modificar sus modelos de evaluación de riesgos.<sup>19</sup> Este cálculo inadecuado de riesgos y de calificaciones provocó una drástica disminución en la liquidez del mercado secundario.

A partir de 2007, la liquidez de los mercados interbancarios se vio reducida principalmente por la menor demanda de éste tipo de activos y las “llamadas al margen” de que han sido objeto dichos valores.<sup>20</sup>

En el caso de Estados Unidos, la negativa de los acreedores de *Bear Stearns* (banco de inversión) a renovar sus financiamientos obligó a la Reserva Federal a intervenir para impedir su insolvencia. Este apoyo ha extendido el ámbito de atención del banco central como prestamista de última instancia (pues no se trató de un banco comercial), generando además cuestionamientos sobre si sólo debían regularse las instituciones que captan dinero del público.

---

<sup>18</sup> Se estima que el precio de las viviendas se redujo de un 10 a un 15 por ciento en 2007, otro 15 por ciento en 2008 y se pronostica que para 2009 se presente otra caída adicional de 10 por ciento, y que las condiciones de mercado regresen a la normalidad hasta 2010.

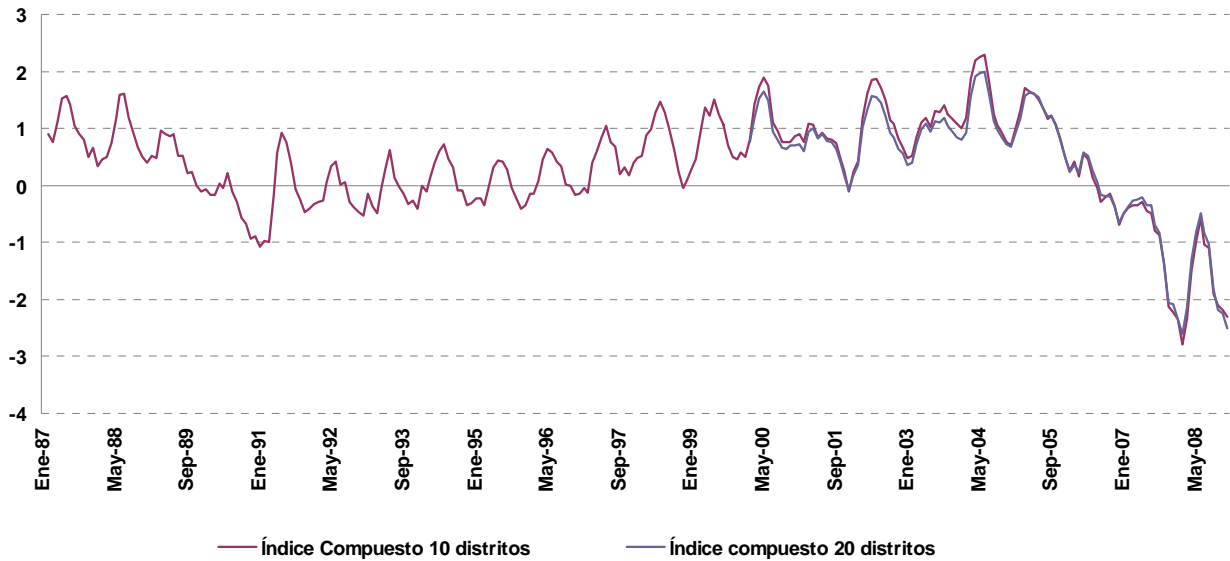
<sup>19</sup> Jenkinson, Nigel et al. *Financial Innovation: What have we learnt?* The Bank of England. To Reserve Bank of Australia conference on lesson from the financial turmoil. Sidney 2008.

<sup>20</sup> Existen operaciones financieras en las que se deben constituir garantías a favor del acreedor, estas disminuyen el riesgo de contraparte del mismo. El monto de dichas garantías suele ser mayor que el de la operación, si el valor de las mismas disminuye, el acreedor puede solicitar colaterales adicionales (llamada al margen); son peticiones de un depósito en efectivo o valores para restablecer el monto inicialmente pactado (Banxico, 2008). En caso de que la contraparte no honre la llamada al margen, el acreedor tiene la posibilidad de vender los resguardos.

Gráfica 2

**Índice de Precios de la Vivienda en Estados Unidos**

(variación porcentual)



Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H.Cámara de Diputados, con datos de Infosesel Financiero.

