



Facultad de Ciencias Económicas y de Administración  
Universidad de la República

**UNIVERSIDAD DE LA REPUBLICA  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y DE ADMINISTRACION**

**TRABAJO MONOGRÁFICO PARA OBTENER EL TÍTULO DE  
CONTADOR PÚBLICO**

**LA CRISIS SUBPRIME Y SU IMPACTO EN LA BANCA MUNDIAL.**

**por**

**CARLA MACCHI  
RODRIGO PASEYRO  
PAOLA SCHILLACI**

**TUTOR: Rubén Darío Rodríguez**

**Montevideo  
URUGUAY  
2009**

# AGRADECIMIENTOS

A nuestras familias, pareja, amigos y compañeros por el enorme apoyo brindado a lo largo de nuestra carrera y principalmente en esta etapa.

En particular a Rubén Rodríguez, quien nos orientó y nos aconsejó en la elaboración de este proyecto.

Por último, agradecemos a todos aquellos que accedieron a ser entrevistados y a quienes indirectamente colaboraron para la realización de las mismas.

## **ABSTRACT**

Hemos vivido la mayor Crisis Financiera de los últimos tiempos, la cual tuvo su epicentro en la economía más poderosa del mundo, los Estados Unidos, propagándose a gran velocidad, tanto a las economías de los principales países europeos, como a las del resto del mundo.

Sus efectos fueron de tal magnitud que se tuvieron que tomar medidas nunca antes adoptadas por parte de los Bancos Centrales de las diferentes economías, provocando entre otros, nacionalizaciones bancarias, rescate de varias empresas privadas en peligro de bancarrota, importantes inyecciones de liquidez, grandes incentivos fiscales para reactivar el funcionamiento normal de la economía.

Todo lo antes mencionado, trajo aparejado un replanteamiento de funcionamiento del Sistema Financiero a nivel global.

# PRÓLOGO

Basándonos en la Crisis Financiera de los últimos tiempos, investigaremos los orígenes de la misma, analizaremos en qué fallaron los diferentes agentes involucrados, expondremos las consecuencias que trajo aparejada, tanto a nivel mundial como a nivel regional, y por último plantearemos nuestra visión acerca de lo acontecido.

Nuestro trabajo de investigación, no sólo se caracterizará por ser descriptivo, sino que también realizaremos trabajos de campo, entrevistando a entendidos en el tema, para de ésta forma aportar diferentes puntos de vista a la investigación.

Para la elaboración del presente trabajo y dado que se trata de un tema de actualidad, fue necesario establecer Junio de 2009 como fecha de corte para la evaluación de los hechos.

En el Capítulo 1 nos centraremos en la descripción de la Crisis. Para ello nos parece importante comenzar exponiendo el escenario que se vivía previo a su desencadenamiento, para luego desarrollar con profundidad cada una de las causas que provocaron la misma. Llegado a este punto, y luego de haber introducido al lector al tema, describiremos las etapas transcurridas y las medidas adoptadas para combatir los efectos de la Crisis. Por último, realizaremos una comparación con otras Crisis vividas en la historia del mundo, pues creemos que resulta interesante a la hora de evaluar la presente Crisis.

El Capítulo 2 lo dedicaremos a profundizar sobre los instrumentos financieros que estuvieron mayormente involucrados en la Crisis, así como también sobre la forma en que los mismos fueron utilizados.

En el Capítulo 3 analizaremos el rol que los principales agentes tuvieron durante la Crisis (en particular nos referiremos a los Bancos, Reserva Federal, Calificadoras de Riesgo, Hedge Funds, Fideicomisos y Compañías de Seguros). A los efectos de que el lector pueda tener una mejor comprensión del tema, resulta necesario describir previamente, cuales son las principales funciones y

cometidos de los referidos agentes, para luego, ver la implicancia que tuvieron los mismos en la Crisis Subprime.

Seguidamente, describiremos en el Capítulo 4 los principales impactos que sufrieron las economías del mundo, particularmente, la de EEUU, las economías europeas y las latinoamericanas. En este sentido, dedicaremos una mención especial a los impactos vividos en nuestro país.

Para finalizar, en el Capítulo 5 intentaremos plasmar nuestras reflexiones acerca de lo acontecido, dejando clara nuestra opinión acerca de las principales causas, de quiénes fueron los principales agentes involucrados y en qué fallaron. Por último, haremos un breve comentario de cuáles serán los posibles efectos en el futuro.

Finalmente, y como anexo al trabajo, se presentará la transcripción de las diferentes entrevistas realizadas a personas entendidas en el tema, que aportaron su visión.

Apostamos a realizar un trabajo que pueda servir como material de consulta, tanto para futuras generaciones de estudiantes, como para interesados en el tema.

