

## **PARA ENTENDER LA CRISIS**

Juan **Ayza**

Octubre 12, 2010

### **INDICE**

<b>Creando las condiciones</b>	<b>3</b>
El contexto desregulador	3
Los derivados financieros	6
Liquidez	12
El sector financiero y sus incentivos	13
Metamorfosis de las hipotecas	14
Endeudamiento alto generalizado	23
El sector de la vivienda, construcción y la burbuja inmobiliaria	25
Las señales de peligro y los riesgos	31
En resumen	34
<b>La fase aguda</b>	<b>39</b>
El “derrumbe”	39
Las nuevas políticas y los rescates	47
En resumen	53
<b>Reformas incipientes</b>	<b>56</b>
Basilea III y reformas en EU	56

<b>Lecturas de la crisis</b>	<b>60</b>
La lectura oficial	60
Las lecturas de la banca de inversión y de depósito	61
Las lecturas críticas	63
P. Krugman	65
J. Stiglitz	68
<b>Referencias</b>	<b>73</b>
<b>El significado de algunas siglas y nombres importantes</b>	<b>75</b>

## **Creando las condiciones**

Mucho de este trabajo se centra en Estados Unidos y su economía. Esto se debe a que fue en este país en el que se originó la crisis económica actual, que después se ha propagado a otras regiones del mundo.

El panorama económico de EU hacia finales de los 90, tenía muchos tonos positivos, al menos en apariencia. La administración de Clinton dejó unos presupuestos saneados y un periodo de estabilidad y crecimiento, y el Banco Central, la “Fed”, manejada por Alan Greenspan observaba con cierta complacencia los acontecimientos que se iban desarrollando, sin actuar significativamente sobre ellos.

Después empiezan a llegar algunos sobresaltos como la crisis de los Punto Com (al inicio del los 2000, que incluía el caso Worldcom), crisis del sector eléctrico sobre todo en el oeste de EU, y el caso de Enron que dejó una estela de desconfianza, alza de precios petroleros con la invasión de Iraq en el 2003, y los presupuestos de guerra.

### El contexto desregulador

La burbuja de los Punto Com se calificaba (por parte de A. Greenspan) como “exhuberancia irracional”, como quien observa un espectáculo sin demasiada preocupación. Esto ya señalaba el laxo control sobre el mundo financiero. Las correcciones a la crisis de los 30 se iban borrando con la eliminación de la legislación Glass-Steagall, y crecía al amparo de las nuevas situaciones favorables, una creciente llamada “banca en la sombra”.

La legislación Glass-Steagall provenía de la crisis de los treinta (1933, pero también influenciada por los acuerdos de Breton Woods de la postguerra) y establecía diferencias entre la banca de depósitos y la banca de inversión. La

banca comercial o de depósito estaba más regulada y también los depósitos bancarios tenían un seguro en caso de bancarrota bancaria, con lo que los cuentahabientes podían recuperar, al menos, parte de sus recursos.

La idea era reducir la especulación, y mantener cierta vigilancia sobre los excesos. La banca comercial estaba regulada, pues el riesgo de fallas podía llevar a crisis importantes. La banca de inversión no estaba regulada de la misma manera y no tenía seguros sobre depósitos. Sin embargo, estas políticas se iban relajando con el tiempo.

La ley Glass-Steagall era clave para la regulación. Al separar la banca comercial (que presta dinero) de la banca de inversión (que organiza la venta de bonos y acciones) se evitan conflictos de interés cuando el mismo banco emite acciones o bonos y presta dinero.

Como dice Krugman en uno de sus artículos, la banca era un negocio aburrido, pero seguro. El énfasis está en era.

La clara tendencia a relajar lo que representaba la ley Glass-Steagall, se venía dando desde finales de los años 80 en la que se permitió a los bancos comerciales el comprar y vender una amplia gama de valores, aunque en un comienzo esto se limitaba a que los beneficios no superaran el 10 por ciento de los beneficios totales. En 1996 se permitió que esos beneficios llegaran al 25 por ciento de los totales. Después de esto los bancos de depósito empezaron a comprar empresas que comerciaban con valores.

El golpe final fue la anulación, en 1999 de lo que quedaba de la Glass-Steagall, para permitir el *merger* de Citibank con Travellers, así se facilitaba *mergers* adicionales entre bancos de inversión, bancos de depósito y empresas de seguros.

La “banca en la sombra”, que experimentó un fuerte crecimiento, se refiere a una serie de importantes bancos de inversión<sup>1</sup>, “*hedge funds*”<sup>2</sup>, fondos manejados por “Quants”, operaciones de empresas de seguros, bancos de paraísos fiscales, afiliadas financieras de empresas industriales, con cierto sello bancario, especulativo y de inversión, y junto a ello, un papel creciente de los derivados financieros. Debe centrarse la atención en esta banca en la sombra y los derivados, pues constituyeron el epicentro de la crisis. La banca comercial también empezó a adentrarse más en el mundo especulativo, dadas las circunstancias y el proceso que dejaba la puerta abierta al mundo financiero.

Dice Roubini (“Crisis Economics”) que la banca en la sombra consiste de instituciones financieras que parecen bancos, actúan como bancos, se endeudan como bancos, invierten como bancos, pero no están reguladas como bancos.

El nombramiento de A. Greenspan para dirigir el banco central de EU (la Fed) en el gobierno de Reagan, se ha interpretado – por sus antecedentes intelectuales y por sus declaraciones -- como la intención de lograr una mayor desregulación de la economía. Greenspan llegó a dirigir la Fed unos 18 años, con gobiernos de distinto signo. Sus políticas y declaraciones mostraban, a juicio de muchos analistas, una orientación a que las decisiones se acercaran más al esquema desregulador, es decir, menor intervención de la autoridad y mayor espacio en las decisiones a las entidades financieras que actuaban en el mercado.

Se distinguía un predominio de “desregulación” y de pensamiento neoliberal que propiciaba estas tendencias. Los lemas conservadores “el gobierno no es la solución, es el problema”, “*Money is King*”, y otros equivalentes tomaron mayor fuerza durante la presidencia de George W. Bush, como el eslogan de su campaña en el 2004 “*the ownership society*”, que en su gobierno realizó importantes

---

<sup>1</sup> Como Merrill Lynch, Bear Sterns, Goldman Sachs, Lehman Brothers y Morgan Stanley. Los bancos de inversión compraban y vendían valores y realizaban también operaciones especulativas.

<sup>2</sup> *Hedge funds* suele traducirse como fondos de cobertura, aunque en España se traduce como fondos de alto riesgo.

rebajas impositivas a personas de altos ingresos por valor de alrededor del trillón de dólares.

El crecimiento de entidades financieras desreguladas, la banca en la sombra, tenía precisamente poca visibilidad para la Fed. Es decir, crecía el sector financiero, pero una buena parte de él, al margen del control del banco central, incluso dejando poca información a la Fed. Esto debido a las restricciones legales para ello. Es decir, parte de este creciente sector financiero tenía blindaje legal que dificultaba o impedía su supervisión.

La confianza en que los mercados resolverían los problemas que se presentaran era bastante sólida en ese tiempo. Esto resultaba coherente con la desregulación. Además, a pesar de algunos sobresaltos, se tenía mucha confianza en que una gran crisis no podría repetirse, por la que se consideraba madurez de las instituciones y de la teoría económica. La gran confianza en el mercado está en mucha de la teoría económica que se aplicaba, incluso la de derivados. Era tan fuerte esta corriente que personajes como Stiglitz o Soros la calificaron de “fundamentalismo de mercado”.

En los hechos, realmente la intervención del banco central se restringía a sus instrumentos tradicionales relacionados con la tasa de interés y disponibilidad de dinero, y se evitaba claramente otras intervenciones con el argumento que el mercado corregiría los problemas.

### Los derivados financieros

Los derivados financieros, incluyendo los Credit Default Swaps (CDS), son una creación relativamente reciente. Mejor dicho, tenían formas anteriores, pero con bases teóricas débiles. El mercado de Chicago para los derivados financieros, pasa a ser organizado y a tener un fuerte crecimiento en los años 60, previamente, las transacciones eran mucho menores y OTC (*over the counter*).

OTC en ese entonces era un indicador de que debía negociarse el precio entre las partes, con bases poco claras para determinar precios. Más recientemente, OTC servía para negociar derivados muy complejos, difíciles de estandarizar, entre las partes, y de paso, permitía que muchas de esas transacciones no estuvieran a la luz de las autoridades.

Algunos derivados, son de origen aún más reciente, como los CDS que se originan en los arreglos financieros que fueron precisos para cubrir las operaciones del derrame del Exxon Valdez, realizados por J.P. Morgan en 1994.

Parte del auge de los derivados, en general, proviene de una serie de fórmulas y modelos matemáticos, de los 60, que fueron merecedores de un Nobel en los 90, y que atrajeron a muchas mentes matemáticas a Wall Street, que son los calificados como Quants.

Esas fórmulas y modelos permitieron fijar el precio de los derivados, con muchos elementos de probabilidades y distribuciones de probabilidad. Antes de esos desarrollos no había metodologías claras para ponerle precios a los derivados.

Uno de los atractivos de los derivados es que su costo o *premium* suele ser reducido en relación al valor nominal representado. Hay muchas clases de derivados financieros como swaps, opciones, forwards, con variantes complejas y matemáticamente sofisticadas, etc. Los catálogos de derivados actuales tienen miles de páginas.

En teoría, muchos de los argumentos que justificaron el desarrollo de derivados es que, suelen ser muy útiles como mecanismos de cobertura contra riesgos. Sin embargo, también tienen un peligro y es que pueden emplearse para especulación, que ha sido uno de los fenómenos detrás de la crisis.

La magnitud a la que llegó el mercado de derivados se mide en “trillones”<sup>3</sup> de dólares. Entre los nombres que figuraron en estos desarrollos están los de Black, Scholes y Merton. La fórmula de Black-Scholes fue la base del fuerte desarrollo en el mercado de derivados. Más recientemente, una fórmula (originada por David X. Li<sup>4</sup>, ver Salmon, F. en las referencias) simplificó la evaluación de una serie de derivados, desde el 2001, para después mostrarse que no era un procedimiento resistente a lo ocurrido. Sobre esta fórmula se basaron muchas evaluaciones rápidas de derivados.

Muchos de los conceptos originales de los derivados financieros se relacionaban con su papel como mecanismos de cobertura contra riesgos, pero en efecto, cada vez se utilizaban más con fines especulativos.

En el año 2000, los políticos republicanos lograron aprobar una legislación (Commodities Future Modernization Act) que declaraba buena parte del mercado de derivados como excluido de regulación. Entre los instrumentos excluidos de regulación se encontraban los CDS (Credit Default Swaps) que jugaron un papel importante en la crisis actual.

Los CDS (ver nota sobre el significado de las siglas al final) representaban un tipo de derivado similar a un seguro (pero distinto de los seguros convencionales en muchos aspectos) para proteger contra el incumplimiento de pago por bonos, y de otros instrumentos, entre ellos los CDO. La magnitud a que llegaron los CDS figura en la tabla 1, y fue en 2008 de aproximadamente 60 billones de dólares, una de las fuentes más importantes de riesgo. A finales del 2008 el total había caído a 38.6 billones.

---

<sup>3</sup> Usaremos las definiciones norteamericanas de billón y trillón, para mantener la referencia de las propias fuentes

<sup>4</sup> Es la llamada *Gaussian copula function*.

Los CDS relacionados con el financiamiento hipotecario facilitaron el crecimiento de éste, y fueron acompañados por una serie de otros derivados vinculados con los llamados CDO. Se vuelve a este tema más adelante.

Uno de los aspectos donde se ve el riesgo en derivados como los CDS es cómo se utilizan para crear CDO sintéticos. En vez de tener respaldo en bonos o créditos, un CDO sintético tiene exposición a un portafolio de activos con ingresos fijos (como de tipo hipotecario), pero lo notable es que esa exposición se puede dar incluso (usualmente) sin tener la propiedad de dichos activos a disposición, lo que se logra mediante los CDS. Si el CDS tiene exposición a la propiedad de valores hipotecarios, se considera una cobertura (*hedging*), si no, tiene más elementos de riesgo.

Los CDS se consideran un instrumento opaco y bastante complejo<sup>5</sup>. Un ejemplo de CDO sintético fue el Abacus 2007-AC1, que originó el juicio por fraude contra Goldman Sachs que presentó (y ganó) la SEC, en 2010. Estos CDO sintéticos consistían de CDS y hacían referencia a una serie de valores hipotecarios (sin tener la propiedad).

Un CDS en que el comprador no es el propietario de la deuda subyacente se llama en inglés “*naked credit default swap*”, es decir, CDS al descubierto. Se estima que este tipo de operaciones representan alrededor del 80 por ciento del mercado de CDS.

Como los CDS al descubierto pueden utilizarse para armar CDO sintéticos (es decir, armados por los mecanismos y fórmulas financieras, sin ser idénticos a lo que representan o simulan), no hay un límite al monto total que puede emitirse. El monto bruto total de CDS excede los valores de los bonos corporativos reales y los préstamos vigentes. Como consecuencia el riesgo de incumplimientos se amplifica y puede llevar a riesgos sistémicos.

---

<sup>5</sup> Puede consultarse sobre los conceptos y riesgos de los CDS y CDO sintéticos en Neftci (ver referencias).

Los CDO sintéticos se llaman así porque los flujos de fondos provenientes de los *premiums, spreads* o *fees* que se pagan por asegurar son del mismo orden que los flujos provenientes de los paquetes de hipotecas a que se refieren y pagan a los tenedores de los CDO. Dicho de otro modo tomar la posición *long* en un CDO sintético equivale a pagos equivalentes a la misma posición en un CDO normal.

Así un CDO sintético consiste de un portafolio de CDS de modo que este conjunto simula el comportamiento de un CDO. Un CDO sintético aporta a su comprador una mayor flexibilidad pues puede graduar su nivel de riesgo.

El comprador de un CDO sintético adopta la posición *long*, es decir, asume que los títulos involucrados cumplirán sus compromisos de pago. El vendedor asume que incumplirán y adopta la posición *short*. Uno de los riesgos vinculados con los CDS y por lo tanto con los CDO sintéticos es que se puede “asegurar” algún valor, real o nominal, no una sino muchas veces. El hecho que se pueda tener un mecanismo equivalente a un seguro, que pueda asegurar no una sino varias veces, algún valor que no se posee en realidad, choca con los criterios básicos de los seguros tradicionales.

En caso de incumplimiento de pagos los que adoptaron la posición *long*, basada en cumplimiento, pueden experimentar pérdidas severas. Esta es una diferencia importante con el caso de los CDO normales, en que los pagos de seguro no están involucrados.

El mercado de derivados y, en especial el de CDS creció mucho hasta el 2007. Sin embargo uno de los problemas que ya se advertía es que el monto de protección asegurado para casos de incumplimiento, excedía unas 10 veces al monto de contraparte de respaldo para efectuar los pagos. Eso llevó a algunas negociaciones en ISDA y entre entidades involucradas, pero esto no pasó de ser un esfuerzo débil y llegó muy tarde para evitar los acontecimientos de la crisis.

