RIDAA
Repositorio Institucional
Digital de Acceso Abierto de la
Universidad Nacional de Quilmes

Universidad
Nacional
de Quilmes

Roa Hernández, José Cruz

Turbulencia, contagio y crisis financiera global : los costos de la innovación hipotecaria en Estados Unidos de Norteamérica

Esta obra está bajo una Licencia Creative Commons Argentina.
Atribución - No Comercial - Sin Obra Derivada 2.5
https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/2.5/ar/

Documento descargado de RIDAA-UNQ Repositorio Institucional Digital de Acceso Abierto de la Universidad Nacional de Quilmes de la Universidad Nacional de Quilmes

Cita recomendada:
Roa Hernández, J. C. (2009). Turbulencia, contagio y crisis financiera global: los costos de la innovación hipotecaria en Estados Unidos de Norteamérica. Revista de ciencias sociales, 1(16), 161-180. Disponible en RIDAA-UNQ Repositorio Institucional Digital de Acceso Abierto de la Universidad Nacional de Quilmes http://ridaa.unq.edu.ar/handle/20.500.11807/1219

Puede encontrar éste y otros documentos en: https://ridaa.unq.edu.ar

Universidad
Nacional
de Quilmes
Roque Sáenz Peña 352 // Bernal
Buenos Aires // Argentina
t.: (+41 11) 4365 7100
f.: (+54 11) 4365 7101
info@unq.edu.ar

José Cruz Roa Hernández

Turbulencia, contagio y crisis financiera global: los costos de la innovación hipotecaria en Estados Unidos de Norteamérica

Universidad Nacional de Quilmes
MATERIAL DE DIFUSIÓN

Introducción

Tomando prestado el argumento de Eichengreen y Portes (1986) en el planteamiento del estudio de las crisis financieras, encuentro pertinente proponer el presente estudio a partir de una visión biológica como una herramienta que aborda el estudio de una enfermedad y, como la forma más efectiva para aprender acerca del estudio de las crisis financieras. De aquí es posible proveer una de las perspectivas más importantes sobre el funcionamiento de las economías monetarias ya que, efectivamente, en la literatura sobre las crisis financieras, la metamorfosis epidemiológica y el contagio están altamente caracterizados por su importancia. En este sentido, la crisis financiera, como las enfermedades contagiosas, amenaza no solo al organismo que la genera, llamado en este caso mercado financiero, sino a todo el ambiente económico en el que el organismo reside, y a todas sus interconexiones externas.

La historia de la actividad monetaria de los últimos cuatrocientos años ha estado acompañada de crisis financieras. Sus patrones se han caracterizado a través del tiempo por un creciente optimismo de los inversionistas en expandir la economía a través del crecimiento del crédito, sin embargo, durante el último año de este siglo donde la tecnología ha jugado un importante papel en la estructura de la propia modernidad, la economía mundial ha experimentado un conjunto de problemas, en el que se incluye un derrumbe financiero y fuertes movimientos en los precios de los alimentos, los combustibles y otros productos básicos. Dichos factores, aunados a los problemas ambientales y la extrema pobreza en casi todo el mundo, presagian para el largo plazo una crisis todavía de mayor magnitud.

Los recientes eventos en el mercado de hipotecas sustentados por valores en cartera han evidenciado el comportamiento operativo de la industria estadounidense de las hipotecas.

Durante la última década, el mercado de las hipotecas logró una rápida expansión, que evolucionando desde un pequeño nicho de mercado llegó a la toma de una importante participación del mercado hipotecario de los Estados Unidos de Norteamérica.

La evidencia empírica indica que la tendencia de las hipotecas de alto riesgo se hizo acompañar de una baja en los estándares de crédito y un excesivo riesgo por parte de los prestamistas, y muy posiblemente por el fraude maquinado.

El supuesto encuentra su alimento en la rápida expansión del otorgamiento del crédito de alto riesgo, que se sustenta en la innovación financiera, la pérdida de las condiciones monetarias y el aumento de la competencia. Todo ello ha evidenciado cómo el auge del crédito malo logró una importante expansión.

En esta línea, el auge crediticio de alto riesgo llegó a compartir las características que se asocian frecuentemente con el auge-fracaso de los ciclos del crédito, como la innovación financiera –en forma de titulación[1] (*securitization*)–, cambios en la estructura del mercado, el rápido crecimiento de los precios internos y una amplia liquidez agregada.

El presente trabajo pretende arrojar un poco de luz sobre la generalización y el contagio internacional de la crisis financiera, a partir del auge de la economía estadounidense en las décadas de 1950 y 1960, tratando de establecer un vínculo entre la expansión del crédito y los estándares de crédito en el mercado de las hipotecas de alto riesgo como factores que condujeron a la explosión, y al recurrente resquebrajamiento del sistema financiero internacional.

[1] La titulación consiste en conglomerar las hipotecas en una sociedad –constituida por lo regular en un paraíso fiscal– cuya finalidad es emitir acciones que representan un derecho sobre los pagos efectuados por los titulares de las hipotecas. En las estructuras sencillas, esos pagos pasan directamente a manos de los inversionistas; en las inversiones más complicadas, se dividen en tramos de mayor a menor riesgo.

Universidad Nacional de Quilmes
MATERIAL DE DIFUSIÓN

Los años felices y el despertar en la globalización

En las décadas de 1950 y 1960, las economías de muchos países capitalistas desarrollados (Estados Unidos, Europa occidental y Japón, principalmente) disfrutaban de un auge sin precedente combinado con bajo desempleo, baja inflación y un rápido crecimiento de los estándares de vida. Esta era estuvo cerca de ser designada como la "era de oro", porque en la segunda mitad de los sesenta, y directo a la década de los setenta, toda la estructura de estabilidad y crecimiento rentable amenazó con fracturarse (Glyn, 2006).

Gilpin (2000) indica que a principios de 1970 la economía mundial enfrentó los altos índices de la inflación heredada de la década anterior. Había terminado la era de la posguerra caracterizada por el rápido crecimiento económico, y por heredar una larga etapa de convulsión económica. A finales de este decenio, las deficiencias del sistema de Bretton Woods fueron más evidentes. Entre los cambios que debilitaron dicho sistema, se encuentran el papel de la "revolución financiera", la naturaleza limitada de la coordinación política internacional, el movimiento hacia la regionalización de Europa, el nuevo proteccionismo, la contrarrevolución conservadora en la economía y el triunfo de los bancos centrales.