# ÍNDICE TEMÁTICO

<b>1 INTRODUCCIÓN A LA CRISIS FINANCIERA</b> .....	1
1.1 - ESCENARIO PREVIO .....	1
1.2 - ANÁLISIS DE LAS CAUSAS DE LA CRISIS FINANCIERA.....	4
1.2.1 - Evolución al alza del precio de los inmuebles .....	6
1.2.2 - Incremento del ahorro externo .....	8
1.2.3 - Bajas tasas de interés.....	11
1.2.4 - Expansión del Crédito.....	11
1.2.5 - Otras Causas .....	13
1.3 - ETAPAS DE LA CRISIS .....	18
1.3.1 - Febrero 2007 – Diciembre 2007.....	18
1.3.2 - Enero 2008 – Agosto 2008.....	21
1.3.3 - Setiembre 2008 – Abril 2009 .....	22
1.4 - MEDIDAS ADOPTADAS PARA COMBATIR LA CRISIS .....	25
1.4.1 - Medidas gubernamentales .....	25
1.4.2 - Política monetaria.....	27
1.5 - COMPARACIÓN CON CRISIS ANTERIORES .....	28
1.5.1 - La Gran Crisis de 1929 en comparación con la actual: ochenta años después .....	29
1.5.2 - La Crisis Japonesa de los '90 en comparación con la actual.....	30
<b>2 INNOVACIÓN FINANCIERA</b> .....	33
2.1 - INTRODUCCIÓN .....	33
2.2 – SECURITIZACIÓN .....	35
2.2.1 - Definición de Securitización.....	35
2.2.2 - Orígenes.....	36
2.2.3 - Características de los activos a securitizar.....	36
2.2.4 - Participantes .....	38
2.2.5 - Ventajas de la Securitización.....	40
2.2.6 - Principales Estructuras .....	41
2.2.7 - Securitización de Hipotecas.....	42
2.2.8 - La Securitización en la Crisis .....	43

2.3 - DESCRIPCIÓN DE NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS .....	49
2.3.1 - Créditos NINJA .....	51
2.3.2 - Hipotecas ARM (Adjustable Rate Mortgage) .....	52
2.3.3 - Collateralized Debt Obligations (CDO) .....	54
2.3.4 - Credit Default Swaps (CDS) .....	57
<b>3 ROL DE LOS DIFERENTES AGENTES .....</b>	<b>60</b>
3.1 – BANCOS .....	60
3.1.1 - Introducción al concepto de Bancos.....	60
3.1.1.1 - Bancos Hipotecarios.....	60
3.1.1.2 - Bancos Comerciales .....	61
3.1.1.3 - Bancos de Inversión .....	62
3.1.2 - Los Bancos en la Crisis.....	64
3.2 - RESERVA FEDERAL .....	66
3.2.1 - Introducción.....	66
3.2.2 - Tasas de Interés .....	66
3.2.3 - Rescate de Bear Stearns .....	68
3.2.4 - Rescate de Freddie Mac y Fannie Mae .....	69
3.2.5 - Rol de los Fondos Soberanos.....	70
3.3 - CALIFICADORAS DE RIESGO .....	73
3.3.1 - Introducción.....	73
3.3.2- Impacto real de las agencias calificadoras y el efecto contagio.....	74
3.3.3 - Una evaluación de las agencias calificadoras .....	75
3.4 - HEDGE FUNDS .....	77
3.4.1 – Definición.....	77
3.4.2 - Características .....	77
3.4.3 - Principales diferencias entre los fondos de inversión Tradicionales y los Hedge Funds ..	78
3.4.4 - Los Hedge Funds en la Crisis .....	79
3.4.5 - Efectos .....	81
3.5 – FIDEICOMISOS .....	83
3.6 - COMPAÑÍAS DE SEGUROS .....	85
3.6.1 - Introducción.....	85
3.6.2 - Caso AIG.....	85
3.7 – SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC).....	87

<b>4 IMPACTO DE LA CRISIS .....</b>	<b>90</b>
4.1 - IMPACTO DE LA CRISIS EN EEUU .....	90
4.1.1- Introducción.....	90
4.1.2 - Principales áreas afectadas .....	92
4.2 - IMPACTO DE LA CRISIS EN EUROPA.....	96
4.2.1 - Francia.....	99
4.2.2 - Alemania .....	100
4.2.3 - España.....	102
4.3 – IMPACTO DE LA CRISIS EN ASIA.....	107
4.4 - IMPACTO DE LA CRISIS EN AMÉRICA LATINA.....	111
4.4.1 - Condiciones restrictivas para el financiamiento externo .....	112
4.4.2 - Reducción de la demanda externa .....	113
4.4.3 -Variaciones en los precios de las materias primas .....	114
4.4.4 - Reducción de los ingresos provenientes del turismo .....	116
4.4.5 - Crecimiento de la tasa desempleo .....	117
4.4.6 -Análisis del Impacto en Argentina, Brasil y Uruguay.....	118
<b>5 REFLEXIONES FINALES .....</b>	<b>127</b>
<b>ENTREVISTAS.....</b>	<b>132</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>159</b>

# 1 INTRODUCCIÓN A LA CRISIS FINANCIERA

La Crisis Financiera se desató de manera directa debido al colapso de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos durante el año 2006, que trajo aparejado a fines de 2007 la denominada Crisis de las Hipotecas Subprime. Las repercusiones de la Crisis Hipotecaria comenzaron a manifestarse de manera extremadamente grave desde inicios de 2008, contagiándose primero al sistema financiero estadounidense, y después al internacional, teniendo como consecuencia una profunda crisis de liquidez y causando indirectamente, otros fenómenos económicos, como quiebras financieras de organizaciones reconocidas mundialmente (Lehman Brothers, Bear Stearns, New Century), riesgo de continuidad del negocio de otras importantes firmas como ser Citibank Group, AIG, General Motors, Bank of America, Wells Fargo las cuales necesitaron importantes inyecciones de capital para no caer en bancarrota, nacionalizaciones bancarias (IndyMac Bank, Fannie Mae, Freddie Mac), constantes intervenciones de los Bancos Centrales en las principales economías, caídas de diferentes Bolsas de Valores. Todos estos factores, en conjunto, provocaron un deterioro de la economía global en términos reales, entre otros, aumento del desempleo, baja del salario real, disminución del consumo.

