

La avaricia y el riesgo en el imperio de las altas finanzas

Agustín Cué Mancera*

En este artículo se analizan algunos de los acontecimientos más notables de la crisis financiera en curso. En ellos se muestran los excesos cometidos en la búsqueda de remuneraciones elevadas, sin que a sus participantes les haya importado asumir riesgos crecientes. Se enfatiza la necesidad de que los reguladores nacionales e internacionales adopten medidas eficaces para evitar los excesos aludidos y que, de esta forma, se impida la repetición de crisis como la que se experimenta en la actualidad.

En este artículo se analizan algunos de los acontecimientos más notables de la crisis financiera en curso. En ellos se muestran los excesos cometidos en la búsqueda de remuneraciones elevadas, sin que a sus participantes les haya importado asumir riesgos crecientes. Se enfatiza la necesidad de que los reguladores nacionales e internacionales adopten medidas eficaces para evitar los excesos aludidos y que, de esta forma, se impida la repetición de crisis como la que se experimenta en la actualidad. El artículo critica la deficiente regulación sobre el sistema

financiero, situación que se evidencia por los fraudes masivos orquestados por Bernard Madoff y Robert Allen Stanford, respectivamente. Asimismo, se expone el problema del sesgo alcista de las agencias calificadoras de valores, y también el de las elevadas remuneraciones percibidas por quienes participan en el sector financiero. Además se ejemplifica con el caso de la Comercial Mexicana, los abusos cometidos por empresas nacionales en el manejo de instrumentos del mercado de derivados financieros. Por otra parte, se analizan los problemas originados por la burbuja especulativa del mercado de la vivienda estadounidense, siendo éste un ejemplo del comportamiento aberrante de

su sector financiero y de las políticas económicas de su gobierno. También se hace una reflexión respecto de la importancia de la regulación financiera en las economías de mercado. Por último, se incluye una serie de referencias bibliográficas, en las notas al pie de página, de algunos de los análisis más relevantes que se han hecho sobre diversos aspectos de la crisis en el último año y medio¹.

¹ Entre los análisis más interesantes respecto de las crisis financieras, están: Lewis, Michael (ed.). *Panic. The Story of Modern Financial Insanity*. USA, Norton, 2009; Krugman, Paul. *De vuelta a la economía de la gran depresión y la crisis del 2008*. Bogotá, Grupo Editorial Norma, 2009; Shiller, Robert J. *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened and What to Do about it*. USA, Princeton, 2008.

* Profesor e investigador del Departamento de Economía de la Unidad Azcapotzalco de la UAM.

Un fraude masivo y de largo alcance: Bernard Madoff

Hasta ahora, el descrédito por llevar a cabo el mayor escándalo financiero en la historia mundial le corresponde al estadounidense Bernard Madoff. De acuerdo con la información disponible, construyó un imperio fraudulento que, en su cúspide, se enorgulleció de poseer activos por casi 50 mil millones de dólares. Los reportes más recientes indican que la justicia estadounidense lo ha sentenciado a pasar siglo y medio en prisión, como castigo por haber orquestado el engaño más sofisticado de todos los tiempos. Con seguridad, los abogados del exfinanciero apelarán la sentencia y obtendrán una considerable disminución, la cual, sin embargo, le consumirá el resto de su vida privado de su libertad. Quienes estamos ajenos al imperio de las altas finanzas nos preguntamos: ¿cómo es posible que numerosos inversionistas, tanto en el nivel individual como institucional, hayan confiado en lo que, a la postre, resultó una costosa engaño en la cual se esfumaron elevadas sumas, sean éstas propias o de sus representados?

No es la primera vez, ni será la última, en que la avaricia incita a la obtención de la ganancia fácil, para lo cual sólo se requiere poseer los contactos pertinentes en las altas finanzas y, por supuesto, un monto adecuado de inversión para ser considerado un inversionista respetable. Lo sorprendente del caso es que el esquema fraudulento organizado por Madoff y sus allegados no es de reciente creación, sino que se ha repetido en diversas épocas y países, si bien en esta ocasión se debe reconocer la “habilidad” de sus organizadores para confundir a sus clientes y a quienes, desde el ámbito de la regulación oficial, debieron estar preparados para descubrirlo.