Sin soslayar la importancia histórica de los demás factores de cambio, la revolución financiera sustentada en el desplazamiento de un sistema de tipo de cambio fijo a otro de cambio flexible se condujo como mecanismo para desvincular a las economías nacionales y permitir a cada gobierno aplicar las políticas económicas más convenientes a su caso y capacidades internas. Hacia mediados de los años setenta, la desregulación de los sistemas financieros nacionales, la supresión de los controles sobre el capital en diversos países, y los crecientes volumen y velocidad de los flujos financieros internacionales aceleraron el desarrollo de un nuevo sistema financiero internacional (Gilpin, 2000).

El mismo Gilpin apunta que en el curso futuro, el desarrollo del nuevo sistema financiero internacional cobró mayor auge con la desregulación de los sistemas financieros nacionales, la eliminación de los controles sobre el capital en la mayoría de los países, así como el creciente volumen y velocidad de los flujos financieros internacionales. Las comunicaciones modernas y los nuevos instrumentos y técnicas financieras posibilitaron el aumento de dichos flujos. Sin embargo, fue el superávit monetario de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), después de la crisis petrolera, y la necesidad de reciclar dichos fondos lo que motivó el desarrollo del mercado financiero internacional. En consecuencia,

Universidad Nacional de Quilmes
MATERIAL DE DIFUSIÓN

antes de finalizar la década de los setenta, la proporción y velocidad de los flujos financieros internacionales mostraron una gran expansión, formando así el sistema económico internacional.

La integración de los mercados financieros globales había ejercido un importante impacto en las economías locales e internacionales, vía el aumento de la interdependencia monetaria y financiera de las economías nacionales. La integración de los mercados financieros supuso de esta manera, que las políticas macroeconómicas de un país impactan significativamente en el bienestar económico de los demás países (Gilpin, 2000).

El fin de la Guerra Fría en 1989 marcó un hito en la historia económica de Estados Unidos. El triunfo del "capitalismo global" fue anunciado en diversos ámbitos, y a finales de la década de 1990 el pueblo norteamericano se recreaba de lo que se ha definido como la "más prolongada expansión económica jamás conocida" (Gilpin, 2000). El auge del mercado de valores llegó a sorprender cuando el Dow Jones superó la barrera de los 10,000 puntos. En la primavera de 1999, "el efecto prosperidad" causado por los altos valores del mercado condujo a los norteamericanos a disminuir sus proporciones de ahorros y endeudarse, impulsando así el rápido crecimiento económico. En el ámbito internacional, este sorprendente crecimiento llevó a la creencia de que los estadounidenses habían inventado un nuevo tipo de economía capitalista y que superaban para siempre los efectos virulentos que han acompañado al propio sistema capitalista. Se decía también, que la nueva era de la economía norteamericana se reproducía de los diversos desarrollos que incluían la liberalización de los mercados de las excesivas regulaciones del gobierno, la reducción y reestructuración de las empresas y la rapidez de los avances tecnológicos. Además, la globalización económica, los altos índices en la productividad y la apertura de la economía a los productos importados permitían el mantenimiento de niveles bajos de precios, lo que amortiguaba las presiones inflacionarias, e hizo posible con ello a la Reserva Federal (FED) experimentar con políticas económicas expansionistas. Asimismo, la reducción del déficit presupuestal, una buena administración comercial y una revitalización del sector empresarial otorgaron al país mayor ventaja competitiva frente a sus rivales japoneses y europeos en el aprovechamiento de la economía de internet y el desplazamiento inevitable que sufrieron las economías desarrolladas de la manufactura a las industrias de servicio (Gilpin, 2000).

Sin embargo, paralelamente al disfrute de siete años de prosperidad, los estadounidenses nunca se percataron de que dicho progreso se estrechaba cada vez más con la economía global, por lo que en todos los ámbitos nadie estaba aislado. Así, con una baja

Universidad Nacional de Quilmes
MATERIAL DE DIFUSIÓN

tasa de ahorro interno respecto del mundo industrializado, la economía estadounidense se volvió más dependiente de las importaciones de capital, por lo que la prosperidad de la década de 1990 fue en parte una contribución de los inversionistas extranjeros, quienes con el financiamiento al mercado de valores fortalecieron la expansión económica.

Entonces, el sistema económico global que integraron las economías a través de los grandes movimientos en el comercio, los flujos financieros y la relocalización de las empresas transnacionales, produjo a finales de la década de 1990 serios desórdenes tanto en el ámbito interno como en los internacionales. En palabras de Kindleberger (2005), el desorden económico global que comenzó en Tailandia en 1997 constituía hasta ese momento el último episodio de una serie de "manías, pánicos y choques" (usando el título del autor) considerado como el reflejo del creciente impacto de las fuerzas económicas globales en el ambiente político y económico internacionales, y que agitaron, en opinión del autor, el capitalismo internacional durante los últimos trescientos años.

Las lecciones no aprendidas

Universidad Nacional de Quilmes
MATERIAL DE DIFUSIÓN

Kindleberger (2005) sostiene que para los historiadores un evento es único. En contraste, los economistas sostienen que hay patrones en el tratamiento de la información, en particular eventos probables que inducen a respuestas similares. En este sentido, la historia es particular, y la economía es general. El ciclo de negocios es una característica de las economías de mercado, los aumentos en la inversión en planta y equipos conducen a incrementos en el ingreso familiar y en la tasa de crecimiento del ingreso nacional. La macroeconomía se ocupa de explicar las variaciones cíclicas en la tasa de crecimiento del ingreso nacional relacionado con su tendencia de crecimiento en el largo plazo.

Kindleberger (2005) y Gilpin (2000), en alusión al modelo desarrollado por Hyman Minsky,[2] sustentan que dicho modelo fue usado para interpretar la crisis económica en Estados Unidos, Gran Bretaña y otras economías de mercado. Sobre una base keynesiana, Minsky ha destacado los cambios procíclicos en la oferta del crédito, los cuales se incrementan cuando la economía está en auge y decrecen durante el retraso. En su opinión, durante la fase de expansión los inversionistas se vuelven más optimistas acerca del futuro, y una vez revisadas las estimaciones a la alza de las utilidades de un extenso rango de inversiones, persisten más en la toma de préstamos. Al mismo tiempo, tanto las evaluacio-

[2] Economista estadounidense independiente y crítico de las posturas oficialistas, centró su línea de investigación en la fragilidad financiera intrínseca a la marcha normal de la economía y en la comprensión de las crisis financieras.

nes del riesgo de la inversión individual del prestamista como su baja aversión al riesgo disminuyen, están más dispuestos a otorgar préstamos, incluyendo algunos para inversiones que antes parecieron muy riesgosos.