## **1.1 - ESCENARIO PREVIO**

Para entender cómo se desencadenó esta Crisis resulta imprescindible darle una lógica histórica, una secuencia de donde venimos, por eso tenemos que recordar que estamos saliendo, en términos globales, en términos de la historia del mundo, de un periodo donde hubo un crecimiento muy poco usual y que se dió por razones que es difícil que converjan en un momento dado y que en este caso convergieron. Nos referimos principalmente a la ocurrencia simultánea de un período de crecimiento acelerado del Producto Bruto Interno, de altos niveles de liquidez sin inflación y de la expansión de Internet a nivel global.

Entre los años 1997 y 2001 se vivió una corriente especulativa muy fuerte en la cual las principales bolsas de las naciones occidentales vieron un rápido aumento de su valor debido al avance de las empresas vinculadas al nuevo sector de Internet.

Dicho período se caracterizó por la fundación (y en muchos casos la quiebra) de un nuevo grupo de compañías basadas en las nuevas tecnologías de Internet, denominadas comúnmente empresas Punto Com.

Frente a esta situación y ante la creencia de la sociedad de que las acciones de tecnología nunca perderían su valor, la realidad indica que los ciclos en los mercados han sido, son y serán siempre iguales, pasan por épocas de euforia, pasan por épocas de depresión, pero lo normal es el ciclo. Era de esperar que el mercado de Internet no fuera la excepción, es así que a partir del año 2001 las empresas Punto Com, comenzaron una serie de cierres, fusiones, adquisiciones y despidos.

A efectos de tomar una dimensión del tamaño de la Crisis, el índice Nasdaq (bolsa electrónica de Nueva York) llegó en Marzo del año 2000 a cotizar por sobre los 5.000 puntos, llegando en poco tiempo a cotizar a 3.500, y en Octubre de 2002 su valor era de aproximadamente 1.300 puntos, situándose en valores similares a los de Diciembre de 1996.



Índice NASDAQ Composite 1994 - 2004

Extraída de [www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com)

Lo que resultó inusual de esta situación en la que se encontró el mercado fue la acción de los Bancos Centrales. En particular el Banco Central de Estados Unidos, la Reserva Federal (FED), optó por bajar la tasa de interés de referencia en dólares a su punto más bajo en 40 años, la tasa de corto plazo llegó al 1%. Esta medida permitió que los Bancos se fondearan y se hicieran de recursos a tasas

extremadamente bajas, lo cual fomentó que se prestara dinero a bajos costos, llevando a que la gente en vez de ahorrar su dinero (pues la tasa sería muy poco atractiva) comenzara a gastarlo.

Ante este nivel de liquidez en el que se encontró el mercado, lo lógico sería que la misma generara una importante presión inflacionaria.

Cabe destacar que cuando la economía empieza a tener un fuerte vigor al alza, hay elementos que comienzan a escasear, por ejemplo la mano de obra, pues si el mercado se encontrara en una situación de pleno empleo, se tiene que optar por ofrecerle trabajo a quien ya está empleado, incentivándolo mediante remuneraciones superiores a las actuales. De esta forma se empieza a generar inflación, se empieza a generar una presión en los costos que tienden a subir.

Lo particular de todo este proceso fue que se dieron altos niveles de crecimiento de la economía, sin inflación.

Uno de los principales factores que incidió en que esto ocurriera fue la aparición de Internet, ya que tanto las herramientas que aportó la misma, así como la globalización, incrementaron la productividad de la mano de obra y permitieron que se integraran al proceso productivo del mundo pobladores de países muy densamente poblados (Brasil, India, Rusia, China).

Al no haber inflación se produjo un período de crecimiento inusual, particularmente largo. Generalmente cuando surge inflación, los Bancos Centrales se ven obligados a aumentar la tasa de interés de referencia para combatir la misma; en este caso las economías no tuvieron que subirla pues no tenían presión inflacionaria y la productividad creció en forma importante.

En resumen, podríamos decir que Estados Unidos se encontraba en un periodo donde había mucha liquidez y tasas de interés muy bajas, lo que provocó que la gente empezara a mantener altos niveles de consumo.

Es en este escenario que hemos descrito, en el cual se desarrolla la Crisis Hipotecaria.

## **1.2 - ANÁLISIS DE LAS CAUSAS DE LA CRISIS FINANCIERA**

En base a las condiciones en que se encontraba el mercado de Estados Unidos, donde predominaba la hiperabundancia de liquidez y tasas de interés muy bajas, el mercado inmobiliario vivía una situación muy particular.

Debido al aumento de la oferta de créditos con bajas tasas de interés, la población a la hora de adquirir un inmueble le daba más prioridad al valor de la cuota mensual que debería pagar, que al valor total del mismo, es decir se preguntaban si podrían afrontar los pagos mensuales, sin importarles cual era el precio real del bien.