El esquema con el que Madoff defraudó a los inversionistas lleva el nombre de Ponzi, un italiano que llegó a Estados Unidos en la segunda década del siglo pasado y que optó por los malos manejos para construir su fortuna. En este tipo de esquemas, lo único que se requiere es convencer a muchas personas de que el organizador dispone de un medio excepcional y efectivo para obtener ganancias elevadas y fáciles. Por ejemplo, se le promete pagar a los inversionistas un interés mayor que el otorgado en inversiones alternativas. Sin embargo, el organizador debe ser “prudente” para no ofrecer intereses demasiado altos, ya que podrían llamar la atención de los competidores y de las autoridades y suscitar sospechas de que algo indebido está ocurriendo. En efecto, así procedió Bernard Madoff quien, a lo largo de muchos años, pagó rendimientos que

rebasaban sólo por varios puntos porcentuales a los de otras firmas financieras. ¿En dónde radica el problema, si el financiero ha sido capaz de encontrar una fuente de generación de intereses atractivos para sus inversionistas? El problema es que dicha fuente no existe, sino que es una simple ilusión: a los primeros inversionistas se les paga lo prometido con puntualidad, utilizando los fondos de quienes posteriormente se incorporan al esquema, y así en lo sucesivo. Es interesante destacar que la diferencia entre el esquema Ponzi y el *esquema piramidal* consiste en que, en el primero, es el organizador quien defrauda a todos los demás, mientras que, en el segundo, cada participante se convierte también en un defraudador de todos aquellos a quienes “invita a invertir”².

En general, los esquemas fraudulentos de inversión no pueden prolongarse demasiado: el número de nuevos “inversionistas” debe crecer de manera exponencial, agotando con rapidez la disponibilidad de nuevos incautos avariciosos. Por ejemplo, considere un esquema piramidal en el que cada nuevo participante deba invitar a otros diez: se tiene la suma de una progresión geométrica cuya base es 10 (es decir, $10^0+10^1+10^2+10^3+10^4+10^5+10^6\dots$). Note que en la séptima ronda es preciso incorporar a un millón de nuevos “inversionistas”, implicando una suma que aumenta en forma exponencial. En otras palabras, el número de clientes potenciales se agotará con suma rapidez y, antes de que se cumplan muchas rondas, se colapsará la pirámide; sin embargo, para ese momento el organizador ya habrá huido, y quienes se beneficiaron por participar en las rondas anteriores fingirán no saber nada del asunto. Los perdedores serán quienes participan al último, debido a que con sus fondos se ha pagado a todos los demás, pero ya no habrá nadie que aporte nuevos fondos para su beneficio. Esto ocurrió en fechas recientes en Colombia, cuando numerosos defraudados por una enorme pirámide salieron a la calle a exigir que alguna autoridad gubernamental les regresara sus “inversiones desaparecidas”. La incongruencia de dicha protesta salta a la vista: se busca conservar el carácter privado de los beneficios, pero se pretende involucrar los recursos públicos en caso de que se incurra en pérdidas³.

² Para quien desee conocer más sobre las “habilidades financieras” de Madoff, puede consultar: *Catastrophe: The Story of Bernard Madoff, The Man Who Swindled the World*. USA, Phoenix Books, 2009. En cambio, si desea conocer a su principal antecesor, véase: *Ponzi's Scheme, The True Story of a Financial Legend*. USA, Random, 2006.

³ La tenebrosa historia de Bernard Madoff también se puede conocer a través de numerosas publicaciones en prensa. Entre las más detalladas

El ingenio de Madoff y sus allegados

Para que su imperio fraudulento no se colapsara con la rapidez propia de este tipo de esquemas, Bernard Madoff recurrió a todas las argucias propias de un financiero de alto nivel quien, además, había sido coordinador en jefe del mercado de valores, entre otras actividades importantes. Como es posible apreciar, el punto esencial era presentarse ante la comunidad de inversionistas potenciales, como un financiero merecedor de su absoluta confianza. Su siguiente paso consistió en no mostrarse ávido de captar nuevos clientes, por el contrario, él esperaba a ser abordado en sitios exclusivos de magnates, por personas interesadas en invertir en su empresa financiera. Incluso, como corolario de su estrategia de “moderación”, en algunos casos se dio el lujo de rechazar a inversionistas importantes. Asimismo, cuando alguno de sus clientes indagaba acerca de su “secreto” para obtener mayores rendimientos que los de sus competidores, respondía que esa capacidad era fruto de su enorme experiencia acumulada como financiero, y que sería absurdo revelar sus procedimientos exitosos. Todo ello acompañado de una singular sugerencia de que el cliente “curioso” estaba en libertad de invertir con la competencia.

Por su parte, diversos competidores de Madoff que se sintieron incómodos por su éxito, llegaron a plantear que podría basarse en métodos irregulares, como podría ser el caso de un esquema Ponzi, el cual está prohibido por las autoridades reguladoras estadounidenses. Sin embargo, las denuncias no procedieron durante años, debido a que las agencias reguladoras no encontraban ninguna prueba de que Madoff incurriera en conductas financieras prohibidas. Tiempo más tarde, dichas agencias quedarían en entredicho ante la opinión pública, una parte de la cual se inclinó a considerarlas negligentes en su trabajo y la otra a pensar que habían incurrido en un sospechoso contubernio.