Cuando las condiciones económicas disminuyen su velocidad, los inversionistas se vuelven menos optimistas y más precavidos. Al mismo tiempo, sus pérdidas aumentan, y se vuelven más cautelosos.

Kindleberger apunta también que Minsky creyó que el incremento procíclico en la oferta de crédito en buenos tiempos y el decline en la oferta de este en tiempos de menos bonanza económica conduce a la fragilidad en los acuerdos financieros e incrementa la probabilidad de una crisis financiera. En este sentido, las crisis financieras cuestionan en su momento la racionalidad de los mercados y preguntan cómo es posible que los actores racionales se vean atrapados una y otra vez en auges o manías que desembocan invariablemente en crisis y pánicos financieros. En una serie de artículos, Minsky llegó a exponer lo que llamó "teoría de la inestabilidad financiera" de la crisis. El sustento de esta teoría indica que las crisis financieras constituyen un aspecto intrínseco e inevitable del sistema capitalista, y siguen un curso discernible y predecible. Los hechos que llevan a una crisis financiera comienzan con lo que el autor llama un desplazamiento o una conmoción externa a la economía. Como reacción a un desplazamiento en las oportunidades de lucro, una cantidad de negocios con recursos financieros apropiados o líneas de crédito se precipitan a la nueva área y abandonan las existentes. Si las nuevas oportunidades demuestran ser suficientemente rentables, entonces se inicia una manía o auge de inversión.

Universidad Nacional de Quilmes
MATERIAL DE DIFUSIÓN

En esta línea, un aspecto clave del auge de la inversión es que se nutre de una rápida y sustancial expansión del crédito bancario que, a su vez, expande con fuerza la oferta monetaria agregada. Sin embargo, Minsky señala que el crédito bancario es evidentemente inestable. Un auge de la inversión se nutre además de y con los créditos bancarios, fondos personales y de empresas. Se expande también para financiar el auge especulativo, incrementando la oferta monetaria y la actividad expansionista. A la vez, el empuje especulativo provoca el aumento en el precio de los activos financieros. Este último aumento de precios crea a su vez nuevas oportunidades de lucro y atrae más inversionistas al mercado. Este proceso acumulativo, como lo indica Minsky, es el causante de que tanto los beneficios como las inversiones crezcan de manera muy rápida. Durante esta etapa de "euforia", la especulación en torno a los aumentos de precios se convierte en otro factor importante que llega al mercado. Atraídos por la posibilidad de obtener grandes

beneficios, cada vez más inversionistas soslayan las consideraciones normales que deben guiar una inversión racional e invierten en un mercado que, por su propia naturaleza, es muy arriesgado. Este enajenamiento irracional constituye la fase de "manía" o "burbuja" del auge. Cuando la fase maníaca se acelera, aumentan los precios y la velocidad de la especulación.

En un momento específico de esta trayectoria especulativa, los privilegiados que poseen la información confidencial calculan que el mercado ha llegado a su punto crítico, por lo que comienzan a convertir sus activos inflados en dinero o en inversiones de calidad. En la medida en que los especuladores entienden que el juego ha terminado, comienzan a vender sus activos sobrevaluados desembocando finalmente en una huida hacia la calidad y la seguridad. La quiebra de un banco, la ruina de una empresa o distintos acontecimientos adversos representan la señal del mercado para provocar el desorden y originar finalmente el pánico financiero. En cuanto los inversionistas se retiran apuradamente del mercado, los precios se derrumban, se suceden las quiebras, y la "burbuja" estalla, originando el desplome total de los precios. La crisis se produce cuando los inversionistas intentan desesperadamente salvar lo que puedan. Los bancos normalmente suspenden los créditos causando una fractura de estos; lo que viene después es una recesión o incluso una depresión. Finalmente, la crisis perdona, la economía se recupera y el mercado vuelve a un punto de equilibrio, después de haber pagado un enorme costo.

Universidad Nacional de Quilmes
MATERIAL DE DIFUSIÓN

Kindleberger (2005) sostiene que el modelo de Minsky es aplicable al ámbito de las finanzas internacionales donde es posible comprobar las características esenciales de las crisis financieras que expuso. La especulación, el riesgo, la expansión monetaria (crédito), el aumento en el precio de los activos, la abrupta e inesperada caída del precio de los activos y la búsqueda precipitada de dinero o inversiones de calidad son normales en la búsqueda internacional de la alta rentabilidad que hacen los inversionistas internacionales. En esta línea, la hasta ahora última crisis financiera originada en Estados Unidos en el mercado de las hipotecas de alto riesgo responde de manera puntual al modelo de Minsky.

Dicho autor distinguió en su modelo tres tipos de finanzas: i) finanza cubierta (*hedge finance*); ii) finanza especulativa (*speculative finance*), y iii) finanza Ponzi (*Ponzi finance*).[3] El auge en el modelo de Minsky es completamente para una expansión del crédito.

La experiencia debió ser un importante sustento, es decir, la crisis en los Estados Unidos en la década de 1920 fue originada por la rápida expansión de la producción de automóviles y el desarrollo asociado de las autopistas, junto con la electrificación de varias

[3] El término Ponzi, refiere a Carlos Ponzi, quien operó una pequeña empresa de préstamos en un suburbio de Boston a principios de 1920. Ponzi prometió a sus depositantes que él podía pagar intereses a una tasa de 30% a un mes y sus operaciones financieras suavemente se fueron a tres meses. En el cuarto mes sin embargo, el flujo de efectivo proveniente de los nuevos depositantes era más pequeño que los pagos de interés prometido a los clientes más viejos, por lo que Ponzi fue a la cárcel. El término "Ponzi finanzas" es un término genérico para un patrón no sustentable de finanzas.

partes del país, así como por la rápida expansión del número de hogares con teléfonos. El choque en Japón en la década de 1980 fue por la liberalización financiera y la oleada en el valor del tipo de cambio del yen. En los países nórdicos el choque de los ochenta también fue originado por la liberalización financiera.