Este hecho trajo aparejado que la gente accediera a comprar propiedades cada vez más caras. Debido a la creencia generalizada de que el precio de las propiedades subiría en forma ininterrumpida, los americanos empezaron a pensar que ya no era necesario ahorrar, sino que el inmueble ahorraría por ellos; Estados Unidos llegó a tener por primera vez en su historia tasas marginales de ahorro negativas, es decir gastaban más de lo que ganaban.

Si bien se dió una revaluación muy alta en los niveles de precios de los inmuebles, esto no trajo aparejado un incremento en el patrimonio de los propietarios, pues los mismos valiéndose de ese aumento de valor tomaban una segunda hipoteca para obtener más dinero y así seguir consumiendo. Traduciendo este hecho en términos numéricos, el gasto en consumo representaba el 72% de la economía estadounidense, y si consideramos que ésta equivale al 24% de la economía mundial, entonces, el consumo americano significaba un 17% de la economía mundial.

La propia reducción de la tasa de interés afectó la rentabilidad de los Bancos, quienes básicamente trataron de incrementar su margen bajando los estándares de crédito y otorgando préstamos de alto riesgo.

En este entorno de bajas tasas de interés, fácil acceso al crédito hipotecario, búsqueda de propiedades cada vez más caras, el sector inmobiliario vivió un gran crecimiento en su actividad, provocando el surgimiento de distintos tipos de intermediarios que trataron de beneficiarse de esa bonanza.

El mercado hipotecario comenzó a operar bajo el siguiente esquema:



En primer lugar, surgen los corredores de hipoteca los cuales tenían como único objetivo conseguirle al deudor el crédito más barato posible; los mismos ganaban más cuantas más hipotecas lograban colocar, no tenían ningún interés en la capacidad de pago del deudor.

También para el Banco deja de ser importante la capacidad de pago del mismo, ya que éstos se deshacían de los créditos vendiéndolos a las agencias federales como portafolios de hipotecas. Las agencias volcaban dichos portafolios al mercado emitiendo bonos amparados por las propias hipotecas. De esta forma vemos que el mercado hipotecario se bursatilizó, se titularizó, perdiendo de vista el factor clave: ¿El tomador del préstamo podrá pagar su crédito?

Bajo este esquema vemos que quien se ve perjudicado si el deudor no paga, es el inversionista, es decir quien compró los bonos.

Los intermediarios financieros viendo que este era un buen negocio y que había mucha demanda por crédito crean una serie de hipotecas novedosas, una muy usual es la hipoteca ARM (Adjustable Rate Mortgage), la cual se caracteriza por ser un crédito hipotecario de tasa de interés variable, generalmente ajustada cada doce meses, luego de un período inicial de baja tasa de interés. El reajuste se calcula agregando un número fijo de puntos porcentuales a un índice que se mueve al alza o a la baja según las condiciones del mercado.

Este tipo de hipoteca resultó atractiva para la población, pues creían que podrían compensar el incremento de la tasa de interés con el aumento en el valor de la propiedad, tomando una nueva hipoteca (garantizada por el inmueble) y con esta saldar la anterior, repitiendo este proceso subsiguientemente mientras siga subiendo el valor del inmueble.

El problema aquí, es que no sólo no siguió subiendo el valor de las propiedades, sino que incluso comenzó a bajar, con lo cual el valor del crédito se tornó superior al valor del inmueble.

Esta situación se acentuó cuando los Bancos crearon los “Créditos Ninja” (No Income, No Job or Assets), no importaba que quien solicitara el crédito no tuviera ingreso, ni trabajo, ni activos, de todos modos el Banco le presta dinero.

Antes de abordar las etapas que experimentó la Crisis, creemos imprescindible describir en forma detallada cada una de las causas que, a nuestro entender, dieron origen a la misma.

### **1.2.1 - Evolución al alza del precio de los inmuebles**<sup>1</sup>

En muchos países los precios reales de las propiedades aumentaron llegando a los niveles más altos en la historia, países como España, Inglaterra, Australia, Holanda y Estados Unidos alcanzaron niveles récord en relación con los alquileres y los salarios.

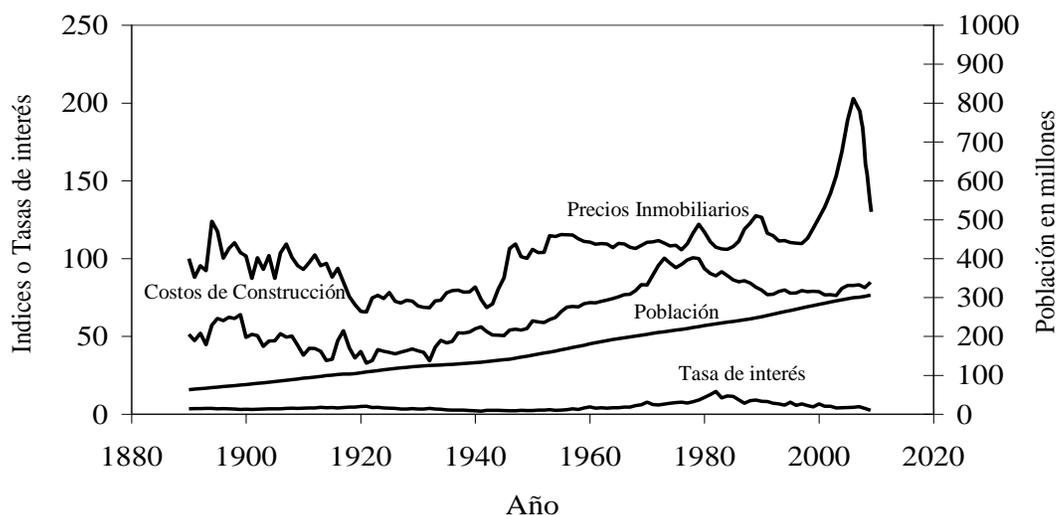
El llamado “Boom Inmobiliario” se desarrolló básicamente entre los años 2000-2005, pero fue ya a partir de 1995 en EEUU donde se notó un aumento exponencial en el valor de los mismos. Sin embargo las variaciones en las tasas de interés, el crecimiento de la población y los costos de construcción no tienen ningún tipo de correlación con este crecimiento exponencial, ya que a comienzos de la presente década los costos de construcción estaban declinando, las tasas de interés habían bajado y no había cambios en el crecimiento poblacional.