Tanto en Estados Unidos como en Europa, la creciente incertidumbre sobre la credibilidad de las contrapartes a quienes se otorgaron créditos ha llevado a una crisis en los mercados de corto plazo, por lo que los bancos buscan conservar su liquidez y no les es atractivo el otorgar nuevos créditos a sus contrapartes. Esta restricción crediticia se ha expandido a mercados de más largo plazo y al mercado secundario principalmente, donde existen serias dudas acerca de la calidad de los créditos que respaldan los títulos bursátiles.

**Impacto en la Economía Mexicana**

En América Latina en general, la crisis se observa con un escenario de menor demanda externa en sus productos, un deterioro en términos de intercambio y una disminución en acceso al financiamiento internacional. La incertidumbre tanto interna como externa afecta las expectativas reduciendo la inversión y el crecimiento, perjudicando además los niveles de empleo y consumo de la población.

El impacto inicial de la crisis fue menor en las economías emergentes, sin embargo, sus efectos se han ido profundizando y han frenado el crecimiento económico y la generación de

empleos. Mediante los canales real y financiero la crisis se propaga al resto de las economías. Con respecto al canal real, una menor tasa de crecimiento en los Estados Unidos genera una desaceleración en el crecimiento económico de sus principales socios comerciales, como lo es el caso de México.<sup>21</sup>

Las economías emergentes que dependan en gran medida de fuentes externas para financiar su déficit de cuenta corriente, o cuya expansión haya estado basada en créditos provenientes de bancos extranjeros resultarán las más afectadas. La posibilidad de obtener financiamiento externo a costos razonables puede verse limitada tanto por la restricción en la liquidez de las instituciones financieras externas, como por la percepción que éstas tengan del desempeño de las economías emergentes.

El ajuste en los precios relativos y en los tipos de cambio también ha perturbado la vulnerabilidad y la volatilidad en la región. Tanto México, como Brasil, Argentina y Chile han visto caer el valor de su moneda en cerca del 40 por ciento de 2008 a 2009 en promedio (a diciembre de 2008).

En cuanto al canal financiero, el contagio se presenta por las pérdidas que las instituciones financieras pudieran sufrir por haber invertido en hipotecas *subprime*, en el caso de México, y de acuerdo al Banxico, la exposición de los bancos nacionales a los riesgos asociados a este tipo de instrumentos fue casi nula.

Una fuente adicional de contagio se encuentra una posible contracción en el crédito que las filiales de bancos extranjeros otorgan en el mercado nacional; sin embargo, dada la rentabilidad de los bancos establecidos en México y la importancia de las utilidades que aquí obtienen, no se vislumbra una marcada contracción de los préstamos.

La intensidad de la desaceleración económica dependerá de la rapidez con la que los grandes bancos internacionales logren mejorar sus finanzas y estén en posibilidad de otorgar crédito nuevamente; en la medida en que éstas instituciones reconozcan sus pérdidas y se recapitalicen se podrá lograr una recuperación en menos tiempo.

---

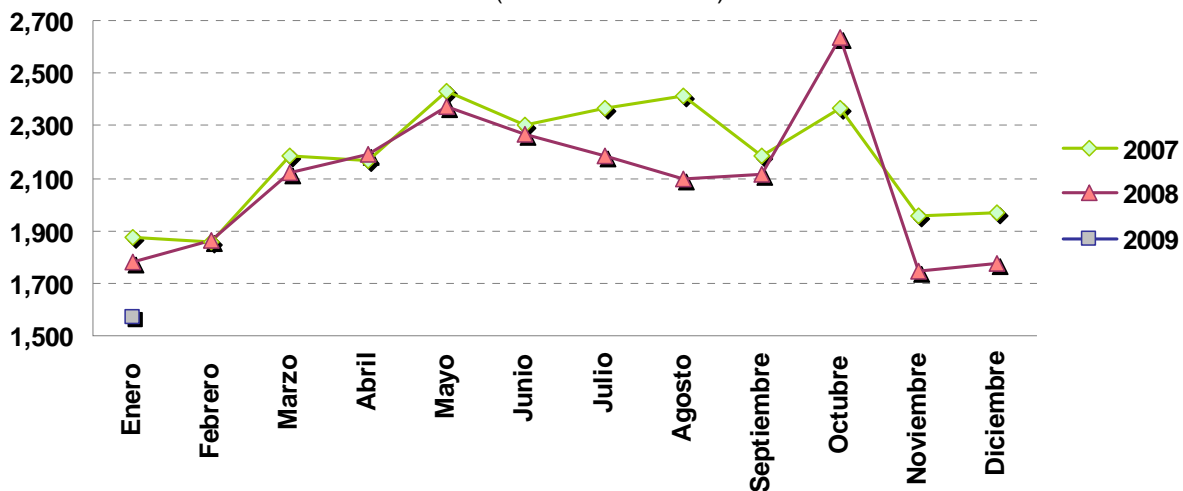
<sup>21</sup> Banco de México (Banxico). *Reporte Sobre el Sistema Financiero 2007*. Ciudad de México 2008.