En Asia, el choque de los noventa se originó por la implosión de la burbuja de precios de los activos y la apreciación del yen, lo cual condujo a aumentos en los flujos de dinero desde Tokio, junto con la liberalización financiera nacional. De vuelta en Estados Unidos, el choque de los noventa fue originado por la revolución de la tecnología de la información, y por el nuevo y bajo costo de las formas de comunicación y control que incluyó la computadora, la comunicación radiofónica y el *e-mail*.

El origen y las causas operativas de la crisis hipotecaria: ¿el costo de la innovación?

El estudio de Feldstein (2007) apunta que el sector de la vivienda es ahora como la raíz de tres distintos pero relacionados problemas: i) un profundo decline en los precios de la vivienda y la relativa caída en la construcción de casas; ii) un problema de crisis hipotecaria que ha disparado un sustancial estancamiento de la expansión del crédito y la congelación de un número importante de los mercados de crédito y, iii) una disminución en las líneas de crédito para adquisición de vivienda y el refinanciamiento de hipotecas que podrían causar una baja importante en el gasto-consumo.

Universidad Nacional de Quilmes
MATERIAL DE DIFUSIÓN

Chomsisengphet y Pennington-Cross (2006) indican que la propiedad de una vivienda es una de las principales formas en que las familias pueden construir su riqueza. De hecho, Schneider y Chan (1999) apuntan que la típica familia estadounidense no poseía ningún patrimonio corporativo, lo que significaba para muchas la dificultad de invertir en algo para su vivienda. La propiedad se representa en este sentido, como un importante factor económico, un valioso trato de atención que es pagado al mercado de las hipotecas.

El préstamo de alto riesgo fue presentado como un segmento del mercado hipotecario relativamente nuevo y vertiginosamente creciente que expandió el capital de los deudores, quienes por diversas razones no eran sujetos de crédito. Es decir, aquellos individuos que no reunían los requisitos mínimos para acceder al mercado de las hipotecas, tuvieron un gran acceso al crédito en el mercado de hipotecas de alto riesgo. Dos de los aspectos más importantes en el otorgamiento del crédito fueron el gran número

de propietarios y la oportunidad que éstos tuvieron para crear riqueza (Chomsisengphet y Pennington-Cross, 2006). Sin embargo, debido a que el pobre historial crediticio se asocia con más delito e incumplimiento de pago, las tasas de interés para los préstamos de alto riesgo se calcularon considerablemente más altas que los préstamos normales.

Shiller (2007) presenta la evidencia de una fuerte oleada en los precios de las casas después del año 2000. En especial, el índice nacional de precios reales de casas, rentas reales y costos reales de construcción se movieron juntos por 25 años hasta el año 2000. Después de eso, mientras los costos de construcción y las rentas continuaron moviéndose en paralelo, los precios reales de las casas crecieron rápidamente, al grado de que para el año 2006 eran 70% más altos que la renta equivalente, en parte movido por la amplia creencia popular de que la inversión en viviendas era una irresistible oportunidad. ¿De qué otra manera una familia estadounidense media podría comprar un activo revaluándose al 9%, con el 80% de esa inversión financiada por una hipoteca a una tasa de interés deducible de impuestos del 6%, lo que implicaba una tasa anual de retorno de más del 25%?

Krugman (2009) indica a este respecto que lo que realmente pasó, sin embargo, fue un completo abandono de los principios tradicionales. Hasta cierto punto esto fue impulsado por la euforia irracional –emulando a Shiller– de las familias individuales que vieron aumentar el precio de las casas cada vez más, decidiendo por lo tanto, que ellos podrían saltar al mercado, sin preocuparse de cómo pagar. No obstante, estas decisiones fueron fortalecidas por un importante cambio en la práctica de los préstamos.

Precisamente la alta integración de deudores de alto riesgo al mercado de las hipotecas hizo que un monto de $34 billones de dólares en hipotecas de alto riesgo desordenara y después resquebrajara el sistema financiero internacional (Dodd, 2007).

Como se mencionó antes, la respuesta está en la transformación radical del préstamo hipotecario para vivienda que a partir de las simples instituciones que en la década de 1930 concedían préstamos locales, y que al pasar a manos de los grandes consorcios bancarios y bursátiles de Wall Street, instrumentaron técnicas modernas de ingeniería financiera y empaquetaron las hipotecas en títulos de inversión a través de derivados de crédito y obligaciones de deuda garantizada. El mercado no hubiese funcionado si no fuera posible "trozar" la deuda y vender los segmentos por separado colocando los trozos de mayor riesgo a inversionistas con mayor apalancamiento, quienes normalmente buscan altos rendimientos, tales como los fondos de cobertura (*hedge funds*).

Universidad Nacional de Quilmes
MATERIAL DE DIFUSIÓN

Para explicar la evolución del mercado hipotecario y determinar por dónde se quebró y diagnosticar las fallas estructurales, su ruptura y su propagación al sistema internacional, tomaré como base el trabajo de Dodd (2007), para la siguiente explicación.

El mercado hipotecario norteamericano estuvo integrado hasta 1938 por instituciones de depósito reguladas, como bancos y cajas de ahorro, que a través de los depósitos integraban cajones crediticios para el financiamiento de la vivienda. Dichas instituciones "originaban" los préstamos, y al conservarlos en sus activos custodiaban el riesgo de crédito, el riesgo de mercado por la fluctuación de las tasas de interés y el riesgo de liquidez que implica financiar activos a largo plazo con obligaciones de corto plazo, es decir, vía depósitos. Con el objetivo de generar mayor liquidez y capital fresco a los mercados, y como parte de las políticas del *New Deal,* el presidente Roosevelt instituyó en 1938 la Federal National Mortgage Association, mejor conocida como Fannie Mae. Dicha asociación se encargó de crear un mercado secundario. Con sus atribuciones federales, la sociedad le compraba hipotecas a los originadores en efectivo, y al conservarlas en sus activos asumía los diversos riesgos, ya que para la entidad los riesgos de mercado y liquidez eran menos peligrosos por la captación de créditos de largo plazo. Además, con una cartera hipotecaria que comprendía el ámbito nacional neutralizaba el riesgo de crédito, algo que a juicio del autor era difícil, incluso para los bancos más grandes, por las limitaciones regulatorias sobre la actividad bancaria interestatal. El autor indica que Fannie Mae solo cerraba operaciones con hipotecas que cumplían con ciertas normas de evaluación de riesgos; en la actualidad dichas normas son las que distinguen a las hipotecas de bajo riesgo.