Si el mercado de derivados experimentó un gran crecimiento, una vez que se encontraron fórmulas para determinar sus precios, sin embargo hay una

diferencia fuerte entre el valor nominal del derivado y la cantidad que realmente se paga una vez que se cierra la operación. También, al cambiar las condiciones del mercado de manera significativa, no gradual, se alteran completamente las fórmulas de precios. Esto y la dificultad de su manejo contable, junto con las restricciones para lograr su transparencia, contribuyeron al desarrollo de la crisis.

Debe observarse, además, que la evaluación de los derivados se basa en fórmulas que tienen supuestos que son sensibles sobre las condiciones del mercado. Cuando el mercado se altera sea por una gran acumulación de derivados, o porque los supuestos sobre el mercado cambian, cuando, por ejemplo, los mercados caen, entonces las fórmulas convencionales pierden validez y ya no resulta fácil darles una nueva valuación, sin tener consecuencias contables para los balances.

Como además, los derivados vinculados al mercado hipotecario se basan en paquetes de muchas hipotecas, con una mezcla de las *subprime* y calificaciones dudosas junto con algunas hipotecas confiables, al cambiar el mercado, todo el problema de evaluación se vuelve muy difícil. Por eso, parte de las incertidumbres al caer los mercados, es que ni siquiera es posible establecer una evaluación adecuada en las nuevas circunstancias. Esta incertidumbre sobre el valor de los derivados, en circunstancias cambiantes, llevó a cierta paralización de los mercados en el desarrollo de la crisis, pues era necesario revisar bien con qué valores reales se contaba. Esta incertidumbre no se ha resuelto como se verá

El manejo de los derivados hasta llegar a cifras enormes en términos relativos al producto interno bruto de EU, es un indicador de una economía basada en excesos, una verdadera carrera de excesos y riesgos, que estaba apoyada en la creencia sobre la eficiencia de los mercados, en las bases de cálculo para los precios de derivados y en un concepto de que la desregulación sería beneficiosa. Esos excesos, sin embargo, no fueron capaces de tener una visión de conjunto de la situación, sus vulnerabilidades, la carencia de recursos para afrontar los pagos

que podrían surgir, y cómo se ponía en riesgo a todo el sistema financiero, y con él, a la economía general.

### Liquidez

Además, la economía disponía de una fuerte liquidez, en parte como fruto del financiamiento de China y en menor medida de Japón que adquirían bonos del tesoro norteamericano con los superavit que obtenían en el comercio con EU. Los préstamos otorgados por China a los EU, se acepta en la actualidad que ascienden a 1.5 trillones de dólares, que incluyen bonos del tesoro y otros. Además, China ha realizado inversiones significativas en EU (incluyendo en la empresa Fannie Mae vinculada fuertemente al problema de las hipotecas *subprime*). Las reservas chinas de dólares exceden los dos trillones.

La relación entre China y EU ha llegado a una dependencia mutua significativa, que se calificó como “matrimonio de conveniencia”. Esta relación y el financiamiento chino han continuado creciendo en términos relativos en todo este periodo reciente.

Lograr la recuperación de la crisis de los Punto Com, llevó a la Fed a reducir los tipos de interés y a propiciar la recuperación de la economía. Uno de los mecanismos que se encontraron para estimularla fue en el tema de la vivienda.

También a raíz del crecimiento del mercado inmobiliario en los EU, se dio un flujo de fondos proveniente del extranjero para invertir en los nuevos instrumentos que se desarrollaban y en los beneficios que se iban logrando, aunque la base no fuera firme, lo que no era claro para los inversionistas cuando el mercado crecía.

La magnitud de recursos que se encuentran en fondos internacionales administrados, desde fondos de pensiones a fondos soberanos, fondos privados y

otros, es muy elevada, y estos fondos tienen una parte líquida que se mueve con rapidez y contribuye a inflar las burbujas.

### El sector financiero y sus incentivos

La remuneración a los ejecutivos de bancos tenía su base en los beneficios que se lograban, y en la captación de grandes clientes. Los bonos a los altos ejecutivos se medían en decenas de millones de dólares. Esto llevaba necesariamente a privilegiar los altos beneficios, en especial a corto plazo, sobre otros criterios o temas de largo plazo. El sector financiero llegó a representar alrededor del 8 por ciento del PIB norteamericano, pero una proporción más elevada, un 25 por ciento de los beneficios totales de todas las empresas según el Bureau of Economic Analysis<sup>6</sup>, algo antes de la crisis, según algunos autores; según P. Volcker llegó, en su máximo, a un 35 a 40 por ciento de todos los beneficios, hacia 2007/2008.

Una idea cuantitativa de lo importante que se volvió el sector financiero la dan las cifras siguientes que pueden compararse con el orden de magnitud del PIB de EU que es de unos 14 trillones de dólares.

Tabla 1  
**Magnitudes financieras al 2006** (en “trillones de USD)

PIB mundial 2006	47
Capitalización, mundial “ <i>stock markets</i> ”	51
Total bonos domésticos e internacionales	68
Monto global de derivados (nominal) <sup>1</sup>	473
De ellos, CDS ( <i>Credit Default Swaps</i> )	60
Posible valor de todos esos derivados al cerrar operaciones	14

Fuentes: N. Ferguson, "The Ascent of Money" 2008, P. Krugman, varios arts y P. Volcker.

1) El valor se estima en 592 trillones en 2009 (Bank for Intl. Settlements)

---

<sup>6</sup> Ver Bureau of Economic Analysis. National Income and Products Accounts Table. Table 6.16D. Corporate Profits by Industry (citado en Stiglitz, Freefall)

Los incentivos del sistema financiero es uno de los temas más claros que muestran cómo se distorsionan los criterios que inducen a las financieras y a su personal a maximizar su interés en obtener beneficios de corto plazo, descuidando el panorama de largo plazo.

### Metamorfosis de las hipotecas

Tradicionalmente el negocio de las hipotecas en los bancos, consistía en generarlas y retenerlas. Así el banco iba cobrando la hipoteca por periodos que podían llegar a 30 años o aún más.

En los años 70, la asociación nacional de hipotecarios en EU (conocida también como Ginnie Mae) diseñó los primeros valores respaldados por hipotecas (*mortgage backed securities o MBS*). Esto consistía en reunir muchas hipotecas que habían generado y emitir bonos basados en dicho conjunto de hipotecas. De esta manera no era necesario esperar mucho tiempo para recuperar parte del dinero, sino que podía recibirse un pago más temprano proveniente de los compradores de bonos. A su vez, los compradores de bonos recibirían también un flujo de beneficios provenientes de las hipotecas. A estas nuevas posibilidades se les llamó el mercado secundario de hipotecas.

Esto fue un desarrollo significativo. Pronto a este procedimiento se le llamó titulización (*securitization*). De este modo activos poco líquidos como los hipotecarios podían agruparse y transformarse en activos líquidos en los mercados.

Esta titulización de hipotecas se inició a finales de los 70 y comienzos de los 80 por banqueros como Salomon Bros. y First Boston (y por las empresas patrocinadas por el gobierno para el tema de financiar la vivienda).

La conversión de paquetes de hipotecas en bonos no fue un problema sencillo. Las hipotecas suelen pagar tasas de interés más altas que los bonos corporativos. Pero, el flujo de pagos puede ser irregular, sea por cancelaciones prontas cuando eso conviene a los propietarios, o por morosidades o cambios en las hipotecas. Para homogeneizar, los banqueros agruparon miles de hipotecas en paquetes y los vendían en diferentes clases o tramos de bonos basados en ellas.

De todos los montos que pagaban los propietarios de las viviendas una porción se asignaba primero al tramo más alto, que solía incluir a un 80 por ciento de los tenedores de bonos. De esta manera, este tramo tenía mayores garantías de recuperar los fondos esperados. Una vez realizados estos pagos, los siguientes niveles recibían, en línea, los pagos restantes. El tramo inferior o mezzanine recibía los restos y, por lo tanto era más susceptible a pérdidas.

La clave para la aceptación de todo esto consistió en que las agencias calificadoras de riesgo como Standard and Poor's, Moody y Fitch Ratings, calificaron al tramo superior del 80 por ciento con triple A. El tramo mezzanine fue calificado con triple B.

Pronto este mecanismo fue adoptado por bancos de inversión, *brokerages*, constructores de viviendas incluso y por Fannie Mae y Freddie Mac. Estos instrumentos experimentaron un rápido éxito.

Fannie Mae y Freddie Mac son empresas originalmente creadas por el gobierno y aunque privatizadas seguían estando tuteladas y aseguradas por el gobierno. Su papel en el manejo de hipotecas y de su financiamiento ha sido muy grande, como se va a explicar más adelante.

Los bancos de inversión asumieron un papel importante en crear y manejar estos instrumentos (títulos hipotecarios), con las hipotecas (compradas o emitidas) agrupadas se organizaba un SPV (*Special Purpose Vehicle*) que emitía bonos o

valores respaldados por dichas hipotecas, esos bonos después se vendían a inversionistas.

Los SPV se mantenían, en muchos casos, fuera del balance de la empresa, lo que daba cierto maquillaje a la situación. Todos los participantes de estas operaciones quedaban satisfechos, recibían sus comisiones, sus pagos, y el banco de inversión, además de la comisión, trasladaba el riesgo al inversionista comprador de estos instrumentos. Los compradores, a su vez, esperaban recibir el flujo de pagos provenientes de las hipotecas.

Uno de los motivos por los cuales se organizaban los SPV (también *Conduits* y más adelante SIV) era porque si los valores figuraban en el balance del emisor original, éste debía tener, debido a la legislación bancaria, una mayor reserva de capital. Al tenerlos en *Conduits*, o SPV, las reservas requeridas eran mucho menores. Sin embargo, la base legal de algunos de estos instrumentos no era muy nítida. Los SPV y similares solían estar fuera de los EU (usualmente en el Caribe, como islas Caiman), para reducir impuestos. Naturalmente, lo más importante era que estas operaciones quedaban fuera del balance de la empresa.

Los títulos respaldados por hipotecas (MBS) experimentaron un crecimiento significativo en los 90, pues la experiencia de la crisis de bancos de Savings and Loans<sup>7</sup>, alrededor de 1987, mostró que el sistema de generar hipotecas y guardarlas, si esas hipotecas fallaban, llevaba a pérdidas significativas. Pero los valores, por un buen tiempo consistían de bonos solamente.

Así se apreció que era más interesante el vender los valores a fondos de pensiones, empresas de seguros y a otros inversionistas. Pero la transición de generar y guardar a generar y distribuir hipotecas o MBS tenía el peligro de que los que manejaban estos valores, como los bancos de inversión, ya no tenían que

---

<sup>7</sup> Representó el fracaso de más de 700 empresas de ahorros y préstamos en EU, con un costo de unos 160 billones de dólares. En buena parte esta crisis se relacionó con la industria de la construcción de viviendas con hipotecas.

poner mucho cuidado en examinar el contenido y calidad de los paquetes de muchas hipotecas que respaldaban los valores.

En la medida en que la titulización se fue popularizando, los bancos de inversión, los *brokers* de hipotecas, los evaluadores de hipotecas, la banca de depósito, e instituciones como Fannie Mae y Freddie Mac, minimizaron el examen de los que solicitaban las hipotecas (que además se empaquetaban miles en cada agrupación o tramo), y así empezaron a crecer las hipotecas de dudosa calidad, que incluían las llamadas hipotecas *subprime* y las *ninja* (el solicitante, en inglés, carecía de todo: *no income, no job y no assets*).

Además, para los compradores de bonos resultaba muy difícil investigar con detalle la calidad de las hipotecas detrás de los bonos. Es decir, tenían que confiar en la calificación de empresas como Moody, Standard and Poor's y Fitch.

La FCIC, que es la comisión que investiga la crisis financiera en EU, recientemente (ver Morgenson en las referencias) recibió evidencia por parte de empresas cuya función era evaluar en detalle la calidad de las hipotecas antes de empaquetarlas y reempaquetarlas en MBS y otros mecanismos. Una de las empresas evaluó cerca de un millón de hipotecas para 23 bancos de inversión y de depósito (incluyendo Citigroup, Deutsche Bank, Goldman Sachs, UBS, Merrill Lynch, Bear Sterns, y Morgan Stanley) y encontró que sólo el 54 por ciento de dichas hipotecas reunían las condiciones adecuadas de calidad. Un 28 por ciento de los préstamos planeados eran completamente inaceptables, sin embargo un 40 por ciento de estos se empaquetaron y vendieron a inversionistas. Es decir, las agencias calificadoras no prestaron atención a estas evaluaciones profesionales.

A raíz de estas informaciones, Morgan Stanley fue multada recientemente por unos 100 millones de dólares.

La titulización se extendió a otras áreas de la economía, llegó a créditos para el consumo, tarjetas de crédito, préstamos de autos y para estudios, préstamos industriales y comerciales, leasing de aviones y muchos otros campos. Muchos de estos productos mostraban las mismas debilidades y tentaciones ya señaladas.

Los bonos hipotecarios rendían de 1 a 3 por ciento más de interés que los bonos corporativos triple A. Los bonos triple B, aunque riesgosos pagaban tasas más altas. El crecimiento de este mercado fue enorme, y lo que resultaba escaso, más bien, era encontrar gente dispuesta a tomar hipotecas, llevando a la reducción progresiva en la calidad de ellas.

En 2001 había 5.5 trillones de dólares en hipotecas vigentes en los EU, que en el 2007 ya eran 11 trillones. Esta evolución muestra la magnitud del cambio efectuado, sobre la base, en parte, de una gran especulación. Debe anotarse que casi un cuarto de las hipotecas norteamericanas fueron a parar al exterior, lo cual también explica la propagación de la crisis, y que de haber quedado dentro del país, la crisis sería peor.

Otro cambio importante en esta actividad financiera consistió en el desarrollo de instrumentos para lograr que los paquetes de hipotecas pudieran venderse en corto (*short*, o en España, venta al descubierto). Se trata de la venta de los bonos sin tener la propiedad de ellos, lo que puede hacerse con arreglos financieros que implican compromisos y algunos depósitos de garantía.

Vender en corto puede resultar muy rentable cuando el precio de los bonos baja. Además le da otra posibilidad de liquidez a las hipotecas. La venta en corto podía tener cobertura con los CDS (*Credit Default Swaps*) que era como un seguro en forma de derivado financiero, como ya se explicó antes. También, como en el caso de los bonos se aplicaron SIV (*Structured Investment Vehicles*) que permitían manejar estas operaciones fuera de balance.

Precisamente, al aumentar nuevamente la Fed la tasa de interés, de manera paulatina, a partir del 2004, una serie de inversionistas advirtieron que el valor de los bonos hipotecarios podía bajar, debido a la estructura riesgosa en que se habían expandido y que, por lo tanto, muchas hipotecas (sobre todo las llamadas *subprime*) iban a incumplir sus pagos ante el alza en la tasa de interés, y también, por las hipotecas con intereses reajustables.