Se espera que en conjunto, las economías avanzadas presenten una contracción económica del orden del 0.3 por ciento para 2009; en Estados Unidos, la expectativa es de una caída de alrededor del 0.7 por ciento,<sup>22</sup> provocando una elevación en su tasa de desempleo y afectando con ello el envío de remesas a nuestro país.<sup>23</sup> En este sentido, para enero de 2009, el monto de remesas que los trabajadores migrantes mexicanos enviaron al país ascendió a los 1,571.7 millones de dólares, es decir, 11.8 por ciento menos que en el mismo mes de del año anterior.

Gráfica 3

**Remesas Totales de México**

(millones de dólares)



Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H. Cámara de Diputados, con datos de BANXICO, para el periodo de enero a diciembre de 2007 y 2008, así como enero de 2009.

La disminución de la actividad económica de Estados Unidos, impactará en la demanda agregada del mismo, lo cual a su vez tendrá una inmediata repercusión hacia la economía mexicana, derivado del estrecho vínculo que existe entre estos países. Para el cuarto trimestre de 2008, la caída en el PIB nacional de México fue del 1.6 por ciento, promediando en 1.4 por ciento la tasa de crecimiento económico en ese mismo año. Por otro lado, se

<sup>22</sup> CEFP. La Crisis Financiera de Estados Unidos y su Impacto en México. Cámara de Diputados, México 2009.

<sup>23</sup> La crisis financiera actual afecta a un gran número de sectores, como el de la construcción, despachos jurídicos, seguros, mudanzas, tiendas departamentales, etc., reduciendo además el crecimiento económico y el empleo por varios años. Ante tal situación los bancos han restringido el crédito que otorgan tanto para consumo como el hipotecario, limitando así una posible recuperación de la economía.

estima que para 2009, el crecimiento de México será menor que cero, es decir, no habrá crecimiento económico.

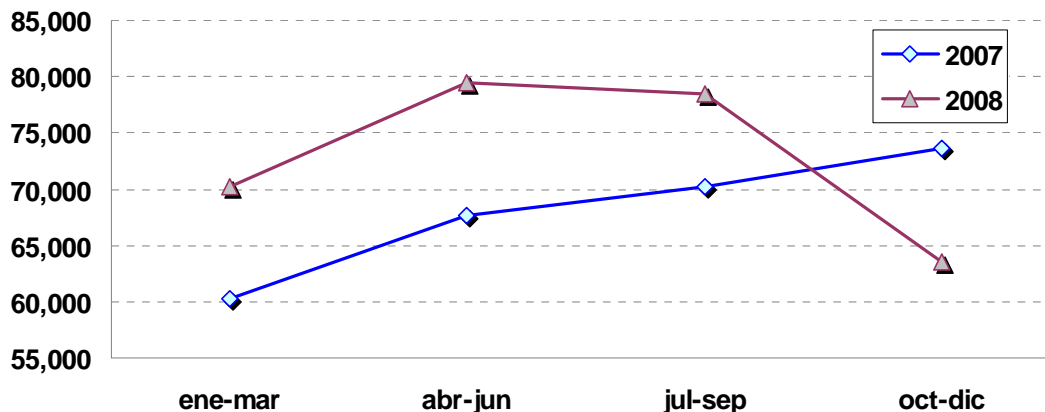
Cuadro 1  
**Producto Interno Bruto Trimestral 2008**  
 (millones de pesos)

FECHA	PIB real (2003 = 100)	Tasa de crecimiento con respecto al mismo trimestre del año anterior
Ene-Mar 2008	8,714,636	2.5
Abr-Jun 2008	9,053,791	2.9
Jul-Sep 2008	9,009,730	1.7
Oct-Dic 2008	8,936,351	-1.6

Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la Cámara de Diputados, con datos de BANXICO, 2009.

Como consecuencia del menor crecimiento de las economías desarrolladas y especialmente la de Estados Unidos, en el último trimestre de 2008 las exportaciones mexicanas presentaron una caída del orden del 13.7 por ciento con respecto al mismo período del año anterior.