Universidad Nacional de Quilmes
MATERIAL DE DIFUSIÓN

El éxito de Fannie Mae hacia 1960 significó que su captación de fondos para la compra de hipotecas representaba una parte importante de la deuda pública estadounidense. Con la intención de eliminar dichas actividades del presupuesto federal, el presidente Johnson reorganizó el mercado hipotecario dependiente del Estado en 1968, redirigiendo ciertas hipotecas hacia otra nueva organización que denominaron Government National Mortgage Association, mejor conocida como Ginnie Mae, convirtiéndola en una sociedad bajo control privado, conservando ciertas obligaciones de financiar el sector de la vivienda de bajo costo por razones de interés público. En 1970, Ginnie Mae creó títulos de inversión con respaldo hipotecario, transfiriendo de esta manera el riesgo de mercado a los inversionistas y cancelando a la vez del presupuesto federal gran parte de la deuda contraída para el financiamiento de los programas públicos de vivienda.

Freddie Mac (o Federal Home Loan Mortgage Corporation) fue la tercera sociedad creada también en 1970 con el objetivo de titulizar hipotecas convencionales y competir con Fannie Mae después de la privatización de esta última. Con el tiempo, los modelos de ambas sociedades fueron convergiendo, suministrando juntas un importante volumen de financiamiento al comprar hipotecas de bajo riesgo, y conservándolas en sus activos además de transformar una cantidad igualmente importante de préstamos para vivienda en títulos garantizados por estas hipotecas.

Dichos títulos fueron demandados por inversionistas institucionales, particulares acaudalados y las propias instituciones de depósito. El proceso de titulación propagó el riesgo de mercado brindando a las instituciones de depósito una clase más líquida de activos de préstamos, explotando fuentes de capital profundas para el mercado hipotecario. Como lo sustenta el autor, otra ventaja de estos títulos radicaba en que eliminaban el riesgo de mercado no solo de los estados financieros de los originadores de hipotecas, sino también de los activos de Fannie Mae y Freddie Mac. Como fuente de financiamiento a largo plazo, garantizaban los préstamos, neutralizando también, gracias a su enorme tamaño y a su diversificación, gran parte el riesgo de crédito.

Los beneficios múltiples que ofrece la titulación, consiste, en opinión del autor, que los originadores perciben comisiones por la evaluación del riesgo sin exponerse a riesgos de crédito, mercado o liquidez ya que después de otorgar un préstamo lo podían vender; y si así lo deseaban, podían recuperar el riesgo de mercado recomprando los títulos. Los inversionistas, por su parte, ganan en liquidez y diversificación. El mercado hipotecario obtiene un acceso más amplio a los capitales. Los gestores de las hipotecas cobran jugosas comisiones y ganan intereses. Los emisores de los títulos respaldados por las hipotecas obtienen comisiones por la suscripción y, Fannie Mae y Freddie Mac, por las emisiones titulizadas.

La estructura de este mercado que se construyó en torno a empresas garantizadas por el Estado resultó en un éxito sin precedentes. Sin embargo, cuando el gobierno denunció a Fannie Mae y Freddie Mac de incumplimiento de la nueva norma en la contabilización de derivados, Wall Street se concentró totalmente a la emisión de títulos con garantía hipotecaria.

Según la publicación *Inside Mortgage Finance*, en 2003 Fannie Mae y Freddie Mac produjeron el 76% de las emisiones respaldadas por hipotecas y activos; el 24% restante eran emisiones de "etiqueta privada" organizadas por grandes firmas de Wall Street. Para mediados de 2006, los porcentajes eran 43% y 57%, respectivamente. Las emisiones privadas provenían de reconocidas empresas finan-

Universidad Nacional de Quilmes
MATERIAL DE DIFUSIÓN

cieras –Wells Fargo, Lehman Brothers, Bear Stearns, JP Morgan, Goldman Sachs y Bank of América– y de grandes prestamistas a deudores hipotecarios de alto riesgo, como Indymac, WaMu y Countrywide.

Al mismo tiempo en que se sucedían los rápidos y radicales reajustes en las cuotas de mercado, las normas de evaluación de riesgo cambiaron. En tanto que Fannie Mae y Freddie Mac trataban casi exclusivamente con deudores de bajo riesgo, la actividad privada creció en gran medida gracias a la originación y titulación de hipotecas de alto riesgo e intermedio, es decir, los primeros crecieron de $37.4 billones de dólares en 2003 a $114.3 billones de dólares en 2006, y los de riesgo intermedio pasaron de $15.8 billones de dólares en 2003 a $76.5 billones de dólares en el mismo año (*Inside Mortgage Finance*, 2007).

Bajo este entramado es que se planteó la pregunta de cómo vender títulos de deuda de baja calidad, cuando los principales compradores de instrumentos garantizados con hipotecas de bajo riesgo eran inversionistas institucionales, y que por razones regulatorias no podían exponerse a títulos de dudosa calidad. La deuda de alto riesgo tenía un valor de $1,100 billones de dólares, de los cuales se ha estimado que $685 billones correspondía a títulos respaldados por hipotecas. Existía la posibilidad de poder vender una pequeña proporción a diferentes inversionistas en busca de rentabilidades fuertes, pero no la totalidad.

Universidad Nacional de Quilmes
MATERIAL DE DIFUSION

Ante esta disyuntiva, encontraron que la clave para colocar la deuda hipotecaria de alto riesgo en el mercado debía ser dividiendo el riesgo, es decir, creando trozos de grado de inversión que toleraran poco riesgo y trozos más riesgosos con la calificación más baja. La puesta en marcha de esta idea implicó que Wall Street juntara las hipotecas de alto riesgo en obligaciones de deuda garantizada,[4] y las dividió en dos trozos.

Al igual que las hipotecas que les sirvieron de base, las obligaciones de deuda garantizada produjeron capital e intereses. Así, en el caso de una obligación fraccionada en tres trozos, el trozo preferencial era el de menos riesgo ya que tenía derecho a cobrar primero los pagos de las hipotecas por su mejor calificación crediticia (a veces AAA) y generaba por lo mismo intereses más bajos. El trozo intermedio implicaba mucho riesgo, generalmente por su grado especulativo ofrecía mayor rentabilidad. El tercer trozo, el más bajo, no generaba ningún pago hasta que no estuvieran totalmente cubiertos los dos anteriores; era altamente riesgoso, por lo regular no cuenta con calificación crediticia y produce el máximo de rentabilidad. Cada clase se vendía por separado y los precios se integraban durante la negociación en los mercados secundarios.