El profesor Robert Shiller en su libro “Irrational Exuberance” presentó el siguiente gráfico que ilustra claramente estos hechos.

---

<sup>1</sup> “El Colapso de Wall Street” (Diego Iturburu, 2008)

### La Burbuja Inmobiliaria en los EEUU



Fue a mediados del año 2006 donde comenzó el descenso de los precios de los bienes raíces, principalmente en California, Florida, Nevada y Arizona.

La población hasta entonces creía que el precio de los inmuebles subiría en forma ininterrumpida, viendo en ello una gran oportunidad de aumentar su patrimonio.

El origen de esta etapa caracterizada por la suba de precios de los inmuebles se produjo por la fuerte demanda de viviendas, fundamentalmente en áreas urbanas, conducida no sólo por el ingreso real disponible y las bajas tasas de interés de los préstamos hipotecarios, sino principalmente por la congruencia de una serie de factores, entre ellos:

- Las expectativas de la suba continua del precio de los inmuebles ya mencionadas, llevaron a la gente a comprar propiedades porque pensaban que luego las venderían a precios superiores. Este hecho provocó un fenómeno denominado “Contagio Social”, el cual consistía en que la gente tomaba sus decisiones de inversión en función de la conducta de la mayoría de los individuos, ante la creencia de que tanta gente no se podía equivocar.
- El crecimiento de los créditos acompañados de políticas más flexibles, llegando así a crearse los llamados créditos “Ninja”.
- La securitización facilitó que los Bancos a la hora de otorgar estas hipotecas, ya no se preocuparan por la capacidad de repago, al haber distribuido el riesgo en el mercado.

Es interesante destacar que la Crisis de Hipotecas surge en el mercado hipotecario de EEUU, ya que, producto de la fuerte demanda, se produce un boom de la construcción que provocó un exceso de oferta de las mismas y, por otro lado, el fácil acceso al crédito fue mayor que en otros países.

Este cambio de políticas en el otorgamiento de los créditos apuntó a otorgar préstamos a los sectores más riesgosos, motivados por el deseo de hacer más accesible la oportunidad de ser propietarios a personas que fueron excluidas anteriormente, junto con esto, los prestamistas extendieron también en gran medida la concesión de créditos de baja calidad (Subprime y Alt-A<sup>2</sup>). Esta situación derivó a que entidades prestamistas se focalizaran en el valor de las garantías y no en la capacidad de repago de los prestatarios, bajando así las exigencias en cuanto a requerimientos de ingresos y activos para acceder al crédito.

Dentro de este escenario con revaluaciones continuas de los inmuebles, tasas de interés bajas y pocas exigencias para acceder al crédito, fue que la población comenzó a endeudarse, el problema surgió cuando el valor de los inmuebles comenzó a bajar, la Reserva Federal aumentó las tasas de interés de referencia, llevando a la población americana a dejar de pagar sus hipotecas y consecuentemente a abandonar sus casas, lo que a su vez aumentó la oferta de propiedades y profundizó la caída de los precios.

### **1.2.2 - Incremento del ahorro externo**<sup>3</sup>

Para entender el origen de las turbulencias financieras internacionales resulta conveniente incorporar cierta perspectiva histórica y analizar el equilibrio entre déficit y superávit externo de los principales países.

Países de Oriente Medio y los exportadores de petróleo están acumulando elevados superávit por cuenta corriente, y el comercio y las inversiones asiáticas han reducido su dependencia de EEUU y han aumentado significativamente la actividad intra-área y con Europa.

---

<sup>2</sup> Préstamo hipotecario que califica para tasas preferentes, pero no son elegibles para estas tasas por otras razones, como puede ser falta de documentación probatoria de ingresos.

<sup>3</sup> “Informe de la Perspectiva Económica Mundial” (Fondo Monetario Internacional, Abril 2007)

### El déficit exterior en EEUU: una explicación

En el año 2001 la economía mundial atravesaba una recesión, lo que demostraba que la así llamada “nueva economía” no había logrado dejar atrás los ciclos económicos. El estallido de la burbuja de Internet provocó un exceso de capacidad instalada en muchos sectores de la economía estadounidense y en 2001 las empresas se vieron obligadas a sanear sus balances y su excesivo endeudamiento. El Gobierno estadounidense del presidente Bush aplicó un amplio programa de reducción de impuestos que, unido al incremento del gasto militar asociado a las guerras de Afganistán e Irak, hizo desaparecer el superávit público. Por otro lado, la Reserva Federal también llevó a cabo una agresiva política monetaria expansiva desde el año 2000, bajando sus tasas de referencia hasta el 1%, tras los atentados del 11 de Setiembre en Nueva York y Washington.