Gráfica 4  
**Exportaciones Totales de México**  
 (millones de dólares)



Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H. Cámara de Diputados, con datos de Banxico, 2009.

La menor entrada de divisas al país, aunada a una mayor inflación y las expectativas de una más prolongada (usar la voz activa) recesión de la economía estadounidense presionan el tipo de cambio. En cinco meses, el peso mexicano había registrado una devaluación frente al dólar de 44.8 por ciento (el 4 de agosto de 2008 se situó en un nivel de 9.8 pesos por dólar,



mientras que para el 15 de enero de 2009 la paridad era ya de 14.3 pesos por dólar, CEFP, 2009). El Banco de México se ha visto en la necesidad de intervenir en el mercado cambiario para evitar que la caída en el valor del peso sea tan pronunciada, en lo que va del año el monto de reservas internacionales ha disminuido en 4,822 millones de dólares, es decir, cerca del 5.6 por ciento con respecto a diciembre de 2008.

**Cuadro 2**  
**Reservas Internacionales**  
(millones de dólares)

	31-dic-07	31-dic-08	13-feb-09	20-feb-09	27-feb-09	20-mar-09	Acumulado en el año
<b>(A) Reserva Internacional 1/ [(B)-(C)]</b>	<b>77,894</b>	<b>85,441</b>	<b>81,556</b>	<b>80,934</b>	<b>80,061</b>	<b>80,619</b>	<b>-4,822</b>
(B) Reserva Bruta		95,302	90,928	90,407	90,175	86,828	
(C) Pasivos a menos de seis meses 2/		9,861	9,372	9,473	10,115	6,209	

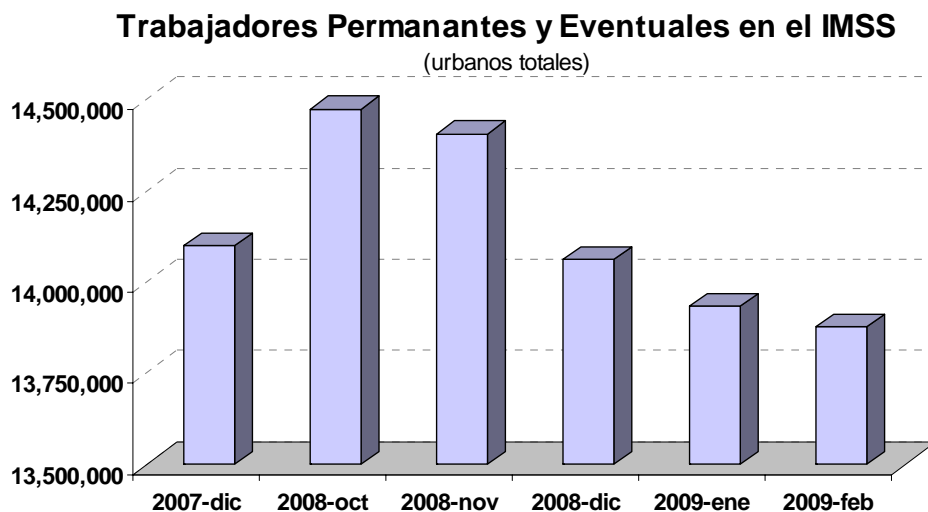
1/ Según se define en la Ley del Banco de México. Cifras preliminares. La suma de las partes puede no coincidir con el total debido al redondeo.

2/ Se refiere a los pasivos en moneda extranjera a un plazo menor a seis meses y se componen principalmente por la cuenta corriente en moneda extranjera del Gobierno Federal y PEMEX.

Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la Cámara de Diputados con datos de Banxico, 2009

En cuanto al empleo, y de acuerdo a datos del IMSS, el número de trabajadores tanto eventuales como permanentes en nuestro país fue para enero de 2009 de 13,934,430 lo que representa una disminución en el número de trabajadores de alrededor del 1 por ciento con respecto a diciembre de 2008; sin embargo, cabe destacar que de Octubre de 2008 a Febrero del presente año la pérdida en el número de empleos que registra el IMSS es de 598,587 empleos lo cual representa una disminución de 4.1 por .

Gráfica 5



Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H. Cámara de Diputados con datos del IMSS, 2009.