A los propietarios de viviendas, los *brokers* los habían preparado para alzas en las tasas de interés, con el argumento de que serían capaces de refinanciar, si fuera necesario, ya que los precios de las casas seguirían subiendo. Lo que los *brokers* no habían señalado es que esta opción quedaba descartada si los precios de las casas no subían, que fue lo que ocurrió en un comienzo, para después bajar.

Uno de los primeros objetivos de los inversionistas perspicaces eran los bonos calificados con triple B los más riesgosos. Se advertía que serían los primeros en incumplir sus pagos frente al alza en las tasas de interés (ya que muchos estaban sujetos a tasa de interés ajustable).

La solución para manejar ese riesgo con venta en corto consistió en reencontrar los CDS, como se indicó antes, que se habían inventado hacía algunos años para asegurar que las empresas estuvieran cubiertas frente al impago de deudores. Naturalmente se pagaba una tasa por el seguro. Pero nadie utilizaba todavía los CDS para el negocio de los bonos hipotecarios. Ese seguro podía facilitar muchas transacciones paralelas, como las ventas en corto.

Goldman Sachs y Deutsche Bank fueron los primeros que aceptaron utilizar CDS para bonos hipotecarios. En poco tiempo ya se tenía CDS por un billón de dólares sobre bonos hipotecarios. De esta manera con un pago anual de 2 a 2.5 dólares por cada 100 dólares de bono, podía lograrse un ingreso de 100, en el caso que los bonos quedaran impagos.

Además Wall Street desarrolló un nuevo instrumento para el manejo de este mercado que fueron los CDO (*Collateralized Debt Obligations*). Se trataba de un derivado financiero basado en los títulos hipotecarios, a su vez dividido en tramos. Esto creaba nueva deuda a buenas tasas de interés, sin requerir más garantías (*collateral*). Lo que resultó sorprendente es que valores que estaban calificados de triple B empezaron a venderse, de manera creciente, como triple A.

El crecimiento en la emisión de CDO figura en la tabla siguiente. Se observa el rápido crecimiento y, también, lo que vendría después. Los primeros CDO se emitieron en 1987, pero su rápido ascenso empezó al final de los noventa.

Tabla 2  
Emisión total (nominal) de CDO  
(billones de dólares)

2004	157.4
2005	251.3
2006	520.6
2007	481.6
2008	61.9
2009	4.2

Fuente: Securities Industry and Financial Markets Association. "Global CDO Issuance"

La organización para manejar los CDO fue similar a la organización previa para manejar los bonos. Los bancos de inversión adquirían las hipotecas y las empaquetaban como se ha descrito. Estas hipotecas servían de garantía para la venta de los CDO. Con las ventas de CDO se financiaban nuevas compras de hipotecas. En el 2005 se estimaba que el mercado de CDO llegaba a 1.5 trillones de dólares.

La entidad que origina los CDO, generalmente los bancos de inversión, gana una comisión al emitir los CDO y además recibe pagos por la administración de

dichos valores durante toda su vida útil. Estas condiciones resultan un incentivo para generar un mayor volumen de operaciones, mientras que el examen de la calidad de las hipotecas pasa a un segundo plano.

Hay diferentes clases de CDO, según la fuente de los fondos, si son de arbitraje o de balance, también hay los llamados “*cash*” o los sintéticos. Además según los activos incluidos están los CLO, CBO, CSO, CIO y otros. En el 2007 un 45 por ciento de los CDO estaban respaldados por hipotecas y otros valores similares, otro 45 por ciento estaba respaldado por préstamos y sólo un 10 por ciento por valores con ingreso fijo. Aunque la afirmación de respaldo puede ser algo virtual por lo que vimos antes.

La transformación de triple B en triple A que se ha mencionado, dio lugar a muchas fortunas en Wall Street. Esto queda claro en el libro de Lewis (ver referencias). Así como en la conversión de hipotecas en tramos de bonos o en tramos de CDOs. Las agencias calificadoras asignaron triple A al 80 por ciento de los nuevos tramos, aunque, en realidad, se componían sobre todo de valores calificados de triple B. De esta manera los que generaban los nuevos instrumentos podían ofrecer mejores rendimientos sobre estos tramos triple A, con lo que atraían a numerosos compradores y obtenían comisiones de todo ello.

Para los observadores cuidadosos, que eran pocos, un CDO se basaba en una pila de bonos triple B, que estaban en el fondo de los bonos originales. De tal modo que buena parte de ellos podía resultar en impagos en caso de que empezaran las pérdidas.

La maquinaria que había transformado 100 por ciento de plomo en 80 por ciento de oro y 20 por ciento de plomo, aceptaba el plomo residual y otra vez, convertía un 80 por ciento en oro (Roubini).

Entonces, en vez de comprar CDS a 2 o 2.50 dólares anuales por cada 100 dólares de valores, resultaba mucho más interesante comprar CDS (como seguros) sobre los nuevos tramos más altos, triple A (en apariencia) a alrededor de 20 centavos, en vez de 2 dólares. De esta manera, como los tramos más altos, así calificados, eran en realidad, tan vulnerables, como los inferiores, y siendo el seguro mucho más barato, apostar a que esos valores cayeran resultó muy rentable y el origen de muchas fortunas. Muchos bancos de Wall Street habían guardado parte de esos tramos altos, y cuando los valores empezaron a precipitarse en el 2007, experimentaron pérdidas significativas, que ya no podían ocultar, fuera de balance.

Todavía quedaban bonos hipotecarios para crear más CDOs y eso fue lo que hicieron los bancos, que crearon nuevos derivados para aprovechar esa transformación de triple B en triple A, sin interferencia de las entidades regulatorias.

Para aprovechar esa oportunidad los bancos pasaron a crear CDO sintéticos, CDO de CDO (o CDO<sup>2</sup>), CDO<sup>3</sup>, CBO (*Collateralized Bond Obligations*), y otros que las agencias calificadoras consideraron con doble A o triple A.

No faltaron las autoridades o incluso algunos financistas que criticaron el uso de los CDS al descubierto, entre ellos la dirección de CFTC, y financistas como W. Buffet y G. Soros, que consideraron que los CDS eran armas de destrucción masiva o que eran “tóxicos” y debían prohibirse. Pero no fueron escuchados.

Un inversionista, J. Paulson, aprovechando el conocimiento interno de Goldman Sachs, y apostando a la caída de instrumentos de dudosa calidad, obtuvo beneficios de 6 mil millones de dólares en poco tiempo. Sobre esto se entabló un juicio por fraude a Goldman Sachs por el que se le aplicó, recientemente, una multa de 550 millones de dólares. El inversionista obtuvo beneficios adicionales de operaciones análogas.

Goldman Sachs había suscrito muchos CDS que “hábilmente” transfirió a la aseguradora AIG. Los seguros que había vendido al 2.5 por ciento a inversionistas, los transfirió, por los tramos aparentemente más seguros por sólo 0.12 por ciento.

El resultado fue que por un ingreso anual de algunas decenas de millones de dólares, AIG adquirió un riesgo de 20 mil millones. Lewis indica que su ignorancia parece increíble, pero todo el sistema financiero se basa en ello y en pagarles por ese talento.

### Endeudamiento alto generalizado

Entre las gestiones vinculadas con desregulación y el interés de dar mayor fuerza al sector financiero, en el 2004, los cinco principales bancos de inversión solicitaron a la SEC (*Securities and Exchange Commission*) que relajara las reglas sobre su nivel de apalancamiento. La SEC aceptó el pedido y a raíz de esto los bancos de inversión la incrementaron rápidamente a niveles de 20 a 25 veces, comparado con 12.5 que era la regla para la banca comercial. El apalancamiento en este caso es la relación entre activos y capital, es decir, da una clara idea de la deuda en relación al capital.

También, simultáneamente, se les permitía la expansión agresiva de los títulos basados en hipotecas. Más serio aún, varias referencias indican que la SEC permitía a los *brokers* establecer su propia valuación de aquellos activos y pasivos que fueran de difícil evaluación, e incluso la calificación del riesgo en transacciones de derivados complejos, también podía ser efectuada por los *brokers* y equivalentes.

En definitiva, la SEC estaba permitiendo a Wall Street que se supervisara a sí misma, evitando problemas y costos de regulación. La probabilidad de encontrar problemas aumentó mucho con todo esto. En la práctica, con el respaldo explícito

de la SEC o sin él, lo ocurrido señala que estos argumentos resultaron ser correctos.

Debe recordarse que la banca de inversión no estaba regulada por la Fed y sólo de manera débil por la SEC.

El ahorro de las familias había descendido a un mínimo por un consumo creciente basado en un endeudamiento significativo. El ahorro llegó a reducirse a entre un 2 y un 0 por ciento del producto interno bruto. Es decir, la sociedad norteamericana entró en un periodo de incremento del consumo y en general del gasto, basado en un endeudamiento creciente. Esta tendencia era propiciada inicialmente por la política económica para superar la crisis de los Punto Com y aprovechar la liquidez disponible, pero adquirió una magnitud sin precedente.

También creció el gasto público, en parte también para superar la crisis de los Punto Com, y para lograr una mayor tasa de crecimiento. Después, con la guerra de Iraq, aún más.

La deuda privada, en términos relativos al PIB, se triplicó en los últimos treinta años.

Del 2004 al 2007, los principales cinco bancos de inversión incrementaron su apalancamiento financiero, lo que aumentó su vulnerabilidad a un choque financiero. Estas 5 instituciones declararon tener una deuda de 4.1 trillones de dólares en el año fiscal de 2007, lo que es un 30 por ciento del PIB de ese año.

En un discurso de T. Geithner en junio de 2008, el entonces presidente del Banco de Reserva Federal de Nueva York señalaba las vulnerabilidades de la banca en la sombra, diciendo que, a comienzos del 2007, en esta banca, Conduits con ABS, SIV, bonos, notas con tasa variable tenían un valor combinado de activos de 2.2 trillones de dólares. Los activos financiados en plazos muy cortos en fondos repo

habían crecido a 2.5 trillones, y los activos en *hedge funds* crecieron a 1.8 trillones. Los balances combinados de los cinco mayores bancos de inversión totalizaban 4 trillones. En comparación los activos totales de las cinco principales *holdings* de bancos de depósito en los EU eran de 6 trillones, y los activos totales del sistema bancario llegaban a 10 trillones. Entonces afirmaba que el efecto combinado de estos factores hacían que el sistema financiero fuera vulnerable a ciclos en precios de activos y de créditos, ciclos que pueden autoreforzarse. Explicaba que parte de la vulnerabilidad provenía de que esta banca en la sombra no estaba sujeta a los controles ni a la regulación de la banca de depósito y que además, obtenían créditos de corto plazo en mercados líquidos para comprar activos de largo plazo, que eran de baja liquidez y riesgosos. Esto significaba que si se producían problemas en los mercados de crédito, la banca en la sombra estaría sujeta a cambiar mucho su apalancamiento y a la venta de sus activos de largo plazo a bajos precios.

La deuda de las familias como porcentaje del ingreso personal disponible alcanzó a 127 por ciento al final del 2007, en comparación con un 77 por ciento en 1990.

Hacia finales del 2008, la deuda privada de los EU había llegado a 290 por ciento del PIB.

Con apalancamientos del orden de 30 a 1, una simple variación en el valor de activos del orden de un 3 por ciento, puede crear serios problemas a un banco. Después de decisiones que relajaban aún más el apalancamiento, desde el 2004, algunos bancos de inversión tenían niveles de 40 a 1.

### El sector de la vivienda, construcción y la burbuja inmobiliaria

Se ha mencionado la “burbuja inmobiliaria y, dentro de ella, de hipotecas *subprime*” ¿en qué consiste este concepto? Se refiere a un incremento rápido en los precios y evaluación de la vivienda ( y en general, de bienes inmobiliarios)

hasta que, en términos relativos a los ingresos, el crecimiento se vuelve insostenible. Todo este crecimiento, además, acompañado por un crecimiento aún mayor en todos los mecanismos financieros alrededor de las hipotecas y otros créditos. Esto da lugar, a partir de cierto momento, al aumento creciente de impagos y a que quedan muchas viviendas sin vender, y por lo tanto, a bajas de precios y a repercusiones en toda la economía. Pero esto ocurrió en gran escala.

Krugman (“The Slump...”) explica que no se trata sólo de una burbuja inmobiliaria norteamericana, sino noratlántica, pues de 1997 a 2007 los precios crecieron de manera parecida en EU, España, Inglaterra e Irlanda. Indica que hay cuatro explicaciones sobre el crecimiento de la burbuja, no necesariamente contradictorias entre si.

Estos cuatro argumentos son: las bajas tasas de interés que prevalecieron en los EU después de la recesión de 2001, la acumulación internacional de fondos de inversión, las innovaciones financieras (descontroladas) que ocultaban riesgos y los programas gubernamentales que creaban riesgo moral.

En cuanto a las bajas tasas de interés, explica que las tasas de interés se manejaron de manera más suave en Europa a pesar de resultados similares en el crecimiento de la burbuja y que, además, eran inevitables esas tasas en EU.

La acumulación internacional en fondos de inversión, era la contraparte de los déficit comerciales que experimentaban EU y varios países europeos. Esos fondos, sin duda, vieron una oportunidad en valores inmobiliarios y entraron en ese sector, en particular aprovechando las hipotecas para vivienda, que tenían precios atractivos, y entraron en gran magnitud, y también contribuyeron a reducir las tasas de interés. De esa manera contribuyeron al fuerte crecimiento de la vivienda y a la elevación de precios que ocurrió en paralelo. No obstante, no se registró debidamente los riesgos en que incurrían muchos compradores por las modalidades de financiamiento que se ofrecían y el manejo de los derivados.

Sobre el tema de los derivados y su papel en el tema hipotecario ya se comentó en otra sección. Sin embargo resulta de mucho interés seguir algunos argumentos de Krugman.

Se pregunta Krugman cuál fue la importancia de los instrumentos financieros en generar las condiciones de la crisis. La versión usual indica que Wall Street no tenía preocupaciones sobre los riesgos de activos tóxicos pues podía transferir dichos riesgos a inversionistas menos sofisticados, nacionales o internacionales. Esto es cierto, en parte, pues efectivamente muchos inversionistas ingenuos compraron dichos valores complejos sin tener comprensión cabal de los riesgos. Sin embargo, las empresas de Wall Street guardaron muchos de estos instrumentos riesgosos en sus propios libros. Muchos instrumentos menos riesgosos fueron comprados por otras instituciones financieras, que debieran ser conocedoras del tema, más que por el público. El resultado más bien concentró el riesgo en el sistema financiero, más que transferirlo a otros.

También utiliza Krugman la comparación con Europa, que resulta instructiva, pues aunque no se utilizaron allá los derivados de manera significativa en el financiamiento de la vivienda propia (aunque si como inversiones financieras), sino procedimientos tradicionales de financiamiento, también se creó una burbuja importante, pero la responsabilidad de los créditos quedó a cargo de los propietarios. También señala que en EU creció la burbuja inmobiliaria en propiedades comerciales, pero se financió de otras maneras. Es decir, el financiamiento complejo no fue una condición necesaria, según Krugman, para los excesos de endeudamiento.