La crisis financiera internacional que detonó en el 2008, elevando el grado de desconfianza en la mayoría de los activos financieros, propició que muchos inversionistas se dispusieran a retirar sus fondos. De esta forma quedó al des-

están el periódico español *El País*, el estadounidense *The New York Times*, así como la revista británica *The Economist*. Al lector que desee conocer otros casos en que se ha colapsado un gran imperio financiero, se le recomienda: Cohen, William D. *House of Cards. A Tale of Hubris and Wretched Excess on Wall Street*. USA, Doubleday, 2009. En este libro se analiza la vertiginosa caída del banco de inversión Bear Stearns & Co, el quinto más grande de Estados Unidos.

cubierto la fragilidad del imperio de Madoff, quien terminó por aceptar que sus “exitosas inversiones” no provenían de su ingenio financiero, sino de un esquema Ponzi en el cual, como se ha dicho, las nuevas inversiones se utilizan para pagar a los inversionistas precedentes. Al quedar revelado el fraude masivo, muchos clientes de Madoff perdieron sus inversiones y procedieron a demandarlo por la vía penal. La investigación sigue su curso e incluye a familiares cercanos y a amigos del exfinanciero, algunos de los cuales retiraron sus fondos unos días antes de la debacle.

Es importante destacar el caso del Banco Santander, el cual invirtió con Bernard Madoff fondos provenientes de su clientela, habiéndole asegurado a ésta la rentabilidad y confiabilidad de su inversión. Al descubrirse el fraude, el banco pretendió desconocer su compromiso con su clientela, quien ha procedido a demandarlo por incumplimiento de contrato.

El caso Stanford y el paraíso fiscal de la isla de Antigua

Uno más de los escándalos financieros que el estallido de la crisis estadounidense ha permitido conocer a la opinión pública, es el de Robert Allen Stanford. Si bien es cierto que el monto de su desfaldo no se aproxima al de Bernard Madoff, se calcula que el grupo financiero de Stanford tiene demandas de parte de sus clientes por poco más de siete mil millones de dólares, una suma nada despreciable. Por si fuera poco, el caso ha estado teñido de peculiaridades, como el hecho de que una parte de su clientela haya sido de procedencia mexicana. En los años noventa el Stanford Group Mexico S.A. de C.V. se estableció en nuestro país como una institución especializada en la asesoría empresarial, la rotación de inventarios, la contabilidad, las ventas y la capacitación de empleados. En realidad, nada extraño podía implicarse de las funciones anteriores, declaradas por la empresa financiera ante las autoridades mexicanas competentes.

Sin embargo, en los años siguientes, los asesores del Stanford Group iniciaron actividades irregulares con sus clientes mexicanos, al “referenciarlos” a su banco de la isla de Antigua, situada en el Caribe oriental. El término utilizado es interesante, ya que su propósito es eludir la responsabilidad de los asesores financieros de Stanford. De acuerdo con sus declaraciones, ellos no ofrecían a los clientes transferir sus fondos al banco de Antigua, sino que sólo era una respuesta ante su insistencia sobre las diferentes opciones de inversión disponibles, es decir, sólo “los

referenciaban” al banco de Antigua. Es importante señalar que, en el contexto de la amplia movilidad de capitales que existe en México, no es un delito transferir fondos a instituciones financieras establecidas en el exterior, sino que la irregularidad es hacerlo al margen de la fiscalización a la que obliga la Secretaría de Hacienda. Esto último es importante, además, debido a que la isla de Antigua es un conocido paraíso fiscal, el cual protege la información financiera de sus clientes. Sin duda, el obtener un mejor rendimiento que en las instituciones competidoras y, al mismo tiempo, el sentirse protegida de la injerencia de la hacienda pública, hizo que la clientela mexicana se sintiera a sus anchas con los servicios proporcionados por el grupo Stanford⁴.

La boutique de la banca privada

Como ocurre con frecuencia, Stanford estableció una identidad propia que lo llevó a enorgullecerse de ser considerado por muchos como la boutique de la banca privada. En efecto, los clientes potenciales que podían invertir cuantiosos fondos en el grupo de Stanford, eran cortejados de todas las formas posibles: con comidas y vinos caros, así como con una atención personalizada de parte del asesor asignado. Incluso los más adinerados eran llevados en aviones lujosos a conocer el Banco de Stanford en Antigua. Se sabía de la importancia de que confirmaran la existencia real de dicho banco y de su personal especializado, para que efectuaran con confianza sus inversiones desde México.