Los impactos de la crisis son diferentes de un país a otro. En América Latina se han implementado diferentes tipos de políticas inclinadas a reducir los efectos negativos que impone la coyuntura actual. En general, los gobiernos de la región han impulsado medidas contracíclicas impulsando la demanda mediante estímulos al gasto público.

El impacto que pudiera tener el relajamiento de las políticas fiscal y monetaria en América Latina se ve obstaculizado por el bajo nivel de monetización y profundidad financiera que presentan.

Si bien es cierto que ante la crisis actual el sistema financiero requiere de más liquidez, y de tasas de interés más bajas, esto no garantiza que los mayores recursos se canalicen al crédito ni a un incremento en la inversión. Por lo que, se requiere una coordinación entre las políticas fiscales y monetarias impulsando y focalizando el gasto en aquellos sectores con una propensión marginal a consumir más alta y en infraestructura.<sup>24</sup>

Argentina por ejemplo, ha proveído de liquidez adicional a su sistema financiero y ha planteando un gasto en infraestructura del orden de los 33,300 millones de dólares para este 2009. Asimismo la reforma al sistema de pensiones transferirá al sector público activos por alrededor del 10 por ciento del PIB. Se han impulsado además medidas de restricción a las importaciones para proteger a sectores como el textil, calzado, metalurgia y línea blanca, considerados como sensibles en la industria argentina. En cuanto a la banca, el capital medido según sus normativas prudenciales alcanza cerca del 16.6 por ciento de los activos ponderados por riesgo, superando los mínimos recomendados internacionalmente.<sup>25</sup>

Por su parte, Brasil ha puesto a disposición de sus empresas cerca de 20,000 millones de dólares para refinanciar sus deudas; ha reducido impuestos y ampliado el plazo para el pago de los mismos; impulsa la compra de vehículos automotores nuevos y planea gastar 2,500 millones de dólares en infraestructura. También ha incluido en su plan de acción la imposición de barreras no arancelarias mediante el uso de licencias de importación en sectores como el trigo, el plástico, el cobre, el aluminio, los bienes de capital y los autotransportes en general.

<sup>24</sup> CEPAL. La relación de los gobiernos de América Latina y el Caribe frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 30 de enero de 2009. Santiago de Chile 2009.

<sup>25</sup> Banco Central de la República Argentina (BCRA). *Boletín de Estabilidad Financiera*. Segundo semestre de 2008.

Chile ha disminuido su tasa de interés de referencia en 100 puntos base (de 8.25 a 7.25 por ciento) y planea gastar en infraestructura cerca de 7,000 millones de dólares. Tiene previsto además incrementar las obras de riego y vivienda en todo el país, además de facilitar los créditos a empresas exportadoras mejorando los fondos de garantía existentes.

En México se ha impulsado un incremento en la liquidez del sistema mediante la recompra de valores gubernamentales de mediano y largo plazo por un monto aproximado de 3,100 millones de dólares. Se impulsará el crédito al sector rural (cerca de 6,400 millones de dólares). En conjunto los bancos de desarrollo contarán con 9,500 millones de dólares adicionales para financiar actividades productivas. PEMEX invertirá 1,100 millones de dólares adicionales en infraestructura y se reforzarán los fondos de garantía (en 4,970 millones de dólares) para ejecutar proyectos de infraestructura con participación privada.<sup>26</sup> Asimismo se estimulará el consumo congelando los precios de las gasolinas y algunos otros productos del sector energético.

---

<sup>26</sup> CEPAL. *La relación de los gobiernos de América Latina y el Caribe frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 30 de enero de 2009*. Santiago de Chile 2009.

## Consideraciones finales

El apoyo a la liquidez tanto en moneda nacional como extranjera pretende que la banca comercial local siga brindando créditos a empresas y hogares. Al contrario de lo que sucede en Estados Unidos (donde el margen para continuar con medidas monetarias para estimular la economía es prácticamente nulo), en las economías latinoamericanas la caída en la inflación esperada puede facilitar las posibilidades de acción en este sentido.

La crisis financiera actual tuvo su origen en diferentes frentes: escaso interés en la supervisión de información desde la banca comercial (pues los riesgos se transferirían a otros agentes); opacidad en la estructura de los activos financieros; demasiada confianza en modelos estadísticos para evaluación del riesgo; dependencia extrema de los inversionistas finales en las agencias calificadoras; la búsqueda de ganancias extraordinarias en el corto plazo y la falta de regulación y supervisión por parte de las autoridades.