Lo que si puede argumentarse es que la innovación financiera tuvo efectos de ampliar y extender la expansión y extensión de la burbuja en lo cual no sólo quedaron en riesgo los financistas locales, sino también los internacionales.

Algunos grupos conservadores pretenden culpar al gobierno, especialmente al demócrata, por la ampliación de créditos e hipotecas a personas de bajos ingresos. Roubini y el propio Krugman muestran que esto no fue así. El mayor crecimiento del mercado *subprime* fue suscrito no por Fannie Mae y Freddie Mac, sino por financistas privados de hipotecas como Countrywide y otros y en ello estuvieron involucrados grandes bancos. Una institución creada por el gobierno para fomentar la vivienda dirigida a grupos de bajos ingresos, se originó mucho antes de la burbuja. Esto no fue obstáculo para que Fannie Mae y Freddie Mac, después, se vieran arrastrados en la espiral hipotecaria para obtener beneficios.

En definitiva Krugman acepta que buena parte de la burbuja se originó por los fondos globales de inversión, las condiciones reinantes para las hipotecas y el mercado financiero, pero que una vez iniciada la burbuja adquiere su propio dinamismo, en el que intervienen los financiamientos complejos y la necesidad de proseguir y aumentar las ganancias, hasta donde sea posible.

El valor total de las hipotecas *subprime* en marzo del 2007 llegó a 1.3 “trillones” de USD. Las hipotecas *subprime* pasaron de ser un 10 por ciento del total de hipotecas a un 20 por ciento desde el 2004 al comienzo del 2007. La tasa de incumplimiento en estas hipotecas pasó de un 10 a 15 por ciento en el 2006 a un 25 por ciento en el 2008.

Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) y Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) en el 2008, poseían o garantizaban el 56.8 por ciento del mercado de hipotecas de EU, total que representaba 12 trillones de dólares.

Fannie Mae se fundó en 1938 durante la gran depresión, con el propósito de expandir el mercado secundario de hipotecas para obtener mayores préstamos y depender menos de entidades financieras en hipotecas. Después de una serie de

cambios legales, en que se privatizó en 1968, en 1981 logró generar valores respaldados por hipotecas. Esto ya lo había logrado Ginnie Mae en 1968 y Freddie Mac en 1971 con los llamados *Participation Certificates*.

Se trató de fijar reglas que dieran más seguridad a los préstamos hipotecarios, pero las presiones para incrementar la construcción de viviendas por un lado, y el desarrollo de una serie de nuevos mecanismos financieros ya señalados por parte de la banca de inversión, en definitiva pusieron a Fannie Mae y Freddie Mac en manos del desarrollo financiero del mercado en que los préstamos *subprime* era cada vez más importantes. Incluso Fannie Mae y Freddie Mac siguieron directivas de promover más préstamos para grupos de bajos ingresos.

Freddie Mac se creó en 1970 para expandir el mercado secundario de hipotecas. Tanto Fannie Mae como Freddie Mac son un tipo especial de entidades financieras, creadas por el gobierno con fines específicos en el tema de la vivienda, pero aunque son privadas, estaban patrocinadas y en alguna medida garantizadas por el gobierno, se llaman GSE (*Government-Sponsored Enterprise*).

Tabla 3  
Peso de la vivienda en el PIB de EU  
(en por ciento)

	1995	2000	2005	2009
Inversión residencial	5.0	5.2	6.1	2.7
Servicios de vivienda	13.1	12.3	12.3	12.9
Total	18.1	17.5	18.4	15.6

Fuente: US Bureau of Economic Analysis, a través de la National Association of Home Builders.

La tabla muestra la importancia del sector vivienda en la economía norteamericana. La ponderación se su inversión total en el producto, tradicionalmente alcanzaba un promedio del 5 por ciento, pero puede verse su

alza y caída con la crisis. Los servicios de vivienda se refieren a costos reales e imputados de la vivienda, como los alquileres.

La tabla muestra la ponderación directa de la vivienda en el producto, pero la construcción de vivienda se relaciona directamente con muchos otros sectores de la economía, como el mercado de hipotecas, la construcción misma, los materiales de construcción, la mano de obra ocupada en construcción, los *hedge funds*, bancos nacionales y bancos extranjeros.

La construcción de viviendas se incrementó y el número de adultos propietarios aumentó de un 65 por ciento a un 70 por ciento en poco tiempo, un alza histórica. En paralelo los precios medianos de la vivienda aumentaron un 73<sup>8</sup> por ciento de 1997 al 2005. En contraste, el ingreso medio en el 2005 era 3 por ciento más bajo que en 1999. En setiembre del 2008 los precios medios de la vivienda se habían reducido en un 20 por ciento respecto a su máximo a mediados del 2006, y continúan las dificultades para la venta de viviendas. Una información más reciente indica que el precio medio de las viviendas en julio de 2010 se había reducido un 26 por ciento respecto al mismo mes del año anterior. En el 2008, los precios se encontraban al nivel del 2002.

En contraste, el precio medio de la vivienda en EU, desde 1890 a 1995, sólo había aumentado un 10.3 por ciento (en términos reales, es decir, descontando la inflación), o menos de un 0.1 por ciento anual. Ya en el 2002 era perceptible un incremento inusual en los precios que indicaba la formación de la burbuja. Sin embargo poca gente quiso reconocer la situación en ese entonces. Una vez que los precios bajaron los propietarios resintieron una pérdida en el valor de sus viviendas del orden de 5.8 trillones de dólares (ver Rosnick en referencias), que corresponde al 44 por ciento del valor en su máximo. Sin embargo, estas pérdidas no incluyen el efecto de las viviendas embargadas.

---

<sup>8</sup> Seguramente estos precios son “reales”, es decir, descontando la inflación, pues las cifras a precios corrientes indican un crecimiento del 175 por ciento en los EU, 180 por ciento en España, 210 en Inglaterra y 240 en Irlanda, de 1997 a 2007 (ver Krugman “The Slump...”)

La deuda hipotecaria en relación al producto en EU creció desde un 46 por ciento en los noventas a un 73 por ciento en el 2008.

Tabla 4  
EU. Construcción iniciada de viviendas  
(En miles)

2001	1569
2002	1603
2003	1705
2004	1956
2005	2068
2006	1801
2007	1355
2008	906
2009	554

Fuente: US Census Bureau

En contraste con la construcción de viviendas durante 2007, los acreedores iniciaron procedimientos de embargo o de ejecución de hipoteca<sup>9</sup> sobre 1.3 millones de propiedades, la cifra subió a 2.3 millones en el 2008 y a 2.8 millones en el 2009. Otro dato de interés es que la adquisición de viviendas con fines de inversión o como segunda casa de descanso representó un 40 por ciento del total de casas vendidas, en su máximo.

#### Las señales de peligro y los riesgos

Las señales de peligro y los riesgos crecientes de los acontecimientos eran bastante claros.

---

<sup>9</sup> Las hipotecas en EU son “*nonrecourse*”, es decir, si no se cumple con los pagos pueden perderse con facilidad.

Uno de los riesgos conocidos es el llamado “riesgo sistémico”. Es decir, aquellos desarrollos que pueden afectar no sólo a una institución o a un sector, sino al conjunto de la economía. Se da como ejemplo el caso de las instituciones bancarias que se llamaron (*too big to fail*) muy grandes para fallar. Por ejemplo, si llegaba a fallar Citibank, Bank of America y algunos otros, el problema era de tal magnitud que podría afectar a toda la economía. En las medidas de salvamento que se realizaron al desatarse la crisis, esas instituciones, se consideró, debían ser rescatadas de cualquier manera razonable y con urgencia.

Había otras propuestas sobre cómo manejar la situación, pero prevaleció una solución de urgencia como la realizada, un rescate de las entidades muy grandes para fallar, aunque no se realizó de manera consistente como se verá.

Estos temas sobre el riesgo sistémico son algunos que requieren ser tratados en las propuestas nuevas sobre regulación del sistema financiero.

Otro ángulo del riesgo sistémico es cuando un conjunto de empresas corren el riesgo de fallar, sea debido al excesivo endeudamiento, en relación a su capacidad de pago y de reservas, sea por la base débil, por ejemplo en el caso de hipotecas *subprime*, en que se sustentan las operaciones. Un ejemplo sobre este tema puede consistir en el comportamiento de los bancos de inversión y también de depósito en el crecimiento de la burbuja hipotecaria y de los derivados financieros relacionados. Este tema también se reconoce como importante, pero se le ha prestado poca atención, en el sentido que un conjunto de empresas con riesgo puede aún ser de mayor importancia que el de algunas grandes instituciones.

Otro de los riesgos importantes que están detrás de la crisis se refiere a lo que se llama la información asimétrica. Se revela claramente en que los compradores de hipotecas *subprime*, o de tasa reajutable, o de amortización negativa y otras, no tenían ni la preparación ni las condiciones para comprender los riesgos que

asumían. Lo mismo puede afirmarse para los compradores de muchos de los derivados financieros dentro de los cuales estaban empaquetadas miles de hipotecas de distintas calidades, pero a las cuales era imposible acceder para examinarlas, y debían confiar en la calificación que entregaban Moody, Standard and Poor's o Fitch Ratings.

Los conflictos de interés de las agencias calificadoras al ser pagadas por los calificados, permiten comprender la seria relajación que se dio en la evaluación del riesgos de muchos de los instrumentos financieros que contribuyeron a la crisis. Sin embargo, la legislación aprobada que permitía que no se examinaran algunos derivados por parte de las entidades reguladoras, impedía conocer la situación.

El moderno manejo de derivados complejos OTC (*over the counter*), era un mecanismo que impedía el conocimiento de los mercados y las autoridades sobre riesgos que se acumulaban.

Algunas de las señales de peligro se daban en cuanto a los niveles exagerados de apalancamiento que ya se han mencionado y que junto con la imprevisión sobre las reservas adecuadas para hacer frente a que no se pagaran los derivados riesgosos, indicaba que frente a cambios significativos en el mercado se perdería la estabilidad en el manejo financiero de la situación.

Naturalmente, el mismo desarrollo de la burbuja hipotecaria era otra clara señal de peligro, a la que incluso se contribuyó a inflar.

Algunas señales, ya muy cercanas a la crisis, eran la reducción en construcción de viviendas en el 2006, el impago creciente de hipotecas *subprime*, y claramente, los problemas experimentados por la banca de inversión y de depósito que financiaron fuertemente las hipotecas *subprime* y sus derivados.

[www.obela.org](http://www.obela.org)  
31-Octubre-2011

Las nuevas propuestas sobre el manejo de reservas en los bancos, como las de Basilea III, tratan de establecer nuevas modalidades para reducir riesgos e inestabilidades.

Otro tipo de riesgo que aparece con frecuencia en relación con la crisis y los rescates es el llamado riesgo moral (*moral hazard*). Este tema ya se mencionó antes. El peligro consiste en que los bancos incurran en riesgos excesivos sabiendo que, en definitiva el banco central los va a rescatar. Este es otro de los temas que deben manejarse en una revisión de la regulación del sistema financiero.

### En resumen

Podríamos sumarizar, hasta aquí.

Contexto y avance de la desregulación, coherencia con los objetivos políticos y económicos dominantes de ese tiempo. Posición más bien observadora de la Fed y relajamiento de supervisión y de deuda por parte de la SEC, y en general como política oficial. El proceso hacia una mayor desregulación se va concretando en nuevas leyes y en la promoción de endeudamiento, mayor gasto y un papel creciente de la llamada innovación financiera.

Abundancia de liquidez, papel creciente de China y de fondos internacionales, influencia neoliberal, olvido de las lecciones financieras de los 30, confianza excesiva en el mercado, fuerte endeudamiento creciente de toda la sociedad y del sector financiero. La deuda total llega a superar el producto interno.

Los cinco principales bancos de inversión, en el 2007, llegaron a tener una deuda del orden del 30 por ciento del PIB norteamericano. Junto con la deuda de

Fannie Mae y Freddie Mac, el monto de la deuda de estas 7 entidades alcanzaba los 9 trillones de dólares (compárese con un PIB del orden de los 14 trillones). El nivel de apalancamiento era un factor de vulnerabilidad ante cambios en los mercados.

Presupuesto saneado, en un comienzo, para después pasar a déficits elevados. Oposición a regular los derivados cada vez más importante, pero, además, obstruida por legislación ad-hoc.

*“Money is king”, “greed is good”*. Crecimiento de la “banca en la sombra” escasamente vigilada por el banco central, e impedidos los reguladores, por ley, de supervisar partes de esa banca y de los derivados financieros.

La construcción de viviendas se incrementó y el número de adultos propietarios aumentó de un 65 por ciento tradicional a un 70 por ciento en poco tiempo. En paralelo los precios medianos de la vivienda aumentaron un 73 por ciento (en términos reales) de 1997 al 2005, mientras los ingresos medios en este periodo se redujeron un 3 por ciento. En el 2008 los precios se habían reducido un 20 por ciento respecto a 2006. Los precios continúan bajando, o bien se mantienen a un nivel bajo.

La burbuja en el sector de vivienda e hipotecario era claramente visible, pero al parecer, no quería verse.

Sector financiero en auge y captando una parte significativa de todos los beneficios del país (del orden del 40 por ciento, en base a estadísticas oficiales). Uso creciente de derivados financieros con fines especulativos, basados en el mercado inmobiliario, en magnitudes y operaciones bastante opacas para los organismos supervisores, pero que reportaron ganancias significativas a los bancos de inversión. Aunque estos bancos guardaron para ellos mismos una buena cantidad de activos tóxicos.

Innovación financiera en hipotecas que llevó a la titulización de grupos de hipotecas que se transformaron en valores de mayor liquidez. En un comienzo bonos y otros valores y después una serie de innovaciones financieras que consistieron en bonos respaldados por hipotecas, que después de crecer rápidamente, llevaron a derivados como CDS y CDO, CDO sintéticos y otras variantes, llevando el monto de los CDS, en poco tiempo a los 60 billones de dólares. Parte de la función de los derivados es la transferencia del riesgo entre contrapartes. Pero se realizó una transferencia por encima de las posibilidades de pago y sin tener en cuenta límites razonables.

Traspaso parcial del riesgo por parte de los bancos a los mercados financieros y a empresas como AIG y Fannie Mae y Freddie Mac, pero muchos bancos aún retenían buena parte de los activos tóxicos, sobre todo los que tenía calificación de triple A (al menos en etiqueta). Fannie Mae al comienzo de la crisis tenía apalancamiento de 40 a 1. Los bancos de inversión tenían para entonces, apalancamiento de más de 30 a 1.

El mercado de derivados empezó a formalizarse en la bolsa de Chicago (desde 1963) una vez que se diseñaron fórmulas para evaluarlos. El crecimiento ha sido inmenso, sin embargo, no era fácil el manejo contable de los derivados por la diferencia entre los valores nominales y los valores mucho menores que tenían cuando se cerraba la operación, y debido a los conceptos probabilísticos que se usan en la evaluación así como el manejo de coberturas para compensar riesgos. Además por exigencia contable los derivados debían evaluarse a valor de mercado, o de ser necesario, con fórmulas que lo reflejaran adecuadamente. Esto se volvió un problema serio al caer el mercado, entre otros motivos porque obligaba a reconocer serias pérdidas.