Por su parte, los asesores financieros eran capacitados en las instalaciones de Stanford en Estados Unidos, así como en las ubicadas en nuestro país. De acuerdo con la información conocida, el grupo Stanford organizaba festejos en extremo suntuosos para su personal ejecutivo, quien siempre llevaba adherido a sus trajes el águila que simbolizaba a la empresa, con lo cual se creaba la convicción de pertenecer a un grupo de asesores financieros de primer nivel: una verdadera boutique de la banca privada. Sin embargo, los pagos por comisiones eran el principal incentivo que los asesores de Stanford tenían para dedicar su mayor esfuerzo a la captación de fondos. El porcentaje de la comisión obtenida por el asesor se incrementaba conforme aumentara el monto de lo captado. Al disfrutar de un nivel de vida elevado, los asesores podían adquirir

⁴ El ominoso caso de Stanford en México se puede conocer mediante un informe de primera mano: Bauducco, Gabriel. *Imperio de papel. El caso Stanford desde adentro*. México, Ediciones B, 2009.

autos e indumentaria lujosa, todo lo cual servía para reafirmar la confianza que su clientela tenía en ellos: desde cualquier perspectiva era posible constatar el éxito de la empresa financiera.

En el 2005 se estableció Stanford Fondos México, haciendo posible la captación legal de ahorros en moneda nacional. Sin embargo, en el 2009, las autoridades mexicanas acusaron a dicha financiera de haber realizado operaciones de captación en pesos mexicanos, en fechas previas a las que la autorización oficial les permitía.

Un avión para Antigua cargado de... cheques en dólares estadounidenses

La primera llamada de atención para Stanford Fondos México ocurrió en el 2006, a bordo de un avión privado procedente del aeropuerto de la ciudad de Toluca con destino a la isla de Antigua. Como cada mes, un ejecutivo de alto nivel llevaba un maletín con los cheques que los clientes mexicanos enviaban para ser depositados en el Banco de Stanford en aquella isla. Al principio la revisión aduanal en el aeropuerto de Toluca no representó problema alguno (“revisión light”), hasta que en una ocasión se efectuó la revisión del maletín sospechoso. Los agentes de la Procuraduría General de la República encontraron una enorme suma de cheques en dólares estadounidenses, los cuales no habían sido reportados por la ejecutiva de Stanford que los llevaba. La detención de la ejecutiva y su arraigo por 90 días para proceder a la investigación correspondiente, llevó a la empresa financiera a prohibir cualquier nuevo envío de cheques a Antigua, por parte de su personal. En adelante, los clientes deberían realizar cualquier transferencia de fondos por sus propios medios. En una situación tan comprometida como la antes descrita, Stanford Fondos México reiteraba que la empresa no inducía a sus clientes a transferir fondos al extranjero, sino que sólo respondía a su solicitud de hacerlo (en el lenguaje financiero: sólo los “referenciaba” a su banco en Antigua).

La caída del Grupo Financiero de Stanford

Al finalizar el mes de enero del 2009, Robert Allen Stanford envió un correo masivo a todos sus empleados, en el cual reiteraba la fortaleza de su grupo financiero. En particular, se enorgullecía de no necesitar un solo centavo del rescate del gobierno estadounidense y de contar con la liquidez suficiente para sortear la crisis financiera en curso. Sin embargo, unas semanas más tarde comenzaron a encenderse

luces de alerta en el interior del imperio de Stanford. En México, algunos clientes habían solicitado el retiro de sus inversiones en Antigua y esperaban con impaciencia que se les hiciera el depósito correspondiente. Al principio se creyó, por parte de los asesores financieros de Stanford Fondos México, que existía un problema con el sistema computarizado de transferencia, lo cual fue informado a sus clientes. Después se les explicó a los asesores que el grupo financiero pasaba por una restricción temporal de liquidez, pero que se resolvería con prontitud. Para entonces los clientes mexicanos asaltaron literalmente el edificio de Stanford Fondos México, ubicado en la lujosa zona de Polanco en la ciudad de México, causando destrozos en su mobiliario y captando la atención de los titulares de la prensa y de los medios electrónicos.