Ambas políticas surtieron efecto y consiguieron que la recesión fuese muy corta, pero a costa de provocar un fuerte aumento del déficit exterior. De hecho, en 2006 el déficit por cuenta corriente de EEUU superó los 850.000 millones de dólares, un 6,5% del PIB y más del doble del registrado en el año 2000. El estímulo fiscal y monetario surtió efecto y en 2003 la economía de EEUU inició una senda de recuperación que la llevó a crecer por encima del 4,5% anual al inicio de 2004.

China tomó un papel predominante en el comercio exterior de EEUU. El valor de las importaciones procedentes del país asiático supuso un 16% del total en 2006, cinco puntos porcentuales más que al inicio de 2003.

Por otro lado el valor de las importaciones estadounidenses se ha visto afectado por la fuerte subida de los precios del petróleo y del resto de materias primas en los tres últimos años, mientras que los precios de las importaciones chinas han sido ligeramente deflacionistas; por lo tanto, si medimos el peso en términos de volumen de comercio, el aumento ha sido mucho mayor, situando a China como el principal proveedor de EEUU, junto a Canadá, y superando ampliamente a México.

China se aprovechó del crecimiento de EEUU, pero mantuvo su esfuerzo ahorrador, por lo que la mayor parte de su crecimiento se ha materializado en un elevado y creciente superávit por cuenta corriente. El exitoso modelo de desarrollo chino se ha sustentado en sus exportaciones y el Gobierno es muy reacio a permitir una apreciación de su divisa que ponga en riesgo su competitividad.

Más allá del enorme peso que el comportamiento de la economía china (y su política cambiaria) tiene en el sistema financiero mundial, desde 2005 el crecimiento global ha diversificado sus fuentes.

Saldo de la balanza por cuenta corriente (USD miles de millones)

	2003	2004	2005	2006
CIS (antigua URSS)	36	63	88	99
Asia (incluida China)	83	89	165	253
Oriente Medio	60	99	189	212
China	46	69	161	239
Alemania	46	118	128	146
Japón	136	172	166	170
España	-31	-55	-83	-108
EEUU	-528	-665	-792	-857

Fuente: FMI, Perspectivas Económicas Mundiales, Abril 2007.

El fuerte aumento de la demanda interna estadounidense en 2003 reactivó el ciclo expansivo mundial, lo que se reflejó en un fuerte incremento de la demanda y de los precios de todas las materias primas (especialmente del petróleo), que impulsaron el crecimiento en un gran número de economías.

La Tabla muestra el fuerte aumento del superávit de balanza por cuenta corriente en las antiguas repúblicas soviéticas y especialmente en Oriente Medio, que han tomado un papel estelar entre los principales ahorradores del planeta. China registró en 2006 el mayor superávit por cuenta corriente del mundo, pero supuso aproximadamente una cuarta parte del déficit estadounidense. El resto de la financiación provino de Japón y los países productores de petróleo y materias primas.

En 2006 se produjo un freno en el boom residencial en EEUU y la economía disminuyó su crecimiento. Sin embargo, la economía mundial continuó creciendo a un 5,4%, la mayor tasa desde los años setenta. China es la nueva locomotora, al ser la responsable del 30% del crecimiento. No obstante, si se añaden Europa del Este, las antiguas repúblicas soviéticas y Oriente Medio, juntas registraron crecimientos superiores al 6% en 2006 y explicaron el 12% del crecimiento mundial, la misma contribución que EEUU y casi el doble de Europa.

Aún así, no sería posible explicar los desequilibrios globales sin entender que los flujos financieros han dominado la globalización, muy por delante de los flujos comerciales y migratorios. Las bajas tasas de interés de largo plazo, las mínimas primas de riesgo y, sobre todo, la elevada accesibilidad al crédito, han permitido al sistema financiero internacional canalizar flujos desde los países ahorradores hasta los deudores, amplificando el ciclo expansivo mundial.

Por último hay que reiterar que la baja tasa de ahorro de la economía de EEUU es la principal causa que pone en cuestión la sostenibilidad del déficit exterior. Con una tasa de ahorro estructuralmente tan baja, las perspectivas de corrección del desequilibrio exterior no son muy optimistas y el envejecimiento de la población complicará aún más el escenario en la próxima década. Por lo tanto, EEUU seguirá siendo una economía muy dependiente del ahorro externo durante muchos años.

### **1.2.3 - Bajas tasas de interés**

Todo se remonta a la recesión del 2001. Con el apoyo de la Reserva Federal, el presidente George Bush impulsó una rebaja de impuestos. La Reserva Federal no tenía muchas opciones de política monetaria si deseaba cumplir su mandato de conservar el crecimiento y el empleo: tenía que bajar las tasas de interés, cosa que hizo insólitamente hasta llegar al 1%.