También las circunstancias cambiantes alteraban el precio de los derivados y en especial ante la inmensa acumulación de derivados y la debilidad y luego caída de los mercados, los precios ya no correspondían a las fórmulas.

Papel esencial que jugaron las agencias calificadoras de riesgo, asignado triple A a bonos y derivados, basados en hipotecas *subprime*. Varios autores lo consideran una trasmutación de plomo en oro, pero que logró atraer a muchos inversionistas con buenos rendimientos, aunque, a corto plazo se dio una caída estrepitosa. En todo caso las agencias calificadoras tenían serios conflictos de interés con los entes calificados, pues recibían su pago precisamente de los calificados y también, les prestaban servicios pagados de asesoría para que logaran mejores calificaciones.

Declaraciones recientes de empresas especializadas en evaluar la calidad de las hipotecas señalan que una elevada proporción de ellas no reunía requisitos mínimos para su aprobación, pero las agencias calificadoras no prestaron atención a esta información.

El endeudamiento era enorme tanto de los bancos de inversión, *brokers*, financiadoras de hipotecas, *hedge funds*, e incluso de los bancos de depósito, que habían entrado a temas que antes se restringían a los bancos de inversión. Pero mucho de esto se sustentaba en hipotecas *subprime*, vulnerables a cambios en las tasas de interés, a la misma estructura de muchas hipotecas, y a la falta de capacidad de repago de muchos propietarios.

El eslabón más débil de la cadena era, efectivamente, las hipotecas *subprime*, y es ese eslabón el que primero se rompió. Pero se rompieron los enormes paquetes que incluían hipotecas *subprime*, y después muchos otros que empaquetaban o reempaquetaban hipotecas dudosas de diversos tipos.

[www.obela.org](http://www.obela.org)  
31-Octubre-2011

Los acontecimientos descritos representan una época de excesos, sobre todo de excesos financieros de gran magnitud y apoyados por una parte en excesos de gasto y endeudamiento, en la burbuja desproporcionada en construcción de viviendas, en el endeudamiento creciente de empresas, familias y del país, y con la idea que el mercado corregiría eficientemente cualquier anomalía y en que debía aprovecharse la “innovación” en el terreno financiero, y otros criterios relacionados como la desregulación y otros.

Es notable advertir que o no se tenía una visión de qué ocurría con el conjunto de las deudas y su vulnerabilidad, o bien no se le daba importancia a esa visión de conjunto. Muchos estudiosos y funcionarios advirtieron de los peligros de esos excesos, pero fueron escasas las instituciones que tomaron esas advertencias en cuenta, entre ellas Deutsche Bank y Goldman Sachs. Goldman Sachs transfirió parte de los valores tóxicos a AIG, incluso beneficiándose en la operación, pero causó un gran perjuicio a AIG, que una vez rescatada, debió pagar unos 13 mil billones de dólares a Goldman Sachs.

## **La Fase aguda**

### El “derrumbe”

Una versión resumida señala cinco distintas etapas de la crisis (Orlowski) que son las siguientes:

1. La burbuja inmobiliaria en EU, inflada por los créditos de hipotecas *subprime* y una serie de mecanismos financieros (derivados) con alto endeudamiento, empieza a tener problemas de impagos y quiebras.
2. Su propagación a otros tipos de activos que afectaron no sólo a empresas relacionadas con hipotecas y bancos de inversión especializados, sino también a los bancos comerciales tradicionales.
3. Indujeron una crisis global de liquidez y un reconocimiento masivo de pérdidas financieras en entidades como AIG, Fannie Mae y Freddie Mac, y de los bancos con mayor exposición como Northern Rock, Bear Sterns, otros bancos y financieras menores y, después, Lehman Brothers y otros bancos de inversión, lo que se propagó a escala global por la magnitud de las cifras y preocupaciones sobre riesgo de contrapartes y dificultades de crédito.
4. Colapso de los “Structured Investment Products” (SIP) principalmente los CDO, de modo que muchos fondos internacionales transfirieron las asignaciones de liquidez global al mercado de futuros de *commodities* originando burbujas también en este terreno.
5. Llegó a su cenit en setiembre del 2008, con trasferencias masivas de fondos a inversiones de bajo riesgo, ante la quiebra simbólica de Lehman Brothers y la desaparición de la banca de inversión, como indicadores de lo que sucedía.

Este autor enfatiza que los fondos internacionales administrados (fondos de pensiones, fondos mutuos, fondos de seguros, reservas oficiales, fondos soberanos, *hedge funds* y fondos privados), según el FMI alcanzan a los 73 trillones a finales del 2007. Dentro de estos recursos destaca algunos fondos soberanos de mayor liquidez. Todo este flujo de recursos contribuye a inflar las burbujas.

El comienzo de la crisis, según Roubini, raramente es algo dramático. Suele consistir de algunas señales preocupantes, cambios de tendencias, freno al crecimiento.

Estas señales empezaron en la primavera del 2006 al dejar de crecer el indicador sobre inicio de nuevas viviendas (como se mostró en la tabla 4). La razón era bien clara, la oferta de nueva vivienda empezaba a superar la demanda y, el crecimiento de intereses encarecía las hipotecas con tasa ajustable. Ya vimos que los precios habían crecido mucho más que los ingresos, y los precios y la demanda dejaron de crecer. El número de viviendas sin vender aumenta mucho.

Otra señal clara fue el elevado crecimiento en el impago de hipotecas *subprime* (y los derivados basados en ellas) que subió a un 20 por ciento, sobre todo las más perjudicadas fueron las emitidas en 2005 y 2006. Las hipotecas venían de muchas formas, tasa ajustable, tasas iniciales engañosamente bajas (*teaser rates*), las que se llamaron de amortización negativa y otras. La salida de refinanciamiento ya no era posible dado que los precios no subían.

La banca en la sombra, también empezó a experimentar problemas. Mucho dependían del financiamiento a corto plazo de los bancos para el mercado hipotecario. Con ese financiamiento de corto plazo realizaban inversiones en instrumentos de menor liquidez, lo cual era otro tema de vulnerabilidad. Cuando

los bancos advirtieron que las hipotecas quedaban impagas en mayor proporción se secaron las líneas de crédito.

Con esta situación, los financistas no bancarios empezaron a fallar. A finales del 2006, según Roubini, ya habían quebrado más de 10 empresas y se empezó a detener el flujo de hipotecas a través de la titulización. Ya en abril del 2007 habían quebrado muchas más, incluyendo New Century Financial, la segunda empresa financiera de hipotecas *subprime*. Después fueron quebrando más empresas no bancarias que financiaban vivienda, en los dos años siguientes las empresas quebradas eran más de 500. Otra financista destacada que quebró fue American Home Mortgage.

El índice ABX creado en ese tiempo para medir los precios en una canasta de CDS reveló que los tramos inferiores de estos CDS caían hasta un 80 por ciento.

Los problemas en el sector inmobiliario se manifestaron pronto en otros sectores. Si no se podía cumplir con los pagos de las casas, tampoco parecía posible cumplir con las tarjetas de crédito. Al caer los valores de bienes raíces, no tardaría mucho en notarse en sectores de mayor valor residencial y comercial. Al reducirse los gastos de consumo, era inevitable que muchas empresas quebraran, y que la tasa de créditos comerciales impagos también creciera.

Ante todos estos desarrollos, las instituciones crediticias iniciaron un cuidadoso autoexamen sobre su exposición al riesgo, que no era nada fácil, debido a los poco transparentes paquetes de miles de hipotecas y a la calificación generosa que habían recibido.

La introspección llevó a un periodo de pausa y a cambios de dirección en las instituciones crediticias que trataron de corregir el riesgo, aunque parecía un campo minado y las minas estaban bastante ocultas. Los bancos empiezan a

recalcular sus reservas en vista de las pérdidas en valores y la necesidad de afrontar sus pasivos.

Según Roubini, este cambio de dirección es un punto de inflexión típico de las crisis, que señalan nuevos desarrollos de importancia.

En el verano del 2007 fracasan dos fondos de Bear Sterns con muchas inversiones en CDO de baja liquidez y que experimentaron pérdidas significativas. También fracasó un fondo de UBS.

Los bancos siguen restringiendo o cortando créditos. De esta manera, el mercado interbancario se restringió en agosto del 2006 y el *spread* entre LIBOR y los bancos centrales europeos aumentó de 10 puntos básicos a 70, lo que significaba una reducción de la liquidez. A la vez, los mercados de acciones se volvieron volátiles.

La Fed y el banco central europeo aportaron fondos de emergencia para préstamos bancarios que no resolvían la situación.

La evaluación de derivados en la contabilidad requería que fueran “*mark to market*” (a precios de mercado) y esto significaba que los valores de los derivados continuaban cayendo, lo que originaba pérdidas en la contabilidad de muchas empresas. Las agencias calificadoras de créditos, a pesar de su valoración previa optimista, empezaron a reducir la calificación de las deudas hipotecarias.

Más adelante, en abril de 2009, las autoridades relajaron los requisitos contables del “*mark to market*”, con lo cual el problema quedó semioculto y permitió ganar tiempo, pero dejaba un substrato enorme de desconfianza y de dudas a largo plazo. Es decir, el problema quedaba como un mecanismo para el alivio de la banca, pero con muchas preguntas sobre su evolución futura.

Los focos de preocupación se centraron en *Conduits* y SIV que tenían activos por más de 800 billones. También Citibank estaba en la mira pues contaba con SIVs y activos tóxicos por más de 100 billones.

A finales del 2007, la situación era de mucha inseguridad, no se sabía cuál era la valoración de las deudas hipotecarias, las transacciones habían sido opacas en varios sentidos, y el análisis encontraba más y más activos tóxicos.

Caían los valores incluso de los títulos calificados de triple A, y el valor de títulos respaldados por hipotecas, de los CDO, los de bonos corporativos y otros. El precio aún de títulos hipotecarios de tipo CDO con triple A, según JP Morgan, se redujo a 32 centavos por dólar nominal, y los títulos más dudosos bajaron su precio a 5 centavos.

Aún los activos normales de la banca empezaron a decaer. A final del 2007 se reconoció que los EU entraban en una recesión (de la que según noticias recientes habría salido, aunque débilmente, a mediados del 2009). Claramente la llamada banca en la sombra era más vulnerable a todo a este deterioro ya que no contaba con seguros sobre depósitos ni con prestamista de última instancia. Además las regulaciones débiles permitieron alto apalancamiento.

También los bancos comerciales quedaron en la mira y hubo corridas bancarias sobre algunos bancos menores. Los bancos de depósito se contagiaron del atractivo de beneficios que se generaban con todos estos movimientos financieros.

Hacia finales del 2007 los bancos consiguieron algunas fuentes de financiamiento adicional, lo que produjo una calma aparente en los mercados, aunque breve.

La Fed y otros bancos centrales no pudieron actuar con rapidez, según Roubini, se encontraban en territorio sin mapas, por la magnitud de lo que ocurría muchos

de sus instrumentos no eran efectivos, además, la banca en la sombra, por ley, no podía ser auxiliada por el banco central.

La titulización de hipotecas prácticamente se había detenido, pero no sólo ella, sino muchas clases de créditos se estaban deteniendo y los bancos y *brokers* se encontraban con valores por muchos billones de dólares cuyo precio en el mercado había caído estrepitosamente.

El resultado de todo esto fue que ya en marzo del 2008 los bancos internacionales anunciaron descuentos en sus portafolios de activos del orden de 260 billones (Roubini), Citigroup por su propia cuenta debió reducir su portafolio en unos 40 billones. AIG – recordar que se trata de seguros, pero activo en operaciones bancarias con derivados (como CDS) -- anunció una reducción de 30 billones.

Los que primero experimentaron estas dificultades fueron los bancos de inversión como Lehman Brothers, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Bear Sterns and Morgan Stanley. Ya se ha descrito su nivel de endeudamiento, su participación en la burbuja de hipotecas subprime y derivados y su falta de acceso a financiamiento de última instancia.

Ninguno de estos bancos quedó como banco de inversión al final del año 2008. Lehman Brothers fue liquidado, Bear Sterns y Merrill Lynch se vendieron a precios de remate a JP Morgan Chase y a Bank of America, respectivamente. En las ventas intervino la Fed. Debe señalarse que en realidad no se trató de un rescate propiamente de estas instituciones sino más bien de sus acreedores y contrapartes. Los accionistas son los que perdieron.

La caída de Lehman Brothers en setiembre del 2008, se considera simbólica de esta crisis. La desaparición de este banco originó una verdadera cascada de

[www.obela.org](http://www.obela.org)  
31-Octubre-2011

rescates a otras instituciones e hizo a la crisis evidente. La pérdida de empleos se aceleró y el índice Dow Jones cayó 24 por ciento.

Debe anotarse que la política económica respecto a bancos de inversión, financieras de hipotecas, empresas de seguros y otras de la banca en la sombra no fue consistente, como se verá después.

Goldman Sachs y Merrill Lynch, a través de nuevas decisiones sin precedente, empezaron a recibir fondos, pero, en definitiva para sobrevivir debieron transformarse en bancos comerciales, sujetos a regulación. Si bien da la impresión que se sujetaron a la regulación bancaria, debe notarse que, al mismo tiempo, accedían al seguro de depósitos y, eventualmente, al rescate bancario, que implica el ya citado riesgo moral.

Fannie Mae y Freddie Mac, dos de las empresas patrocinadas por el gobierno que debían o garantizaban 5 trillones en deudas hipotecarias, pasaron a ser administradas directamente por el gobierno en setiembre de 2008, se habla directamente de su nacionalización.

Una de las situaciones más grave fue la experimentada por la aseguradora AIG. El rescate de AIG, tiene varios episodios e incluye grandes sumas, que incluyeron el derecho de la Fed a tomar acciones de la empresa por un 80 por ciento del total, una caída, en cierto momento del 95 por ciento en el valor de las acciones, y el conocimiento que la agencia londinense de AIG había incurrido en pérdidas por más de 400 billones de dólares.

A fines del 2010, las acciones de AIG continúan valiendo menos del 5 por ciento del valor original. La Fed de Nueva York estudia cómo poder vender las acciones preferentes que posee de esta empresa al sector privado, lentamente, aunque no parece nada sencillo. AIG planea convertir las acciones preferentes de la Fed en acciones comunes que lleguen al 90 por ciento del capital, y después venderlas.

[www.obela.org](http://www.obela.org)  
31-Octubre-2011

AIG hace declaraciones de que va a iniciar pagos al gobierno por algunas de las deudas contraídas.

También se considera vender las acciones que aún tiene la Fed de General Motors y de Citibank, entre otros.

Claramente, además de la crisis financiera se generó una crisis económica, con muchas pérdidas de vivienda, crisis en todo el sector inmobiliario, desempleo creciente, falta de créditos, crisis de inventarios, caída de acciones, disminución de la actividad industrial, impagos de deudas y extensión internacional de la crisis, a buena parte del mundo desarrollado.