Con razón o sin ella, los asesores de la empresa fueron señalados por sus clientes como partícipes de un fraude que, día con día, se hacía más evidente, debido a que los fondos depositados en el Banco Stanford en Antigua no llegaban a manos de sus propietarios. Por su parte, los asesores afirmaban desconocer lo que en realidad estaba ocurriendo, considerándose ellos mismos víctimas del señor Stanford al haber depositado también su dinero en Antigua. Un aspecto importante del escándalo que se suscitó, fue el hecho de que pocos clientes mexicanos se atrevieron a dar la cara a los medios de difusión. Si bien habían sido defraudados por Stanford Fondos México, no deseaban quedar expuestos frente a la Secretaría de Hacienda con motivo de sus ingresos no reportados. Algunas voces se alzaron pidiendo la intervención del Instituto de Protección al Ahorro Bancario (IPAB), a lo cual un subgobernador del Banco de México respondió con una rotunda negativa, afirmando que “los inversionistas defraudados portaban pantalones largos”, es decir, que eran adultos que sabían muy bien lo que hacían cuando decidieron invertir en un banco extranjero.

El caso Stanford continúa investigándose en Estados Unidos, entre acusaciones de lavado de dinero y de haber organizado un esquema piramidal, permaneciendo detenidos su fundador y un par de funcionarios de primer nivel. En México, quienes invirtieron en moneda nacional en Stanford Fondos México, recuperaron sus fondos, no así quienes lo hicieron en dólares en el banco de la Isla caribeña de Antigua.

Es importante enfatizar que los dos fraudes mencionados, tanto el de Stanford como el más cuantioso de Bernard Madoff, salieron a la superficie con motivo de la incertidumbre económica y la restricción financiera pro-

vocadas por la crisis estadounidense. Sin esa crisis ambos grupos habrían medrado durante más tiempo, al amparo de la credulidad y la avaricia de su clientela.

El papel de las agencias calificadoras de valores financieros

Las agencias calificadoras se encargan de estudiar con detalle la situación financiera, así como las perspectivas económicas de una empresa que emite valores en un mercado. Si la calificación otorgada a una empresa es alta, quiere decir que el inversionista puede confiar en que los valores que ha adquirido han sido una buena compra. Por el contrario, las calificaciones decrecientes significan que se debe estar alerta, ya que la solidez de la inversión va en descenso. El inversionista aprende pronto que los valores de alta calificación ofrecen una rentabilidad moderada, pero son más seguros, mientras que los de baja calificación prometen una rentabilidad más elevada, aunque son menos seguros. Las agencias calificadoras de valores más conocidas en el mundo son Standard & Poor's y Moody's Investor Service.

El motivo por el cual existe este tipo de agencias consiste en la asimetría de la información que impera entre el vendedor y el comprador. Sin duda, el vendedor de un instrumento financiero (la empresa) es quien conoce mejor la verdadera situación de la misma. En este sentido, el comprador se encuentra en una evidente desventaja frente al vendedor, lo cual ha hecho necesaria la calificación de los instrumentos financieros por parte de empresas especializadas. Piense el lector en los fondos invertidos por los pensionados, quienes lo que menos desean es incurrir en riesgosas inversiones que pongan en peligro el patrimonio de toda una vida.

Sin embargo, en los últimos años ha sido evidente que las agencias calificadoras no han sido capaces de cumplir a cabalidad con esta importante función. Quienes intermedian entre los vendedores y los compradores de valores (*brokers* o corredores), tienen el incentivo de promover un mercado en expansión, asignando calificaciones superiores a las reales, ya que su comisión está en función del precio del valor financiero. En otras palabras, en un mercado al alza se gana más que en uno a la baja. Si bien las agencias reguladoras del gobierno estadounidense han tomado cartas en el asunto, multando a las empresas que han inflado las calificaciones, el problema persiste y se ha agudizado con motivo de la crisis financiera de aquel país. Al disminuir la confianza en las empresas calificadoras, las decisiones de los

inversionistas se complican y esto se convierte en un factor adicional que retarda la recuperación económica⁵.

Las elevadas remuneraciones en el sector financiero

En los años setenta, los economistas que trabajaban en el sector financiero estadounidense, obtenían un ingreso equivalente al promedio que sus similares percibían en los demás sectores. Sin embargo, a partir de los años ochenta la situación de los economistas financieros comenzó a modificarse en forma radical. En efecto, al amparo de la desregulación promovida por el presidente Ronald Reagan, el sector financiero proporcionó ingresos elevados para quienes tenían la fortuna de pertenecer a él. El motivo del fuerte incremento en el salario, las prestaciones y los bonos por productividad de los profesionistas de dicho sector, se relacionó con la transformación vertiginosa del mismo: surgieron decenas de nuevos instrumentos financieros como las opciones, las coberturas y los futuros, entre otros. Se desarrolló el mercado de derivados, en el cual cada cliente tendría la posibilidad de encontrar el instrumento que mejor se adaptara a sus necesidades. Es evidente que en un mercado financiero en transformación permanente, los economistas especializados en los temas financieros fueron requeridos en números crecientes y sus remuneraciones se elevaron en forma considerable, rebasando con mucho el ingreso promedio de los economistas establecidos en otros sectores. Asimismo, gracias a que la globalización reducía las barreras a los movimientos internacionales de capitales, se crearon mercados financieros en los cuales participaban individuos e instituciones de los lugares más alejados del planeta. Todo esto contribuyó a impulsar el dinamismo del sector financiero de los países desarrollados, así como de diversas economías emergentes.