Teóricamente, las tasas bajas hacen que las empresas pidan más préstamos para invertir, y el aumento del endeudamiento trae aparejado más activos productivos. Lejos de ésto, el crédito sirvió para alimentar una vorágine de endeudamiento para la especulación, que multiplicó la masa de capital líquido que circula en busca de ganancias rápidas, por la falta de oportunidades para obtener ganancias en la producción de bienes y provisión de servicios; fue así que frente a la falta de alternativas, la masa de dinero que buscaba oportunidades de valorización, se volcó especialmente a la especulación inmobiliaria.

### **1.2.4 - Expansión del Crédito**

En todas las Crisis que han ocurrido a lo largo de la historia, podemos notar que existe, previo a cada una de ellas, un largo período de crecimiento de los créditos, favorecido en gran parte por el contexto benigno que se vive; este contexto favorable incita a la gente a tomar mayor endeudamiento.

De esta manera, los Bancos, en el afán de obtener más ganancias, deciden correr mayores riesgos, disminuyendo los estándares crediticios y prestando dinero a clientes más riesgosos (personas con mal historial crediticio y dudosa capacidad de pago).

Nos encontramos entonces, en una situación en la cual los Bancos prestan en forma abusiva y la gente se sobre expone a los créditos.

Esto mismo sucedió en el mercado subprime, los prestatarios eran más riesgosos, tenían peor historial de crédito y en general ofrecían menores garantías.

Un factor importante que provocó la expansión del mercado Subprime fue el largo y sostenido crecimiento del valor de las propiedades, favorecido por las bajas tasas de interés y por el aumento en los ingresos. Asimismo, al aumentar el valor de las propiedades, aumenta también el valor de la garantía de las hipotecas, creciendo por consiguiente el incentivo a contraer nuevos créditos.

Otro factor clave para la expansión de los créditos fue la securitización, que si bien permitió bajar el costo de financiación de las hipotecas, provocó que los Bancos a la hora de otorgar préstamos tuvieran menos cuidado en el control de los riesgos asociados al mismo, pues a través de esta herramienta se deshacían de los riesgos, traspasándolos al mercado.

Vale aclarar que con esto no nos referimos a que sea malo conceder préstamos a personas de baja calificación crediticia (ya que de ésta forma más americanos pudieron acceder a su vivienda propia), pero si los Bancos llegan a la instancia de otorgar ésta clase de créditos, lo lógico sería que en vez de disminuir los controles, los aumentaran, debería hacerse un mayor seguimiento de los prestatarios, establecerse normas más estrictas de garantías y adecuarse las tasas de interés a los niveles de riesgo.

Lamentablemente esto no fue así, sino que por el contrario se relajaron los estándares de concesión de créditos; un claro ejemplo de ellos son los créditos Ninja, en los cuales se concedía crédito a personas sin ingresos, sin trabajo y sin activos.

Un aspecto interesante de la expansión del crédito en Estados Unidos es que, a diferencia de lo que ocurrió en Europa, la concesión de nuevos préstamos se basó en las garantías en lugar de basarse en las expectativas de pago. Como muchos de los préstamos eran hipotecarios, la garantía era una propiedad, que dado la situación que vivía la economía, aumentaba su valor permanentemente, por lo tanto el crédito era ampliado y su extensión era utilizada para otros fines (en 2007 se compraron aproximadamente 2 millones de vehículos con fondos provenientes de créditos hipotecarios).

Esta situación deja evidenciado un alto riesgo si el precio de las propiedades bajara, ya que en ese caso las garantías perderían su valor.

### **1.2.5 - Otras Causas**

Esta Crisis, a diferencia de las que se habían suscitado hasta el momento tuvo la característica peculiar de que sus efectos se propagaron y se seguirán propagando a la gran mayoría de los países del mundo y no sólo se concentrarán en el país o región en donde ocurrieron los fenómenos descritos anteriormente. Esto se dió principalmente debido a situaciones nunca antes ocurridas; nos referimos a las innovaciones que existieron en materia de productos de crédito, al ineficaz sistema de contralor en el área financiera y la incorrecta forma de asignación de riesgos a los propios productos.

Todos estos factores vieron potenciados sus efectos devastadores y expansivos gracias al fenómeno de la globalización; es importante remarcar este punto pues en otras épocas, sin el avance de las comunicaciones que tenemos hoy en día, la Crisis hubiera afectado en forma limitada a los EEUU y a los países regionales.

#### Innovaciones de productos financieros

Nos referimos a la securitización o titularización de los créditos hipotecarios; los Bancos “empaquetaban”, reunían las hipotecas convirtiéndolas en títulos negociables que devengaban interés. De esta forma vemos que los créditos hipotecarios no eran mantenidos por los emisores, sino que se transformaban en otro tipo de activos, los cuales eran vendidos a inversores interesados en obtener altas rentabilidades.

Un elemento esencial en éste tipo de producto financiero es el riesgo que tiene asociado, ya que de él depende el retorno y por consiguiente la demanda que tendrá por parte de los inversores.