[4] Instrumento que inventó en 1978 la ya desaparecida firma Drexel Burnham, para financiar compras apalancadas con bonos chatarra.

En opinión del autor, alrededor del 80% de la deuda de alto riesgo, atrajo, entre otros, a inversionistas institucionales interesados en el trozo preferencial de grado de inversión. Los trozos de menor calidad atrajeron a los *hedge funds*, mesas de operaciones por cuenta propia de los bancos de Wall Street y algunos inversionistas institucionales en busca de alta rentabilidad.

Fitch Ratings –una corporación de servicios de consultoría para la industria financiera– alertó en 2005 sobre la rápida transformación de los *hedge funds* en importantes fuentes de capital para el mercado de crédito, situación que resultaba muy peligrosa, ya que existían razones para creer que podrían agravar los riesgos. Es decir, los *hedge funds* son especialistas en operaciones de alto riesgo, son oscuros porque no están obligados a emitir información sobre sus operaciones, ni sobre sus patrimonios.

El sistema regulatorio de los negocios hipotecarios jugó un papel crucial en el desarrollo de la crisis. A diferencia de los títulos cotizados en el mercado y los contratos de futuros, las obligaciones de deuda garantizada y los derivados de crédito son extrabursátiles. Es decir, mientras que las bolsas de valores intermedian en toda operación de compra-venta y la negociación se realiza de manera pública, en los mercados extrabursátiles la negociación se lleva a cabo directamente entre operador y cliente, y los precios y volumen de operaciones no salen a la luz pública. En este sentido, la integración de precios es gris y ninguna entidad supervisa los mercados evitando así la detección de grandes o vulnerables posiciones. Otra diferencia con relación a las bolsas organizadas oficialmente es que el sector extrabursátil tampoco tiene creadores que garanticen la liquidez. Si algún suceso grave causa entonces un desplome de precios, los operadores dejan de crear mercado y la operación puede suspenderse.

Universidad Nacional de Quilmes
MATERIAL DE DIFUSIÓN

En consecuencia, el estudio explica que cuando la crisis explotó, los mercados de títulos garantizados por hipotecas de alto riesgo perdieron liquidez en el momento en que muchos inversionistas altamente apalancados –entre ellos los *hedge funds*– tuvieron que ajustar sus posiciones o deshacer posiciones largas para atender las llamadas de reposición de margen que demandaban sus principales operadores (los *hedge funds*, se endeudan con la garantía del valor de sus activos; cuando este disminuye, salen a la búsqueda de nuevos fondos o a vender sus tenencias de activos para cumplir con sus obligaciones). Sin embargo, en ausencia de operaciones, los precios de mercado utilizados como referencia desaparecieron, por lo que prácticamente fue imposible determinar el valor de los distintos trozos de riesgo.

Ante este serio problema, los *hedge funds* abandonaron sus posiciones de negociación, dejando en la inexistencia al mercado de obligaciones de deuda garantizadas.

Ante este derrumbe, el desvanecimiento de compradores en el mercado secundario engendró una enorme presión sobre los originadores de hipotecas de alto riesgo, al grado de no poder colocar los préstamos otorgados. De entre todos estos, muchos eran entidades financieras no reguladas con escasa capitalización, y en el momento en que sus bancos les cerraron el financiamiento, inmediatamente también cortaron el otorgamiento de préstamos, incluso algunos se declararon en quiebra.

De esta manera, el eslabonamiento de la complicada cadena entre emisores y compradores disipó el crédito para la compra y el financiamiento de vivienda, arruinando la demanda de esta.

Finalmente, el propio Dodd (2007) explica que cuando los *hedge funds*, y los inversionistas dejaron de comprar los trozos de mayor riesgo de los títulos avalados por hipotecas de alto riesgo, el mercado reconoció que el trozo de grado de inversión fue la base de muchas emisiones de papel comercial. A partir de ello es que el grado de inversión había inspirado confianza, pero el choque de los otros dos trozos ahuyentó a los compradores de papel comercial. Para emitir papel comercial, los principales bancos y sociedades de Wall Street crearon vehículos de inversión estructurada que se pudiesen mantener fuera de sus libros, buscando la evasión de encajes. De manera imprevista, activaron las líneas de crédito que habían garantizado esos vehículos y fueron pasados a los estados financieros, lo cual exigió más fondos, situación que incrementó la demanda de crédito, ya escaso de por sí en esos momentos.

Universidad Nacional de Quilmes
MATERIAL DE DIFUSIÓN

Los *hedge funds*, y los inversionistas, quienes buscaban altas rentabilidades, jugaron un importante papel en la transmisión de la crisis hacia el exterior. Cuando los precios de los trozos de mayor riesgo y los inversionistas no pudieron deshacer las posiciones en desventaja, ofrecieron a la venta otros activos, principalmente aquellos que ofrecían grandes tomas de utilidades, como la renta variable en los mercados emergentes, reponiendo de esta manera, sus pérdidas. Los mercados de renta variable retrocedieron en todo el mundo y las monedas de la gran mayoría de los países emergentes sufrieron también importantes márgenes de devaluación, enfrentado así un problema crítico a través de una etapa de recuperación.

El estudio considera que la falta de transparencia del mercado extrabursátil empeoró el problema, ya que los inversionistas súbitamente adversos al riesgo no sabían quién estaba expuesto y quién a salvo. Los títulos avalados por hipotecas de alto riesgo atrajeron un gran número de compradores fuera de los Estados Unidos. Por ejemplo, varios bancos alemanes que incorporaron esos títulos a sus carteras requirieron la intervención de los organismos regula-

dores, y en el Reino Unido el pánico se desató entre los depositantes y el Nothern Rock. Canadá fue golpeado por la crisis del papel comercial, ya que las líneas de crédito garantizadas que apoyaban los vehículos emisores estaban "infectadas", lo que generó inevitablemente una incertidumbre jurídica en un momento tan crítico.