La crisis financiera estadounidense del 2008, reveló a la opinión pública mundial las remuneraciones estratosféricas que numerosos ejecutivos del sector financiero estadounidense han recibido en las últimas décadas. Antes de la crisis, era frecuente que los ejecutivos mejor pagados se enorgullecieran de que sus elevados ingresos eran la adecuada compensación por sus servicios prestados a la sociedad. En cambio, una vez desatada la crisis, se han hecho serios cuestionamientos respecto al verdadero sig-

⁵ Consulte dos interesantes libros de Kansas, Dave: *The Wall Street Journal's Complete Money and Investing Guidebook*. USA, Collins, 2007; y *Guide to the End of Wall Street as We Know It*. USA, Collins, 2009.

nificado de sus servicios. Por ejemplo, el economista Paul Krugman ha puesto en entredicho el aporte de quienes han propiciado la creación de instrumentos financieros, muchos de los cuales encubren los verdaderos niveles de riesgo que corren sus propietarios y que colocaron de rodillas a la economía mundial⁶.

Una faceta más del escándalo mencionado ha sido descubrir que los altos ejecutivos de empresas financieras rescatadas por el gobierno estadounidense, es decir, con fondos de los contribuyentes, han seguido obteniendo sus elevadas remuneraciones. La respuesta de los interventores gubernamentales frente a esta situación indignante, consistió en afirmar que ésa era la única forma para que los expertos no abandonaran al sector financiero nacionalizado. Se dijo que su papel era fundamental para tratar de recuperar el mayor valor posible de la venta de los activos financieros problemáticos. En este aspecto, el gobierno del presidente Obama adoptó diversas medidas para reducir el costo para los contribuyentes pero, sin duda, este tema seguirá siendo motivo de controversias en los próximos años.

Los usos y los abusos de los derivados financieros

En su forma más sencilla, es posible que los derivados financieros cumplan una función útil; por ejemplo, su manejo adecuado permite a los agricultores vender por anticipado su cosecha a un precio que consideren conveniente, a través de los llamados "futuros". De esta manera, mediante la compra de un instrumento del mercado de derivados, los agricultores se concentran en su actividad productiva, sin importarles los vaivenes de los precios en los mercados agrícolas: cualquiera que sea el precio que se establezca en la época de la cosecha, se respetará el precio acordado. Los diversos participantes de una operación como la anterior se benefician debido a que los mismos agentes financieros pueden reducir los propios riesgos de ésta mediante la utilización de múltiples instrumentos del mercado de derivados financieros⁷.

Sin embargo, no todas las operaciones son tan sencillas como la que se planteó en el ejemplo anterior. En efecto, el

⁶ Consulte el artículo de Paul Krugman publicado el 14 de mayo en el periódico español *El País*.

⁷ Consulte El-Erian, Mohamed. *Cuando los mercados chocan. Estrategias de inversión para una era de cambio económico*, Bogotá, Grupo Editorial Norma, 2009. Asimismo, Hughes, J. E et al. *Carnival on Wall Street. Global Financial Markets in the 1990's*. USA, Wiley, 2004.

mercado de derivados financieros ha alcanzado un grado de complejidad tan grande, y se pueden realizar operaciones tan cuantiosas, que ha provocado situaciones en extremo riesgosas, las cuales pueden representar una amenaza para la estabilidad de las economías. Por ejemplo, en los primeros años de este siglo, varias empresas nacionales decidieron participar en un segmento del mercado de derivados, en particular en el que se conoce como el de coberturas cambiarias. Los resultados fueron funestos para las empresas involucradas, ya que la crisis estadounidense, como se verá enseguida, las colocó al borde de la quiebra.

El caso más ilustrativo de lo que se ha señalado es el de la Comercial Mexicana, una empresa nacional que cuenta con un gran volumen de ventas y una amplia presencia entre los consumidores mexicanos. La Comercial Mexicana incursionó en el mercado de derivados, considerando que la estabilidad del tipo de cambio entre el peso y el dólar le proporcionaba márgenes para obtener una ganancia atractiva. Para entender la operación considere el siguiente ejemplo: en los años previos al 2008, la empresa se comprometió a vender dólares a plazos (digamos, a 11 pesos por dólar); si el tipo de cambio bajaba (por ejemplo, a 10.80 pesos por dólar), la Comercial Mexicana obtendría una buena ganancia, ya que compraría los dólares baratos y los vendería caros.