La transparencia en el diseño y contenido de los nuevos productos financieros mejoraría y facilitaría su monitoreo además de reducir los costos de información. Esta estandarización de productos permitiría impulsar a su vez las mejoras en la infraestructura de mercado.

Gieve<sup>27</sup> considera que, el impacto del incremento de las reservas de capital de los bancos comerciales durante las fases crecientes de los ciclos, se podría utilizar en las fases donde exista crisis, como la actual.

Por lo tanto, un nuevo acuerdo de Basilea podría revisar la cantidad y las definiciones de los requerimientos de capital y redefinir el papel del Estado. En países como Inglaterra y Australia, se piensa que las reformas al sistema financiero en el corto plazo tenderían a imitar a lo que actualmente ocurre en el sistema financiero español, donde se le pide a los bancos que acumulen reservas iguales a la diferencia entre un estimado de pérdidas de largo plazo y las provisiones específicas de sus activos corrientes. Al solicitar a los bancos una mayor reserva de capital, la expansión del crédito en la fase creciente se hace más lenta.<sup>28</sup> Los flujos solicitados a los bancos de esta forma se moverían en dirección opuesta al ciclo y podrían de esta forma apoyar las políticas contracíclicas.

---

<sup>27</sup> Gieve, John. *Learning from the financial crisis*. The Bank of England, Europe in the world panel discussion, 2008.

<sup>28</sup> Op.cit.,

## Bibliografía

- Banco Central de Chile. *Reporte de Estabilidad Financiera*. Santiago de Chile, segundo semestre de 2008.
- Banco Central de la República Argentina (BCRA). *Boletín de Estabilidad Financiera*. Segundo semestre de 2008.
- Banco de Pagos Internacionales (BIS). *Convergencia internacional de medidas y normas de capital*. Comité de supervisión bancaria de Basilea, Suiza. Junio de 2004
- Banco de México (Banxico). *Reporte Sobre el Sistema Financiero 2007*. Ciudad de México 2008.
- Bean, Charles. *Some lessons from monetary policy from the recent financial turmoil*. The Bank of England. Remarks at Conference on Globalisation, inflation and monetary policy. Istanbul, 2008.
- Chou, Y. *Modeling Financial Innovation and Economic Growth: Why the financial sector matters for real economy?* Journal of economic education. The Paul Merage School of Business. University of California. Irvine. March 2008.
- CEFP. *La Crisis Financiera de Estados Unidos y su Impacto en México*. Cámara de Diputados, México 2009.
- CEPAL. *La relación de los gobiernos de América Latina y el Caribe frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 30 de enero de 2009*. Santiago de Chile 2009.
- Galbraith, John Kenneth . *A Short History of Financial Euphoria*, Penguin USA 1994.
- Gieve, John. *Learning from the financial crisis*. The Bank of England, Europe in the world panel discussion, 2008.
- Hartmann p. et al *The role of finance markets and innovation in productivity and growth in Europe*. European Central Bank. Occasional Paper Series. No. 72 September 2007.
- Jenkinson, Nigel et al. *Financial Innovation: What have we learnt?* The Bank of England. To Reserve Bank of Australia conference on lesson from the financial turmoil. Sidney 2008.
- Kregel, Jan. *The Natural Instability of Financial Markets*. The Levy Economic Institute. *Diciembre de 2007. WP523*
- Levine, R. *Finance and the Poor*. Brown University. The Manchester School Supplement 2008. Lecture prepared for the Maxwell Fry Global Finance Lecture at Birmingham Business School, September 2007

Poole, W. Financial innovation: Engine of growth or source of instability? Federal Reserve Bank of St. Louis. March 2008.

Setnance, Andrew. *The current downturn. A bust without a boom?* The Bank of England. MPR Monetary Policy and the Markets Conference. London. 2008.

Shiller, R. *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis happened and what to do about it.* Princeton University Press, 2008 .



Centro de Estudios de las Finanzas Públicas

H. Cámara de Diputados

LX Legislatura

Abril de 2009

[www.cefp.gob.mx](http://www.cefp.gob.mx)

**Comité del Centro de Estudios de las Finanzas Públicas**

Presidente: Dip. Mario Alberto Salazar Madera

Dip. Javier Guerrero García

Centro de Estudios de las Finanzas Públicas

Director General: Dr. Héctor Juan Villarreal Páez

Director de Área:

Mtra. Lol-be Peraza González

Elaboró: Mtro. José Luis Clavellina Miller

Dip. Fco. Javier Calzada Vázquez

Dip. Carlos Alberto Puente Salas