¿Porqué esta crisis tuvo efectos tan fuertes sobre toda la economía en contraste, por ejemplo con la de los Punto Com? El costo total de la crisis de los Punto Com, a la riqueza de la economía, la estima Krugman en 5 trillones de dólares y la crisis actual en 8 trillones. Es decir, si se ajusta por inflación y crecimiento económico no hay tanta diferencia en el monto, pero los efectos han sido mayores sobre toda la economía y se extendieron internacionalmente.

A esta pregunta pueden darse dos respuestas, según Krugman. La primera se enfoca en el sector financiero y la segunda, más amplia, señala que la deuda y el apalancamiento entre participantes no financieros y propietarios de viviendas son igualmente importantes. Según el tema que se seleccione serán las respuestas que deben darse a la crisis.

El estallamiento de la burbuja inmobiliaria, a diferencia de la del Punto Com, despertó dudas razonables sobre la solidez de la banca, dudas que continúan en la actualidad. Las instituciones financieras no estaban expuestas a las acciones tecnológicas, pero si estaban expuestas a impagos de hipotecas y la cadena de consecuencias que esto tenía sobre los derivados. De modo que no es sorpresa

que la caída del sector inmobiliario provocara prácticamente una corrida sobre el sistema financiero.

¿Cómo puede darse esta gran inestabilidad del sistema financiero? Sobre todo, sabiendo que los depósitos se encuentran asegurados por la FIDC y que el conocimiento del desempeño de las instituciones ante las crisis era mucho más maduro.

Lo que ocurría es que el sistema financiero, su regulación y sus mecanismos de seguridad estaban llenos de trampas. Una de ellas es que el sistema financiero convencional, en parte, estaba suplantado por la banca en la sombra, con mínima regulación y una serie de mecanismos para ocultar problemas y endeudamiento excesivo. Por ejemplo, muchos negocios empezaron a depositar su dinero en acuerdos repo, en fondos de muy corto plazo para financiar bancos de inversión y *hedge funds*. Obtenían así mejores tasas de interés, pero sin seguro de la FDIC. Al no estar asegurados eran vulnerables a crisis como la que ocurrió. Este tipo de depósitos, según Krugman, afectó fuertemente a Bear Sterns y Lehman Brothers. De acuerdo a varias fuentes la banca en la sombra y los fondos repo, representaban un 60 por ciento de todo el sistema bancario norteamericano. Además, según esas fuentes, el 75 por ciento de todos los préstamos realizados en EU a mediados de la década del 2000, fueron efectuados por instituciones no reguladas.

No es de extrañar, indica Roubini, que la banca en la sombra estuvo en el corazón de lo que se volvió la madre de todas las corridas bancarias.

### Las nuevas políticas y los rescates

Un personaje central en el manejo de la crisis, ya desatada, fue B. Bernanke, que dirigía la Fed después que se retirara Greenspan en el 2006. Se destaca que

Bernanke era un gran estudioso de la crisis de los años 30, y por lo tanto, conocedor de los posibles mecanismos para salir de la crisis.

Otra manera de ver a Bernanke y al nuevo equipo económico de la Casa Blanca, es que muchos de ellos pertenecían en buena parte a la misma escuela que estuvo involucrada en el desarrollo de la crisis, pues participaron en esas responsabilidades. Varios funcionarios habían trabajado no sólo para anteriores gobiernos sino también para Goldman Sachs y otros bancos en la sombra.

Naturalmente, una vez que estalló la crisis, debieron abandonar los instrumentos tradicionales que ya no eran operativos y encontrar nuevas líneas de acción.

Hay, sin embargo, en las versiones críticas de cómo se maneja la crisis, un señalamiento de que muchas de las soluciones que se encuentran y propuestas que se realizan, resultan bastante blandas y, por lo tanto, no resuelven el problema de manera que pueda evitar otras crisis similares en el futuro.

Bajo la dirección de Bernanke se innovó en el tratamiento de la crisis. La magnitud de ésta hizo necesario no sólo aplicar políticas monetarias convencionales, con una tasa de interés del cero por ciento, si no que agotadas estas políticas, se pasó a asumir una serie de roles más atrevidos y en algunos casos sin precedentes por parte de la Fed.

El agotamiento de las medidas monetarias convencionales suele llamarse “trampa de liquidez” que ocurre cuando los mecanismos citados ya no resultan efectivos debido a las grandes desconfianzas que se crean en la banca, sea por el temor de que se revelen pérdidas importantes, porque el crédito se seca, por las incertidumbres que crea la evaluación de pasivos después de cambiar los mercados y otros argumentos similares.

De manera que era necesaria la adopción de nuevas medidas. El gobierno pasó a intervenir directamente en los mercados otorgando préstamos a las instituciones financieras en dificultades. Es decir asumió su papel de financista de última instancia.

En primer lugar los préstamos se otorgaban a las instituciones bancarias reguladas, que tenían derecho a recibirlos y a las que se les concedieron bajos costos de la operación. Junto con los préstamos se abrieron nuevas formas de ofrecer liquidez, también a bajos intereses y plazos más largos. Estos programas se iniciaron al final del gobierno de Bush con el llamado programa TARP, que asignó cerca de 800 billones de dólares para aliviar la crisis. En un comienzo el congreso no aprobó el programa por considerarlo casi un cheque en blanco con muy pocas exigencias de responsabilidad, pero después fue superada esta dificultad.

La Fed, por vez primera después de la gran depresión, empezó a otorgar préstamos a entidades financieras que no eran bancos de depósito, aportando más liquidez. Aceptaba como contrapartida recursos de baja liquidez, aunque sin recibir activos tóxicos extremos. También se entró a participar en el capital de empresas rescatadas.

La situación fue aliviándose, pero a costa de pasar la Fed de ser financista de última instancia a financista de única instancia. Prestó y proporcionó recursos a bancos de depósito (como Citigroup, Bank of America y otros), a bancos de inversión, a AIG, a Fannie Mae y Freddie Mac, a General Motors, y a otros más.

Los rescates de AIG y de Fannie Mae y Freddie Mac, a mediados del 2010 representan un valor acumulado de 180 y 150 mil millones de dólares, para AIG la primera cifra y para las otras dos entidades la segunda. Además de estos montos de rescate se otorgaron créditos enormes.

Al mismo tiempo se permitió el cierre o la compra a precios de remate de muchas instituciones financieras y bancos, en general de menor tamaño, o incluso de algunas grandes como Lehman Brothers, en un comienzo.

Una de las herramientas más notables que utilizó la Fed, según Roubini, fue la llamada (“*quantitative easing*”<sup>10</sup> o “*credit easing*”), estrategia que sólo se había probado de manera limitada en Japón en los noventas. El concepto es que el banco central no sólo intervenga en los mercados para deuda de corto plazo sino también en los de largo plazo.

Esta política se anunció en marzo del 2009. Los bancos no ofrecían préstamos a largo plazo y con los recursos disponibles invertían en bonos del tesoro del gobierno, es decir, se trataba de las inversiones más seguras posibles. La Fed entonces compró 300 billones en deuda de largo plazo y anunció la compra de un trillón de dólares en MBS, es decir, activos tóxicos en buena parte. Con esto aportó mayor liquidez al mercado e intervino directamente en el mercado de MBS en cifras considerables, esto también se dirigía a aliviar la situación de Fannie Mae y Freddie Mac. Esto ocurría a comienzos de 2009.

Adicionalmente trató de revivir la titulización de algunos tipos de deudas y apoyar también de esta manera a Fannie Mae y Freddie Mac. Para esta última finalidad inicialmente ofreció un trillón de dólares. En definitiva, pasaba entonces a ser inversionista de última instancia.

Así, lo que empezó creando entidades con liquidez que permitieron a las instituciones financieras permutar sus activos dudosos por deuda gubernamental segura y de esta manera crear un mercado para activos indeseados, también al otorgar créditos aceptaron un amplio rango de documentos de garantía que incluían desde bonos corporativos a préstamos de propiedades y muchos otros

---

<sup>10</sup> Suele traducirse como facilitación cuantitativa o relajación cuantitativa.

valores. En la nueva política de “*quantitative easing*” (facilitación cuantitativa) se llegó a la compra directa de deudas de largo plazo.

Todas estas operaciones alteraron profundamente el balance de la Fed, según Roubini, de 900 billones de activos (fundamentalmente deuda del gobierno) en 2007, se pasó a 2.4 trillones a mediados del 2009, que consistían en su mayoría de activos acumulados durante la crisis, como deudas de Fannie Mae y Freddie Mac algo más seguros, a otros menos seguros como MBS y en particular los CDO y otros activos tóxicos provenientes del rescate de Bear Sterns y AIG.

En resumen las medidas empleadas por la Fed contra la crisis fueron de tres tipos:

1. Las tradicionales (después de agotadas las medidas monetarias) que consistían básicamente en proveer liquidez como financista de última instancia a bancos, bancos de inversión, *brokers-dealers*, e incluso a bancos centrales extranjeros.
2. Medidas menos convencionales como la creación de entidades especiales para comprar o financiar la compra de tipos específicos de deudas de corto plazo.
3. Jugó el papel de inversionista de última instancia en el compromiso más radical que consistió en intervenir en mercados para deudas de largo plazo (que incluía distintos tipos de ABS y deuda gubernamental de largo plazo)

Sin embargo, los remedios radicales también pueden traer consecuencias indeseables.

Algunas de estas consecuencias se refieren a

1. El llamado riesgo moral (“*moral hazard*”) que se refiere a un tema de fondo y es que al sentirse aseguradas por la Fed, las entidades

financieras pueden seguir asumiendo riesgos extremos a sabiendas que pueden ser rescatadas.

2. Cómo afrontar el problema de salir de todos los residuos que está dejando la crisis en activos tóxicos que continúan en los bancos y en la Fed, y cómo ir reduciendo todos los mecanismos creados para combatir la crisis, sobre todo que aún en el 2010 se teme que pueda agravarse de nuevo la situación económica.
3. Cómo deslindar el que las nuevas acciones, más radicales de la Fed, hayan incursionado en el terreno de la política fiscal pues los créditos y operaciones realizadas en el sistema financiero se superponen a responsabilidades del congreso y de otras instituciones, que fijan los impuestos y pueden determinar los gastos vía presupuestal.

Entre las consecuencias de la crisis se cuenta una desocupación cercana al 10 por ciento, que no toma en cuenta que además, muchas personas han desistido de buscar trabajo. Se considera que uno de cada siete norteamericanos está desocupado o subempleado.

Dado que se ha vuelto a políticas de austeridad y a tratar de reducir los déficit fiscales, el tema del empleo no parece ser de solución rápida.

Otro desarrollo preocupante es que los bancos están retomando algunas de las prácticas dudosas y han podido obtener beneficios con rapidez, de tal manera que incluso han devuelto buena parte de fondos que les habían proporcionado como rescates o préstamos.

Todas las incertidumbres señaladas y el escaso resultado de las nuevas medidas tomadas por la Fed hasta ahora, señalan una gran desconfianza en el futuro de la economía norteamericana y el valor del dólar, una de las formas en que se revela es en el crecimiento que ha experimentado el valor del oro que ya superó los 1300 dólares por onza.

### En resumen

Pueden distinguirse cinco grandes fases en el desarrollo y propagación de la crisis.

1. La burbuja inmobiliaria empieza a saltar debido a impagos crecientes de hipotecas *subprime*, el elevado endeudamiento y la falta de recursos para afrontar pagos relacionados con los derivados como los CDS y los CDO.
2. Al caer los valores hipotecarios y observarse el crecimiento de impagos, se secan los créditos y los bancos y otras financieras del crecimiento hipotecario empiezan a reconocer pérdidas significativas, los efectos llegan a los bancos de depósito tradicionales como Citibank, Bank of America, Wachovia y otros. El primer banco en reconocer pérdidas significativas debidas a la burbuja inmobiliaria, por unos 10.5 billones de dólares fue HSBC.
3. Se llega a un reconocimiento masivo de pérdidas en los bancos y financieras con mayor exposición (AIG, Fannie Mae y Freddie Mac), los bancos de inversión desaparecen (Lehman y otros) o se transforman en banca de depósito, y todo esto se propaga a escala global, por la magnitud de las cifras involucradas, el riesgo de contrapartes y dificultades de crédito. Muchos bancos de menor tamaño, e incluso medianos, quebraron y continúan quebrando en 2010.
4. Al colapsar los SIV, los CDO y CDS, muchos fondos con liquidez trasladan recursos a mercados de *commodities* donde también se crea una burbuja.
5. La crisis llega a su máximo hacia finales del 2008, con numerosas quiebras, la desaparición de los bancos de inversión y una recesión que provenía desde finales del 2007 (aunque oficialmente terminó a mediados del 2008, pero con una recuperación muy débil). El desempleo en EU llega a cerca del 10 por ciento.

Una recesión de esa magnitud no se había dado desde los años 30. Las autoridades que manejan la política económica en EU, se encontraron con una serie de dilemas para manejar esta situación.

El perjuicio a la riqueza de la economía norteamericana causado por la crisis se estima en unos 8 trillones de dólares. La propagación de la crisis a toda la economía e incluso a escala internacional, se explica por la elevada exposición de la banca en la sombra y la de depósito a la vulnerabilidad de todo el edificio creado sobre las hipotecas y sus derivados, con elevado apalancamiento y sin las reservas adecuadas para los compromisos adquiridos. Además a la poca confianza que se ha generado sobre la solidez de la banca, dada la magnitud de quiebras, rescates y montos de activos tóxicos.

En resumen las medidas empleadas por la Fed contra la crisis fueron de tres tipos:

1. Las tradicionales (una vez agotadas las medidas monetarias usuales) que consistían básicamente en proveer liquidez como financista de última instancia a bancos, bancos de inversión, *brokers-dealers*, e incluso a bancos centrales extranjeros.
2. Medidas menos convencionales como la creación de entidades especiales para comprar o financiar la compra de tipos específicos de deudas de corto plazo.
3. Jugó el papel de inversionista de última instancia en el compromiso más radical que consistió en intervenir en mercados para deudas de largo plazo (que incluía distintos tipos de ABS y deuda gubernamental de largo plazo)

Sin embargo, los remedios radicales también pueden traer consecuencias indeseables.

Algunas de estas consecuencias se refieren a

1. el llamado riesgo moral (“moral hazard”) que se refiere a un tema de fondo y es que al sentirse aseguradas por la Fed, las entidades financieras pueden seguir asumiendo riesgos extremos a sabiendas que pueden ser rescatadas.
2. Cómo afrontar el problema de salir de todos los residuos que está dejando la crisis en activos tóxicos que continúan en los bancos e incluso en la Fed, y cómo ir reduciendo todos los mecanismos creados para combatir la crisis, sobre todo que aún en el 2010 se teme que pueda agravarse de nuevo la situación económica.
3. Cómo deslindar el que las nuevas acciones, más radicales de la Fed, hayan incursionado en el terreno de la política fiscal pues los créditos y operaciones realizadas en el sistema financiero se superponen a responsabilidades del congreso y de otras instituciones, que fijan los impuestos y pueden determinar los gastos vía presupuestal.