Sin embargo, la crisis financiera estadounidense colapsó la estrategia de la Comercial Mexicana, ocasionándole cuantiosas pérdidas en dólares estadounidenses. En efecto, la fuerte depreciación del peso frente al dólar forzó a la empresa a adquirir dólares caros, por ejemplo, a 12 pesos por dólar, y a venderlos a 11, de acuerdo con el compromiso pactado con anterioridad a la crisis. La magnitud de las pérdidas cambiarias en que la Comercial Mexicana incurrió en los primeros meses del 2008, la llevó a suspender sus pagos y a buscar un arreglo con sus acreedores. Hasta entonces fue posible que la opinión pública se percatara de las enormes apuestas cambiarias con las cuales la empresa había jugado durante varios años, y que terminaron por ponerla al borde de la bancarrota.

En realidad, el monto de las pérdidas de “la Comer” habría bastado para que su quiebra fuera inminente; sin embargo, hasta este momento, la empresa prosigue sus negociaciones con sus acreedores. Diversos analistas plantean que el gobierno mexicano ha tomado cartas en el asunto y que, mediante procedimientos hasta ahora desconocidos, ha proporcionado ayuda significativa a la Comercial Mexicana, tal vez por considerar que la empresa es “demasiado

grande para quebrar”, expresión que se ha escuchado en forma reiterada en estos tiempos de crisis⁸.

Los excesos del mercado hipotecario estadounidense

Sin duda, uno más de los excesos con los que ha convivido la sociedad estadounidense en los últimos años, es el que se gestó en su mercado hipotecario. Diversos factores contribuyeron a crear una enorme burbuja especulativa, la cual comenzó a causar estragos en su economía y en sus finanzas a partir del 2007. De nada sirvieron las voces de quienes alertaron sobre los peligros del crecimiento desmedido e insostenible de los precios de la vivienda en Estados Unidos. Las bajas tasas de interés de la Reserva Federal, así como el impulso del gobierno de George W. Bush al financiamiento de la vivienda, mediante la participación de las grandes hipotecarias gubernamentales conocidas popularmente como Fannie Mae y Freddie Mac, propició un desastre anunciado⁹.

En esta hecatombe, los bancos y las financieras privadas tuvieron también una participación de primer orden. Al amparo de la desregulación financiera utilizaron y crearon nuevos instrumentos, los cuales facilitarían el incremento sustancial de la liquidez hipotecaria. Se creyó que el mercado alcista no acabaría nunca y que el riesgo podría ser postpuesto de manera indefinida. ¿Qué importaba si el cliente tenía ingresos insuficientes o si perdía su empleo, si el precio de la vivienda continuaba aumentando y permitiendo refinanciar los créditos? Con esta “lógica perversa” se consideró que la bonanza no terminaría jamás.

Es importante comparar la manera en que los bancos concedían créditos hipotecarios hace treinta años, es decir, en el periodo previo a la desregulación, y cómo lo hicieron después. Antes de la desregulación, el negocio hipotecario se desarrollaba de acuerdo con el siguiente esquema: el banco investigaba minuciosamente al solicitante de crédito en lo que respecta a sus ingresos, su empleo y su antigüedad, entre otros aspectos; en el caso de ser aprobada la solicitud, se encargaba de la cobranza mensual, atendiendo

⁸ Para conocer los riesgos de la innovación financiera es recomendable: Bookstaber, Richard. *A Demon of Our Own Design, Markets, Hedge Funds, and the Perils of Financial Innovation*. USA, Wiley, 2006.

⁹ Fannie Mae es el nombre coloquial de Federal National Mortgage Association, mientras que Freddie Mac lo es de Federal Home Loan Mortgage Corporation. Un excelente libro sobre el colapso del mercado hipotecario estadounidense es: Zandi, Mark. *Financial Shock. A 360 Look at the Subprime Mortgage Implosion and How to Avoid the Next Financial Crisis*. USA, FT Press, 2009.

cualquier contingencia que pudiera presentarse; al concluir la vigencia del crédito hipotecario, es decir, 15 ó 30 años más tarde, el banco entregaba la escritura al cliente. Ésta es una descripción somera de cómo se efectuaba el financiamiento hipotecario, antes de la desregulación de los años ochenta. Sin embargo, al poco tiempo, las cosas comenzaron a marchar por rumbos distintos y, por cierto, más riesgosos.