Las causas institucionales

Feldstein (2007) indica que hasta cierto punto los propietarios de casas reconocieron que los precios de las viviendas –es decir, el precio real de la tierra– podrían no guardar el rápido aumento y quizás declinar. Por ejemplo, a principios del mes de octubre los precios iniciaron con una baja del 3.4%, y una baja que fue estimada para los siguientes doce meses de 9% (estimación de Goldman-Sachs para junio de 2007). La baja en los precios disminuyó la velocidad de las compras, causando un aumento en el inventario de casas terminadas y sin vender, y una decisión de los constructores de contraer la tasa de construcción.

Leamer (2007) explica que la baja en la construcción fue un precursor de ocho de las diez pasadas recesiones. Además, las mayores fallas en la construcción de casas se hicieron seguir en muchos casos de una recesión, excepto cuando las guerras de Corea y Vietnam proveyeron un estímulo para la demanda.

La respuesta del porqué se dispararon los precios de las viviendas en los cinco años anteriores reside –a juicio de Leamer– en que mientras el frenesí irracional de las expectativas del precio de las casas pudieron ser factores de inducción, existieron razones fundamentales. El crédito se abarató, por lo que su obtención llegó a ser relativamente fácil. Cuando la FED se preocupó por la deflación, cortó la tasa de referencia a 1% en 2003, prometiendo un aumento muy lento. Esta medida causó que las tasas de mediano plazo cayeran, induciendo a un despegue de las tasas de interés hipotecarias y una amplia promoción de las hipotecas con una muy "provocadora" baja tasa temporal.

El dinero hipotecario se volvió también muy abundante como resultado de varios cambios institucionales –como Bernanke (2007), Gramlich (2007) y Green y Wacher (2007) explicaron. En opinión del autor, las hipotecas de alto riesgo fueron el resultado de cambios legislativos, especialmente la Ley de Reinversión Comunitaria (Community Reinvestment Act), y del amplio uso de los modelos de evaluación de riesgos para préstamos. Adicionalmente, la titulación indujo a una baja en los estándares de los prestamistas, quienes no mantuvieron las hipotecas que ellos crearon.

Universidad Nacional de Quilmes
MATERIAL DE DIFUSIÓN

Los corredores hipotecarios volvieron a reemplazar a los bancos y a las cajas de ahorros como los principales originadores de las hipotecas. Todo esto se había estado desarrollando desde la década de 1990, y contribuyó a los problemas actuales cuando las tasas cayeron después del año 2000.

En esta misma línea, Krugman (2009) indica que la estructura del sistema financiero cambió fundamentalmente durante el auge con un dramático crecimiento de los activos fuera del sistema bancario tradicional. Este sistema financiero no bancario creció para ser muy grande, particularmente en dinero y fondeo de mercado. A principios de 2007, los activos respaldados por medio de papel comercial estructurados en vehículos de inversión, en tasa de subasta de bonos preferentes, oferta de bonos de opción y pagarés de demanda a tasa variable, tenían una combinación de activos de aproximadamente 2 mil 200 billones de dólares. Los activos financieros *"overnight"* de recuperación tripartita crecieron a 2 mil 500 billones de dólares. Los activos mantenidos por los *hedge funds* crecieron a cerca de mil 800 billones de dólares. Los estados financieros combinados de cinco de los diez bancos de inversión más grandes totalizaron 4 mil billones de dólares.

En comparación, el total de los activos de los cinco grandes bancos en Estados Unidos era solo de 6 mil billones de dólares, y el total de activos de todo el sistema bancario se situaba en aproximadamente 10 mil billones de dólares.

Así, el mismo Krugman (2009) refiere que en la era moderna como en el pasado, las cosas se han puesto interesantes y peligrosas por enésima vez. El creciente flujo internacional de capitales estableció el escenario para la devastadora crisis monetaria en los noventa y para una globalizada crisis financiera en 2008. El crecimiento de la sombra del sistema bancario, sin cualquier extensión correspondiente de la regulación, ha puesto el escenario para la masiva retirada de depósitos bancarios de los últimos tiempos. Estas carreras involucraron los desesperados clics del *mouse*, más que la frenética muchedumbre fuera de las puertas bajo llave de los bancos, pero ellos no fueron menos devastadores.

Universidad Nacional de Quilmes
MATERIAL DE DIFUSIÓN

La fuerza de las ideas: ¿una ingratitud de la innovación?

Al considerar la veracidad de sus teorías, Schumpeter (1934) asegura dos aspectos en el ámbito de sus esquemas: i) *que al capitalismo se le debe tratar como un proceso de evolución, y que todos sus problemas fundamentales inician del hecho de que es un proceso de evolución,*

y ii) *que esta evolución no consiste en los efectos de los factores externos sobre el proceso capitalista, ni en los efectos de un lento crecimiento del capital o de la población, sino en esa especie de mutación económica, a la que define como innovación.*

Por otro lado, al hablar de la teoría de la crisis, apunta que *el auge finaliza y la depresión comienza después del período de tiempo que debe mediar antes de la aparición en el mercado de los productos de las nuevas empresas. Y un nuevo auge sucede a la depresión cuando se haya terminado el proceso de absorción de las innovaciones.*

Keynes (1943) sustenta que el concepto de *crisis,* como otra característica del ciclo económico, indica que la eficiencia marginal del capital no solo depende de la abundancia o escasez de bienes de capital existente y del costo corriente de su producción, sino también de las expectativas actuales en razón del futuro rendimiento de los bienes de capital. En el caso de los bienes durables, es natural, por lo tanto, que las expectativas del futuro jueguen un papel determinante de la escala que parezca recomendar nuevas inversiones. En este sentido, la explicación predominante de la crisis no es principalmente un aumento en la tasa de interés, sino una repentina deformación de la eficiencia marginal del capital. De esta manera, las últimas etapas del auge se caracterizan por las expectativas optimistas sobre el rendimiento futuro de los bienes de capital en un sentido ampliamente sólido tanto como para equilibrar la creciente riqueza y sus costos de producción incrementales y, muy probablemente, también un incremento de la tasa de interés. Sustenta también que es característico de los mercados de inversión organizados que, cuando el desencanto amenaza sobre el alto optimismo o sobre la alta demanda, el colapso es muy violento y catastrófico en un ambiente de compradores altamente ignorantes de lo que compran y de especuladores, cuyo interés está más concentrado en las previsiones acerca del próximo desplazamiento de la opinión del mercado, más que en una estimación razonable del futuro rendimiento de los bienes de capital. Además, el pesimismo y la incertidumbre del futuro paralelos al resquebrajamiento de la eficiencia marginal del capital conducen naturalmente a un incremento en la preferencia de liquidez, y a partir de aquí a un aumento en la tasa de interés. Así, el hecho de que un resquebrajamiento de la eficiencia marginal del capital se acompañe de un incremento en la tasa de interés, puede agravar mucho el descenso de la inversión. Sin embargo, la preferencia por la liquidez, excepto en aquellas que se asocian con un aumento en el comercio y la especulación, no aumenta sino hasta después del resquebrajamiento en la eficiencia marginal del capital. La tesis keynesiana indica que esto es lo que hace difícil el estudio de la depresión. Después, un descenso en la