## **Reformas incipientes**

### Basilea III y reformas en EU

Después de que estallara la crisis, sucesivas reuniones del grupo G-20 señalaron la necesidad de reformar la regulación bancaria. Las instituciones reguladoras han tratado de reflejar las nuevas necesidades en un ejercicio complejo que trata de fortalecer las condiciones de solvencia y liquidez de la banca pero tratando de no poner en peligro una recuperación económica, aún débil, muy sensible a los flujos crediticios (ver Berges en las referencias).

Los nuevos requisitos de solvencia incrementan (aprobado en Basilea en setiembre del 2010 por el Comité de Supervisión Bancaria) las exigencias de capital (mucho más en calidad que en cantidad), pero con un calendario de implantación algo dilatado y con cierta flexibilidad para adaptarse a distintos casos nacionales.

La propuesta de Basilea II aún debe pasar por la aprobación de la próxima cumbre del G-20 y después adaptarse a cada país.

El primer tema a destacar es que el coeficiente de solvencia tradicional a través del cual se establecen los requisitos de recursos propios de las entidades bancarias, no cambia y sigue siendo del 8 por ciento de los activos ponderados por riesgo. Su composición si se altera, pues exige mayor calidad a dichos recursos en relación a cómo aplicarlos frente a posibles pérdidas.

De ese 8 por ciento, tres cuartas partes deben ser recursos propios básicos (llamados *Tier 1*), o sea un 6 por ciento. A su vez, las tres cuartas parte de éste deben consistir de capital y reservas (lo que se conoce como *core capital*, es decir núcleo de capital) es decir el 4.5 por ciento de los activos ponderados por riesgo

(antes se exigía dos por ciento). Pero la diferencia no es sólo la cantidad sino las deducciones que se venían aplicando antes, ahora serán sobre el *core capital*.

Donde se ha dado un incremento en las condiciones de solvencia es en el nuevo amortiguador para la conservación de capital que será del 2.5 por ciento. Este amortiguador no forma parte de las exigencias regulatorias mínimas y puede reducirse en épocas de crisis para absorber posibles pérdidas, pero debe ser incorporado como norma, lo que aumentará al 7 por ciento y al 10.5 por ciento respectivamente, los niveles exigibles en cuanto a solvencia *core* y total.

Otro elemento de interés es que cuando se de un crecimiento de crédito que pueda considerarse excesivo, el amortiguador se debe incrementar por un adicional de carácter contracíclico en el intervalo de 0 a 2.5 por ciento, sujeto a juicio de cada país.

Todos estos requisitos se cumplirán en un plazo del 2013 al 2019.

En los EU el tema de la reforma financiera se viene discutiendo activamente desde que estalló la crisis en el 2007. La Financial Regulatory Reform Bill fue firmada por el presidente Barack Obama en julio del 2010. Como se ha mencionado el debate se dirigía a la supervisión y regulación insuficientes del sistema financiero, a la ausencia de regulación en el mercado de derivados, sobre todo en los OTC, y a la falta de una entidad que protegiera a los consumidores y, obviamente a los contribuyentes, cuyos recursos se han utilizado en el rescate de la crisis.

Algunos de los temas significativos que incluye esta ley está

- 1) la creación de un organismo para la protección financiera de los consumidores (Financial Stability Oversight Council), que debe vigilar riesgos significativos para el conjunto de la economía, y también tendrá autoridad para desmantelar

empresas cuyos problemas planteen riesgo sistémico, tal como lo hicieron los bancos de inversión. Se supone que las empresas que fallen ya no serán rescatadas con recursos de los contribuyentes, y podrán ser liquidadas.

2) La creación de una agencia para la protección del consumidor (Consumer Financial Protection Agency) dirigida a evitar abusos en los créditos y que debe vigilar la actuación de los financistas de hipotecas y las tarjetas de crédito, e incluso que puede fijar una cota máxima para los cobros en tarjetas de crédito.

3) Se realizará una supervisión más estricta de los *hedge funds*, empresas financieras privadas y sobre el mercado de derivados. También se supervisará la estabilidad financiera, se limitarán los instrumentos derivados complejos y se trasparentarán estos mercados y se establecerán requisitos y supervisión sobre las agencias calificadoras de riesgo, así como algunas se establecerán restricciones sobre los bonos que los bancos pagan a sus ejecutivos que han sido tema preocupante, al advertir que se pagaban bonos muy elevados, aún si el banco tenía pérdidas y que llevaban a priorizar operaciones de corto plazo.

4) Se incrementarán las reservas de capital.

5) La llamada regla de Volcker, por la cual se limita la capacidad de los bancos para realizar inversiones especulativas que no beneficien a sus clientes, y limitarlas a un porcentaje bajo del capital, también está entre las consideraciones que se estudian.

Esta ley, sin embargo, aún está sujeta a negociaciones en el senado de EU, para definir con mayor precisión varios temas sobre la independencia de las instituciones que se crean, sobre el manejo preciso que se va a dar a determinados derivados, sobre cómo rescatar a instituciones muy grandes que puedan quebrar, el límite de apalancamiento y otros aspectos operativos.

[www.obela.org](http://www.obela.org)  
31-Octubre-2011

Un desarrollo notable es que el gobierno de EU ha utilizado algunos mecanismos legales para ocultar información sobre la crisis y sus políticas de rescate. Sobre este tema se han presentado muchos reclamos.

## **Lecturas de la crisis**

### La lectura oficial

En el caso de Greenspan cabe citar su famosa declaración: en octubre del 2008, en una serie de preguntas ante una comisión del congreso de los EU, confesó que se encontraba en un estado de traumática incredulidad de que el interés propio de banqueros y otros participantes en el mercado no hubiera prevenido un “*once-in-a-century credit tsunami*” (un tsunami de los cien años) que devastó la economía mundial y que revelaba una falla en su propia concepción del *laissez-faire* internacional. Recordó al comité que desde comienzos del 2005 estaba preocupado de que el largo periodo en que subvaluaba el riesgo tuviera serias consecuencias. Pero él había hecho poco para evitar tal amenaza y las consecuencias resultaron mucho más amplias de lo que pudo imaginar. (Citado en Alcalá, ver referencias).

Aquí hay un reconocimiento claro de que su concepción resultó limitada, sin embargo, coincidiendo con los banqueros en lo que supone muy poco frecuente el tipo de crisis que se había presentado. Hace además analogía con un fenómeno natural, por lo tanto evadiendo la responsabilidad de las entidades financieras y de los reguladores.

Las crisis, de distinta magnitud, pero menores que la actual, habían sido bastante frecuentes. Entre ellas pueden citarse las siguientes: la caída de la bolsa de valores en 1987, el desastre de los bonos basura (*junk bonds*) en 1989-1990, la crisis asiática de 1997, la crisis rusa de pagos en 1998, la bancarrota del Long Term Capital Managment<sup>11</sup> más tarde, en el mismo año (un *hedge fund* con elevado apalancamiento) y el problema de los Punto Com de 2000-2001, además los casos muy llamativos de Worldcom y de Enron. El hecho de que esas crisis

---

<sup>11</sup> Una de las quejas posteriores de algunos de los creadores de fórmulas para derivados que participaron en este banco, fue que las fórmulas todavía no podían reflejar movimientos fuertes e incluso discontinuos en los mercados.

fueron contenidas llevó a los bancos e inversionistas a confiar sólidamente en la Fed de Greenspan, y probablemente los condujo a ellos mismos, en como lo describió el Financial Times a nombrar a Greenspan como el ángel guardián de los mercados financieros (Alcaly).

De la actuación de la Fed y otras instituciones, y del nuevo gobierno ante la crisis desatada, puede inferirse la lectura de las medidas que adoptaron. Ya se mencionó el juicio de que la supervisión fue laxa y la regulación cada vez más débil, todo lo cual contribuyó a la creación de la crisis.

### Las lecturas de la banca de inversión y de depósito

La crisis es un acontecimiento comparable a un desastre natural (como la tormenta de los 100 años), que puede ocurrir con muy baja frecuencia. Este era uno de los argumentos presentados por varios ejecutivos a la prensa. En particular este tipo de explicaciones aparecieron en la comparecencia de ejecutivos de la banca de inversión ante el congreso, entre ellas las de L. Blankfein, CEO de Goldman Sachs.

En el caso de Citibank es también memorable citar a su principal ejecutivo C. Prince que en el 2007 declaraba que el banco no retrocedía de sus créditos agresivos, que cuando la música se detuviera podría haber complicaciones, pero, mientras la música suena hay que levantarse y bailar, y la música suena todavía. Se le cita para ilustrar el tipo de ilusiones comunes en la banca, también este tipo de ilusiones condujo a los consumidores y a otros grupos.

Una vez realizados los rescates, las lecturas de la banca rescatada quedan bastante silenciadas, pero muchos financistas y *hedge funds* continúan siendo bastante críticos sobre los intentos de introducir nuevas regulaciones del sistema financiero.

También se encuentra una lectura conservadora de los acontecimientos que pretende responsabilizar al gobierno, e implícitamente al de Clinton sobre el desarrollo de la burbuja inmobiliaria como resultado de políticas para fomentar la vivienda para grupos de menores ingresos. Esto se trata en otro lugar de este texto.

El rescate de AIG es ilustrativo, pues los 180 billones de dólares, principalmente se deben a los CDS, es decir derivados, que en el fondo son apuestas entre bancos, además, en este caso, una parte fueron transferidos a AIG por Goldman Sachs.

Ni siquiera la palabra rescates (bailouts) parece adecuada a representantes de la banca, piensan que sería mejor recuperación u otras de este tipo.

Una publicación reciente de Forbes indica que ya no es necesario el *quantitative easing* pues con las nuevas reglas sobre cómo manejar el valor de los instrumentos tóxicos ya no se requieren esos fondos, además, indican la Fed ha obtenido beneficios por unos 60 billones de dólares de esas operaciones, beneficios que han debido obtenerse en el sector privado y no en el gobierno.

Una de las nuevas corrientes en el partido republicano de EU enfatiza la austeridad y el control de presupuestos. Esta corriente está adquiriendo bastante fuerza en el partido con varios candidatos de importancia a gobernadores de estados como California y otros. Parece representar una corrección tardía a los excesos conocidos. El problema de esta corriente es en qué medida puede ser coherente con las fuertes rebajas fiscales que hasta ahora han defendido y, además, la posibilidad que contribuya a agravar los problemas económicos.

### Las lecturas críticas

La titulización, en teoría, tiene la ventaja de diversificar el riesgo. Sin embargo, esto funciona, solamente si los préstamos y contenidos de los valores no están correlacionados. En este caso, estaban vinculados en la misma burbuja que se creó en el sector de la vivienda.

En mayo del 2010 W. Buffet y P. Volcker, por separado describieron los supuestos dudosos que sustentaron al sistema financiero norteamericano que desembocaron en la crisis, entre ellos mencionan:

1. Los precios de la vivienda no pueden caer de manera dramática.
2. Los mercados financieros abiertos y libres apoyados en ingeniería financiera sofisticada deben ser las bases efectivas para lograr la eficiencia y estabilidad de los mercados, dirigiendo los recursos a su utilización más rentable y productiva.
3. Los conceptos basados en matemáticas, probabilidades y física, pueden adaptarse directamente a los mercados en la forma de modelos financieros que se utilizan para evaluar el riesgo de los créditos.
4. Desequilibrios económicos, tales como déficits comerciales y bajos niveles de ahorros que señalan un exceso de consumo, son sustentables.
5. No es necesaria una mayor regulación del sistema de banca en la sombra ni de los mercados de derivados.

Stiglitz (“Freefall”) señala cinco fallas conceptuales que facilitaron el desarrollo de la crisis y son las siguientes:

1. Los incentivos en la banca son importantes y se da un desequilibrio entre los retornos privados y los sociales, si no se alinean mejor los mercados no pueden funcionar bien y eso explica porqué muchas de las innovaciones financieras llevaron a un lado erróneo.
2. Algunas instituciones se volvieron “*too big to fail*” (muy grandes para fallar) pero también muy caras de rescatar, e incluso algunas eran demasiado grandes para su administración eficiente, y da el caso de AIG como ejemplo, según declaraciones de sus propios nuevos ejecutivos.
3. Los grandes bancos se desplazaron de la banca tradicional a la titulación, pero esto requiere una cuidadosa administración, que parece no era un tema bien conocido por los que entraron en él.
4. Los grandes bancos comerciales trataron de imitar los elevados retornos de las finanzas avanzadas, pero esto llevó a numerosos escenarios de riesgo.
5. Muchos banqueros olvidaron que tienen responsabilidades como ciudadanos no sólo como ejecutivos de la banca.

Se ha dado un debate en EU y Europa sobre cómo manejar los derivados de una manera más segura y transparente. Una parte de esto se incorpora en los proyectos de legislaciones revisadas. En algunos casos se prohibió la venta en corto.

Otro tema muy discutido es el uso de los CDS sin respaldo real o los CDO sintéticos, basados en CDS. Muchos analistas lo consideran un tema más de casino y apuestas y por lo tanto hay intenciones de recortar estos instrumentos. Sin embargo, también esos instrumentos tienen defensores a altos niveles, aunque reconocen sus limitaciones.

### ***P. Krugman***

Krugman hace referencia al economista H. Minsky, estudioso de las crisis, que señalaba que los periodos de estabilidad financiera preparan el escenario para futuras crisis, porque promueven un endeudamiento creciente y entrar en especulación de riesgo mayor. Mientras se continúe creciendo los precios de activos, basados en compras apoyadas en deuda, todo parece bien. Pero tarde o temprano, la música para y se llega al “momento Minsky” cuando todos los actores perciben (o se ven forzados a percibir) que los precios de activos no seguirán creciendo indefinidamente y que los deudores han incurrido en deuda excesiva.

Pero, se pregunta Krugman ¿no es un tema positivo la nueva prudencia? La respuesta es no. Pues si un solo deudor trata de pagar su deuda, estaría bien. Pero si todos los deudores tratan de hacerlo a la vez, las consecuencias pueden ser destructivas para todos. Por ejemplo, si en el sistema financiero todos los deudores tratan de cubrir su deuda y para ello deben vender activos entonces caerán los precios y se producirá un círculo vicioso.

Krugman cita un libro de R. Koo (“The Holy Grail of Macroeconomics”) en que el autor con mucha experiencia en el caso japonés señala que el fenómeno indicado en el pago de deudas ocurre no sólo en el sector financiero sino en muchos otros sectores con deuda excesiva en sus balances y esto ocurre actualmente en los EU, ya que se incurrió en deudas elevadas tanto en el curso de adquirir viviendas, como en su uso para refinanciarse y extraer valor de los precios crecientes y a la vez, incurriendo en mayor consumo.

En ese análisis Koo señala que se da la conocida “falacia de composición”, cada individuo, familia o empresa reduce su deuda, pero todos estos cortes reducen los gastos y por lo tanto afectan a todos los ingresos y mantienen deprimida a la economía.

Estos problemas más amplios de la deuda y de reducir el apalancamiento explican porqué la estabilización exitosa de la industria financiera no ha hecho más por la economía que apartarla del abismo, sin producir una sana recuperación. La economía está estancada, impedida por la deuda elevada.