En las nuevas condiciones, los bancos tuvieron la opción de convertir los créditos hipotecarios concedidos a sus clientes, en un nuevo instrumento financiero (un derivado), el cual podría venderse con facilidad a los inversionistas privados o a las hipotecarias gubernamentales. De esta manera, la liquidez regresaba con prontitud a los bancos, permitiéndoles otorgar nuevos préstamos una y otra vez. Posteriormente, la burbuja especulativa del mercado de la vivienda en los últimos años, magnificó el problema que se incubaba, dando origen al crecimiento de las hipotecas de alto riesgo (“subprime”). Cuando la realidad se impuso y el precio de la vivienda detuvo su trayectoria meteórica, el financiamiento hipotecario comenzó a tener graves problemas de moratoria e incumplimiento total del pago. Debido a la complejidad alcanzada por los derivados financieros, los inversionistas no percibieron adecuadamente el nivel de riesgo al que se encontraban sometidos. Este aspecto es digno de subrayarse: como los inversionistas poseían una cartera diversificada de valores, al derrumbarse el precio de la vivienda y no saber qué tan expuesta al riesgo se encontraba su posición financiera, procedieron a vender todo tipo de valores, no solamente los que de manera directa dependían del mercado hipotecario. Este comportamiento es la clave para entender la razón por la cual el pánico se difundió hacia los demás mercados financieros¹⁰.

Por cierto, algunas personas consideran equivocadamente que la crisis del mercado hipotecario estadounidense se trasladará en forma mecánica al mercado mexicano, debido a que éste se ha desarrollado a imagen y semejanza de aquél. Esta afirmación carece de sustento, ya que en México los créditos hipotecarios se reestructuraron a tasa de interés fija, como resultado de la fuerte crisis originada en el “error de diciembre de 1994”. Esta favorable circunstancia ha evitado que en nuestro país se haya desatado una oleada de embargos, así como una disminución abrupta del precio de la vivienda. Esto no significa que se descarten presiones ocasionadas por la recesión, como la de quien no puede

¹⁰ Sowell, Thomas. *The Housing Boom and Bust*. USA, Basic Books, 2009; Talbott, John R. *Sell Now! The End of The Housing Bubble*. USA, St Martin's Griffin, 2006.

continuar pagando su hipoteca por haber perdido el empleo. Pero no debe olvidarse que los dos mercados hipotecarios se han desenvuelto de manera diferente en los dos países. Era preciso destacar un factor positivo para los mexicanos, entre muchos otros de índole negativa¹¹.

Comentario final

El pésimo desempeño de las agencias estadounidenses encargadas de regular su sistema financiero, ha sido demostrado en gran medida por los fraudes masivos cometidos por Bernard Madoff, así como por Robert Allen Stanford, quienes fueron capaces de llevar a cabo sus actividades delictivas durante un largo periodo, sin que la Securities and Exchange Commission tomara cartas en el asunto. Sin duda, estos sucesos ameritan una profunda reestructuración de su actividad reguladora en todo el sistema financiero de Estados Unidos. Además, es necesario reforzar la vigilancia sobre el desempeño de las agencias calificadoras de los valores financieros, debido a la importancia que éstas tienen para orientar a los inversionistas de manera adecuada. Por si fuera poco, la naturaleza internacional de la crisis financiera en curso, hace necesaria la colaboración de los gobiernos de muchos países; de otro modo, los esfuerzos aislados estarán condenados a tener efectos limitados.

El caso de la Comercial Mexicana, presentado en este artículo, es un ejemplo de los problemas que son capaces de suscitar los desequilibrios provenientes del exterior. Esta empresa no es la única que ha padecido los efectos de la crisis actual, también la empresa mexicana CEMEX ha tenido que lidiar con múltiples problemas. Esperamos que se llegue a conocer la modalidad del apoyo del gobierno mexicano a la Comercial Mexicana, para despejar dudas en torno a lo que en realidad ocurrió.

Respecto del mercado de derivados financieros, consideramos que es conveniente rescatar muchos de sus instrumentos, no de eliminarlos por completo, conservando aquellos que en realidad cumplan una función positiva. Las aberraciones cometidas en el caso de la burbuja especulativa del mercado hipotecario estadounidense deben servir de guía para no volver a caer en esos excesos. Esperamos que las discusiones que han surgido en la mayor parte del mundo sean eficaces y que impriman una nueva dirección a las finanzas internacionales.

¹¹ En realidad, el análisis de la actual crisis proporcionará elementos adicionales para ampliar la discusión en curso. Se han planteado ya diversas propuestas para modificar el sistema financiero internacional, entre ellas las de: Wolf, Martin. *Fixing Global Finance*. USA, John Hopkins, 2008.