Universidad Nacional de Quilmes
MATERIAL DE DIFUSIÓN

tasa de interés será de gran ayuda para la recuperación y, muy probablemente es una condición necesaria de la misma. Pero, por el momento, el colapso en la eficiencia marginal del capital puede ser tan completo que no sea suficiente ninguna reducción factible en la tasa de interés. Es decir, si una baja en esta fuese capaz de proveer un remedio efectivo por sí misma, ello posibilitaría la recuperación inmediata bajo el control directo de la autoridad monetaria. No obstante, de hecho, esto no suele ocurrir, ya que no es fácil resucitar la eficiencia marginal del capital, en un estado "comatoso", determinado por la desviada y desobediente psicología del mundo de los negocios. La medicina, por lo tanto, es el retorno de la confianza, que resulta ser una variable tan poco dispuesta de controlar en una economía de capitalismo individual.

Conclusión

El mundo vive actualmente un panorama muy poco halagador, sin embargo, todos estamos enfrentando una crisis que se originó en Estados Unidos y que está representando una dura prueba para la nueva y compleja finanza estructurada de productos, mercados, y modelos de negocios desarrollados en la vigencia de la década pasada.

El plan de recuperación formulado por el G-20 posibilita una salida del "estado de coma" en el que muchas economías se encuentran. La importancia de asumir con mayor responsabilidad el funcionamiento de la interdependencia mundial a través del comercio y la interconexión financiera es en verdad apremiante.

La evidencia empírica ha demostrado a través de los diferentes ciclos que por encima de cierto nivel de prosperidad, el crecimiento y el desarrollo no han conducido precisamente a los mejores niveles de bienestar social. Si los líderes, principalmente los de los países industrializados, están ciertos en el compromiso de la recuperación mundial, y no individual, el principio de una nueva etapa del desarrollo económico internacional está enfrente de todos. Es posible entonces coincidir en un principio básico: la era de la desregulación de Margaret Thatcher y Ronald Reagan ha terminado, y por desgracia, su fin ha puesto de rodillas en su último intento a todo el mundo. Es el momento de la redefinición del Estado, definir el nuevo papel del gobierno y por supuesto también el de los mecanismos del mercado, y la regulación eficiente de los mercados financieros mundiales. Todo ello entraña un importante replanteamiento a partir de una nueva reasignación de criterios más equilibrados sobre la producción nacional que dimensionen

Universidad Nacional de Quilmes
MATERIAL DE DIFUSIÓN

el bienestar y el ofrecimiento de una mejor trascendencia política de las naciones.

Bibliografía

Chomsisengphet, Souphala y Pennington-Cross (2006), "The evolution of the Subprime Mortgage Market", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 88, enero-febrero.

Bernanke, Gramlich, Green y Wacher (2007), en Feldstein, Martin (2007), "Housing, Credit Markets and the Business Cycle", Working Paper 13471 NBER, Cambridge.

Dodd, Randall (2007), "Subprime: Tentacles of a Crisis", *Finance & Development*, Washington, D.C., FMI, diciembre.

Foldstein, Morris y R. Lardy Nicholas (2005), "China's Role in the Revived Brtton Woods System: A case of Mistaken Identity", WP 05-2, Washington, D.C., Institute for International Economics, marzo.

Feldstein, Martin (2007), "Housing, Credit Markets and the Business Cycle", Working Paper 13471 NBER, Cambridge.

Gilpin, Robert (2000), *The Challenge of Global Capitalism*, Princeton, Princeton University Press.

Glyn, Andrew (2006), *Capitalism Unleashed: Finance, Globalization, and Welfare*, Nueva York, Oxford University Press.

JRI News Relase (2007), "The Impact of the Subprime Crisis on the Global Financial Order", Financial Report N°2007-02, 18 de enero de 2008, The Japan Research Institute, Limited.

Keynes, J. M. (1943), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, México, FCE.

Kindleberger, Charles P. (2005), *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, New Jersey, John Willey & Sons, Inc.

Krugman, Paul (2009), *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, Nueva York, W.W. Norton & Company, Inc.

Pisani-Ferry y Santos Indhira (2008), "Reshaping the Global Economy", *Finance & Development*, Washington, D.C., FMI.

Schumpeter, Joseph A. (1934), *The Theory of Economic Development*, New Jersey, Transaction Publishers.

Shiller, Robert (2007), en Feldstein, Martin (2007), "Housing, Credit Market and the Business Cycle", National Bureau of Economic Research, WP 13471, octubre, Cambridge.

(Evaluado el 9 de junio de 2009.)

Universidad Nacional de Quilmes
MATERIAL DE DIFUSIÓN

Autor

José Cruz Roa Hernández. Doctorando en Ciencias Sociales en el Área de Concentración de Relaciones Internacionales por la Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Xochimilco. Posee la Maestría en Ciencias con Especialidad en Medio Ambiente y Desarrollo Integrado por el Centro Interdisciplinario de Investigaciones y Estudios sobre Medio Ambiente y Desarrollo del Instituto Politécnico Nacional. Es licenciado en Finanzas por la Universidad Tecnológica de México. Profesor titular en la Universidad Autónoma Metropolitana, plantel Azcapotzalco, institución en la que imparte las cátedras de Administración financiera y Modelos financieros.

Cómo citar este artículo:

Roa Hernández, J. C., "Turbulencia, contagio y crisis financiera global: los costos de la innovación hipotecaria en Estados Unidos de Norteamérica", *Revista de Ciencias Sociales, segunda época*, Nº 16, Bernal, Universidad Nacional de Quilmes, primavera de 2009, pp. 161-180.

Universidad Nacional de Quilmes
MATERIAL DE DIFUSIÓN