A Krugman le preocupa que haya muy pocas propuestas de fondo para salir de la crisis. Predomina por ahora la noción de austeridad y de reducir los déficit.

Es interesante seguir los planteamientos de Krugman sobre cómo terminar de salir de la crisis económica. Está claro que ya están agotados los instrumentos convencionales de acción de la banca central. Krugman es uno de los defensores de que continúen los déficit gubernamentales y argumenta que desempeñaron un papel importante en superar la depresión de los 30.

Bueno entonces, porqué no proseguir estas medidas y continuar las inyecciones de fondos para contribuir al empleo y a que crezca la economía.

Pero aunque hay cierto acuerdo inicial y los recursos fluyeron, muchos economistas rechazan continuar por esta vía pues argumentan que crearía problemas sobre la posición fiscal de EU a largo plazo y puede encarecer sus costos de obtener créditos.

Otros advierten que esa vía puede llevar a incrementar las tasas de interés, tema que se repite con frecuencia en estos días.

Cita otra vez a Koo que afirma que la experiencia japonesa fue positiva cuando se utilizaron más recursos del gobierno, y que en realidad se trata de un ejemplo de “deficit bueno”. Cuando no se utilizó esta medida se dieron retrocesos.

En estos tiempos casi todos los gobiernos de países avanzados pueden conseguir créditos a tasas del orden de 3 por ciento o menores. Estas tasas indican que los mercados no están preocupados sobre que los déficit puedan minar la credibilidad de los gobiernos a largo plazo. También esas tasas señalan que no

[www.obela.org](http://www.obela.org)  
31-Octubre-2011

hay obstáculos para apoyar una política que se base en déficits temporales. En Japón ya se experimentó, por algunos periodos con esas políticas y a pesar de los déficit las tasas de interés se redujeron.

Cita nada menos que a B. Bernanke que sugería en un estudio anterior que no se agotan del todo las medidas del banco central. Puede pasarse a bajar las tasas de interés de largo plazo, anunciar que las tasas bajas van a durar, e incluso insinúa Krugman la posibilidad de que la inflación que se proyecta de 2 por ciento al año, pudiera subirse a 3 o 4 por ciento. Esto volvería más atractivos los créditos al reducir su pago. También una mayor inflación reduciría el pago de la deuda pendiente. Además esa inflación beneficiaría a las exportaciones norteamericanas.

De todos modos, según otros autores el “*quantitative easing*” puede contribuir también a incrementar la inflación.

Considera que es mejor un cierto grado de inflación que la deflación y cita que de 1940 a 1947 la inflación en EU fue del 72 por ciento y contribuyó a reducir el problema de la deuda.

Le parece extraño que no observen que las políticas de austeridad estén fallando en aquellos países como Grecia e Irlanda que han perdido la confianza de los mercados de bonos, ya que se ha creado un desempleo creciente y los inversionistas no compran la deuda de esos países.

Recuerda una imagen que él creó. Parece que los creadores de políticas económicas responsables se asemejan cada vez más a sacerdotes de algún culto bárbaro que demanda sacrificios a nombre de invisibles dioses.

***J. E. Stiglitz***

Stiglitz recuerda un tema importante sobre las crisis y es que en las crisis, en un principio, no se destruyen los activos de la economía. Los bancos pueden estar en quiebra, como también muchas empresas y hogares, pero los activos reales son los que antes eran, los mismos edificios, fábricas, viviendas y personas, el mismo capital humano y natural.

Lo que ocurre en la crisis es que se erosiona la confianza, se debilita la consistencia de la sociedad cuando bancos e instituciones se acercan a la quiebra y en el mercado se confrontan reclamos sobre propiedad. No siempre queda claro quien posee o controla determinados activos, sobre todo cuando la propiedad se trasfiere de accionistas a acreedores en los procesos normales de bancarrota.

La pregunta clave es cómo se utilizarán los recursos después que la burbuja estalla. Es a partir de ahí cuando ocurren las pérdidas, cuando los recursos no se emplean efectivamente y crece el desempleo. En esto consiste la falla real de los mercados y cómo puede evitarse si se usan políticas adecuadas.

Señala la inconsistencia que se da entre la confianza en la acción del mercado y su capacidad de autocorrección, que califica de fundamentalismo de mercado, por parte de muchas instituciones financieras, el FMI y economistas. Se supone que al dejar al mercado operar solo se maximizará el crecimiento y la eficiencia, pero si surge una crisis se solicita la asistencia masiva del gobierno, expresando preocupación por el posible contagio, es decir, la trasmisión de la enfermedad de uno a otro país. Sin embargo, el contagio es una externalidad pero si hay externalidades entonces, lógicamente no puede creerse en la eficiencia del mercado.

Aún después de los rescates gigantescos, las autoridades financieras se resistieron a imponer regulaciones que podrían reducir los peligros y costos de nuevos “accidentes”.

Dudas sobre el riesgo moral fueron importantes en la decisión de dejar caer a Lehman Brothers, pero estas preocupaciones desaparecieron cuando se permitió a los funcionarios bancarios disfrutar de elevadas bonificaciones a pesar de las pérdidas cuantiosas.

Preocupa a Stiglitz que el sistema financiero tenga su propia visión, centrada en más beneficios y, en lo posible, retornar al estado de las cosas previo al 2007. Las empresas financieras habían llegado a considerar a sus negocios como un fin en si mismo y se enorgullecían de sus dimensiones y rentabilidad. Sin embargo un sistema financiero sobredimensionado debe ser un medio para un fin y no un fin en si mismo, que se da a expensas del resto de la economía. Debe pues reestructurarse al sector financiero, que en general debe reducirse, aunque partes de él puedan crecer, como los préstamos a pequeñas y mediana empresas.

La actual administración norteamericana no ha tenido, al parecer, o no ha explicitado un visión clara de cómo debe ser el sector financiero. Sin una visión del futuro y una comprensión de sus fallas, no puede tenerse una respuesta adecuada.

En un principio se ofrecía poco más de las generalidades tales como una mejor regulación y una banca más responsable. En vez de rediseñar el sistema, la administración ha dedicado muchos recursos a reforzar el sistema fallido. Los recursos públicos que fluyeron a los grandes bancos para su rescate, en realidad reforzaron la parte del sistema que repetidamente ha creado dificultades (Stiglitz, “Freefall”).

Al seguir el mismo rumbo de la anterior administración se advierten riesgos significativos a la economía en el corto plazo, riesgos a la situación fiscal a plazo medio y riesgos a nuestro sentido de justicia y cohesión social a largo plazo.

En el rescate de dos de las grandes automotrices General Motors y Chrysler, hubo dudas diferentes a las que surgieron con la banca. Se temía que de no rescatarse a las automotrices se produjeran serios efectos en cascada, pero la administración de Bush les pidió un plan para salir del problema. Con la administración Obama, se pasó a un doble estándar. Se llevó a ambas compañías a la bancarrota y se cambió a los directivos de las empresas, es decir, como en el caso de algunos bancos, los accionistas perdían pero los acreedores y los que contribuyen al rescate, se quedaban con la empresa. Esto contrastaba con el manejo de la banca. Se mostraba, nuevamente, el manejo preferencial del sistema financiero.

El sistema financiero no quería discutir su rediseño, trató de darle énfasis a la urgencia y evitar las discusiones, insinuado de manera poco velada, que el peligro más bien consistía en una “sobrerreacción”, es decir, regulación.

En cuanto a los derivados es interesante un comentario de Stiglitz que pregunta a altos ejecutivos financieros sobre la crisis y una de las respuestas fue que no habían previsto la magnitud de impagos y quiebras, y observa que eso a pesar que precisamente apostaron a los *Credit Default Swaps* en gran magnitud, y estos precisamente tratan de impagos de deuda.

Estados Unidos y el mundo deben enfrentarse ahora a tres grandes desafíos: recuperación de la demanda agregada, lo suficientemente fuerte para sustentar un empleo satisfactorio; la reconstrucción del sistema financiero para que realice las funciones que se supone que debe realizar en vez de una irresponsable toma de riesgos como sucedió; y la reestructuración de las economías para que se reflejen los desplazamientos que ocurren en ventajas comparativas y cambios de tecnología.

Hasta ahora no se ven avances importantes en ninguno de estos temas. Una preocupación central de Stiglitz es que estos temas casi no se discuten.

Se han mostrado algunas de las incoherencias que se dieron en los rescates. Stiglitz se refiere a este tema indicando que aún en el gobierno de Bush la Fed pasaba de un rescate a otro sin planes ni principios coherentes, lo que añadió incertidumbre política a la situación económica.

En algunos rescates como el de Bear Sterns los accionistas obtuvieron algo y los acreedores quedaron totalmente protegidos. En otros (Fannie Mae), los accionistas perdieron todo y los acreedores quedaron totalmente protegidos. En otros más (Washington Mutual), los accionistas y acreedores perdieron casi todo.

Sugiere que en el rescate de Fannie Mae entraron consideraciones políticas como el hecho que China poseía bonos de la empresa, y este tema fue predominante.

Respecto a las inyecciones de capital que se dieron en las empresas rescatadas, afirma que él era partidario de esto, pero si se hubiera hecho bien. Si los contribuyentes hubieran recibido un valor adecuado por su parte y se hubieran introducido controles adecuados en los bancos. Considera que si bien los contribuyentes recibieron acciones preferentes y algunos *warrants*, obtuvieron resultados muy bajos incluso en comparación con algunas operaciones equivalentes que realizó la inversión privada. Aún en el caso en que los contribuyentes a través del gobierno se transformaron en el dueño principal, se rehusó ejercer control.

Afirma que los contribuyentes aportaron muchos billones de dólares y ni siquiera obtuvieron el derecho a averiguar en qué se gastaba el dinero.

En un artículo reciente (“La prueba de relevancia...”) indica Stiglitz “Con los tipos de interés cercanos a cero, la Reserva Federal de EU y otros bancos centrales están esforzándose por seguir siendo relevantes. La última flecha en su aljaba se llama relajación cuantitativa y es probable que resulte casi tan ineficaz para reactivar la economía de EU como cualquiera de los demás procedimientos a que la Reserva Federal ha recurrido en los últimos años.”

Señala que los créditos a empresas medianas y pequeñas siguen siendo inferiores a los hace algunos años. Las empresas grandes, agrega, están inundadas de liquidez de modo que una ligera reducción en los tipos de interés no será un incentivo relevante. Para él, las instituciones financieras siguen estando presas del criterio que lo único que los bancos centrales deben hacer para que la economía funcione es reducir los tipos de interés. Así esperan que la reducción de los intereses, ahora a largo plazo de resultado, cuando no lo ha dado la reducción a corto plazo. Es decir, es muy escéptico sobre los resultados a esperar de las políticas recientes.

Sugiere otras medidas como debilitar al dólar, tratando más directamente el alivio de las hipotecas, reexaminar más a fondo nuevas políticas económicas y vigilar los grandes flujos de recursos financieros, pero reitera que a su juicio, las medidas actuales no van a dar resultados significativos.

## Referencias

- Alcaly, R.E. "How They Killed the Economy". The New York Review of Books. Marzo 25, 2010.
- Berges, A. y Valero, F. "Basilea III aprieta, pero no ahoga". El País, setiembre 19, 2010.
- Ferguson, N. "The Ascent of Money". Penguin, 2009.
- Ibarra, D. "El caos financiero". Nuestro País. México. Enero 2009.
- Krugman, P. "The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008": W.W. Norton & Co. 2009.
- Krugman, P. y Wells, R. "The Slump Goes On: Why?". The New York Review of Books, septiembre 30, 2010.
- Krugman, P. y Wells, R. "The Way out of the Slump". The New York Review of Books, octubre 14, 2010.
- Lewis "The Big Short. Inside the Domsday Machine". Norton, 2010.
- Madrick, J. "At the heart of the crash". NYRB June 10, 2010
- Madrick, J. "Freefall America, Free Markets and the Sinking of the World Economy". (comentarios sobre el libro de Stiglitz) New York Review of Books, April 8, 2010
- Madrick, J. "They Didn't Regulate Enough and Still Don't". The New York Review of Books. Noviembre 5, 2009
- Mengle, D. "Credit Derivatives: an Overview". Federal Reserve Bank of Atlanta. 2007. Economic Review (FRB, Atlanta). Accesible por Internet.
- Morgenson, G. "Raters Ignored Proof of Unsafe Loans, Panel is Told". The New York Times, septiembre 27, 2010.
- Neftci, S.N. "Principles of Financial Engineering". Elsevier, 2004.
- Orlowski, L. "Stages of the 2007-2008 Financial Crisis: is there a Wandering Asset-price Bubble?". Economic E-Journal, 43, 2008.
- Rosnick, D. "The Rise and Fall of the American Residential Equity Empire". Center for Economic and Policy Research. Jul. 2009.

[www.obela.org](http://www.obela.org)  
31-Octubre-2011

Roubini, N. and Mihm, S. "Crisis Economics. A Crash Course in the Future of Finance". The Penguin Press, 2010.

Salmon, F. "The Formula that Killed Wall Street". Wired Magazine. 17.03 (23, 02, 2009)

Stiglitz, J.E. "Freefall. America, Free Markets and the Sinking of the World Economy". W.W. Norton & Co. 2010.

Stiglitz, J.E. "Prueba de relevancia de la Reserva Federal". (traducción). El País, octubre 10, 2010.

Tavares, M.C. Diversos artículos y conferencias sobre la crisis.

Varios. "What caused the collapse". An exchange. New York Review of Books. January 14, 2010

Volcker, P. "The Time We Have is Growing Short". New York Review of Books. June 24, 2010

## **El significado de algunas siglas y nombres importantes**

- ABS Asset backed securities (valores respaldados por activos)
- AIG American International Group ( gran empresa de seguros en EU)
- ARM Adjustable interest rate mortgages (hipotecas con tasas reajustables)
- CDO Collateralized Debt Obligations (valores basados en deuda garantizada)
- CDO<sup>2</sup> CDO de CDO, y se dan otros más complejos
- CDS Credit Default Swaps (permutas para impago de deudas)
- CBO Collateralized Bond Obligations (valores basados en bonos con garantías)
- CFTC Commodity Futures Trading Commission (Comisión para el comercio de futuros con commodities)
- Fannie Mae Federal National Mortgage Association (FNMA)
- FCIC Financial Crisis Inquiry Commission
- Freddie Mac Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC)
- Fed Federal Reserve (el banco central de EU)
- FDIC Federal Deposit Insurance Corporation (Corporación para el aseguramiento de depósitos)
- Hedge Funds Fondos de cobertura o fondos de alto riesgo
- ISDA International Swaps and Derivatives Association (asociación internacional de permutas y derivados)
- MBS Mortgage backed securities (valores respaldados por hipotecas)
- OTC Over the counter (sobre el mostrador)
- SEC Securities and Exchange Commission (comisión para la supervisión de valores y su comercio)
- Securitization Titulización, securitização (portugués)
- SIV Structured Investment Vehicles
- SPV Special Purpose Vehicles
- TARP Troubled Asset Relief Program (iniciado aún en el gobierno de Bush)