En el caso concreto de los títulos hipotecarios, los mismos eran segmentados por los Bancos en diferentes niveles o tramos, los cuales tenían lógicamente diferentes niveles de riesgo; esto era muy atractivo para los inversores pues era un producto diversificado y a su vez estaba garantizado por los inmuebles que habían sido adquiridos con los propios préstamos. Los diferentes segmentos no sólo se diferenciaban entre sí por el nivel de riesgo asociado en ellos sino también por el orden de cobro

que tenían los inversores, esto significaba que si no se obtenían parte de los flujos de caja esperados como consecuencia del impago de algún crédito, entonces los tenedores de los títulos del segmento inferior eran los primeros en absorber las pérdidas; si esto continuaba ocurriendo el siguiente segmento dejaba de percibir su pago y así sucesivamente.

El problema que desencadenó la Crisis actual fue que a medida que se vieron disminuidos los flujos de fondos esperados (disminución de pago de préstamos), los tenedores de los bonos de tramos superiores empezaron a tener desconfianza y por consiguiente decidieron desprenderse de los mismos, vendiendo los activos a precios muy por debajo del que los habían adquirido y comprando activos más seguros.

La razón principal para la creación de estos riesgosos tipos de productos financieros fueron los múltiples beneficios que obtenían los distintos actores del sistema; los Bancos ganaban dinero sin estar expuestos al riesgo de liquidez y de mercado; los corredores de hipotecas ganaban una comisión por cada nuevo crédito que colocaran; las agencias hipotecarias y los emisores de los títulos también ganaban una comisión por cada nuevo activo emitido, los propios inversores (compradores de los títulos) también se vieron beneficiados ya que podían invertir en títulos segmentados en distintos niveles de riesgo y garantizados con los inmuebles adquiridos con los préstamos, y por último el mercado inmobiliario en su conjunto, el cual vivió una etapa de expansión jamás antes vista.

Un punto a destacar es que la mayoría de los títulos más riesgosos (aproximadamente el 80%) fueron vendidos a inversores de diferentes partes del mundo, provocando de esta manera la expansión de la Crisis a todo el planeta.

#### Ineficaz sistema de contralor en el área financiera.

La Crisis actual ha mostrado las consecuencias que puede provocar el desconocimiento de los riesgos y su limitado manejo por parte de los Bancos. Pero también ha dejado en evidencia las fallas en la regulación y la inadecuada supervisión por parte de los reguladores. Sin dudas podríamos decir que los reguladores y supervisores no fueron eficaces en su tarea de mantener la estabilidad financiera.

Ya hemos visto que en las últimas décadas los mercados financieros han venido sufriendo un rápido y profundo proceso de cambio, el cual ha ocasionado, entre otras cosas, el desarrollo de nuevos y complejos productos financieros, el surgimiento de nuevos vehículos de inversión y nuevos intermediarios financieros no bancarios. Este proceso de cambio exigió a los reguladores y supervisores una amplia capacidad de adaptación a los cambios del mercado, que no siempre fue posible.

La falta de una adecuada regulación en Estados Unidos estimuló un gran desarrollo de la “ingeniería financiera”, a través de la cual los Bancos podían distribuir los riesgos en el mercado y obtener mayores rentabilidades. A raíz de esto, se produjo una notable expansión de nuevos y complejos instrumentos financieros, que en muchas ocasiones escapaban a las regulaciones. Los productos estructurados de crédito se comercializaron a través de “vehículos especiales” que no estaban sujetos a supervisión bancaria.

La rapidez con la que creció la innovación financiera llevó a crear estructuras que dificultaban ver los riesgos que se estaban asumiendo. La Securities and Exchange Comisión (SEC) no pudo seguir el ritmo a la creciente innovación que se estaba viviendo, incluso las propias autoridades y reguladores subestimaron el impacto y las consecuencias de los nuevos productos.

Los Bancos de inversión se veían fuertemente incentivados para que esta situación continuara, ya que la falta de transparencia y de regulación permitía mayores ganancias.

Igualmente corresponde aclarar que si bien la gente se quejaba que no había suficiente regulación, esto no fue lo único que ocasionó la Crisis. En muchos ámbitos, existían regulaciones, pero la Crisis se encargó de demostrar que las regulaciones existentes no eran suficientes y que los reguladores no advirtieron este hecho.

La regulación y supervisión financiera tiene como principal objetivo garantizar la estabilidad del sistema financiero. Para lograr dicho cometido, los reguladores deben velar por la solvencia de las instituciones financieras y cuidar los intereses de los usuarios de los servicios financieros. Sin embargo, dichos usuarios se han visto perjudicados por la quiebra de varias instituciones, por la contracción crediticia y por las irrupciones en los mercados financieros.

De la misma forma que los Bancos no supieron comprender los riesgos asociados a los productos que estaban volcando al mercado, el rápido desarrollo de la innovación financiera dejó a los supervisores desconcertados.

Por otro lado, también los reguladores confiaron excesivamente en la capacidad de los Bancos de manejar sus riesgos, influenciados en gran medida por la creencia ideológica de que la sobre regulación es el peor de los males. Para sostener esta medida se fundamentaron en la mano invisible del mercado, confiaron en el poder correctivo del libre mercado. Lo que falló en este sentido es que para poder apoyarse en la disciplina del mercado, hay que primero corregir una serie de aspectos que amenazan la misma, entre otras cosas, los incentivos a transferir los riesgos, los conflictos de intereses de las agencias calificadoras, la confianza en los modelos internos de valuación de riesgos de los Bancos.

A modo de ejemplo, veremos como fallaron 3 de los principales organismos de los Estados Unidos: la Reserva Federal, la Securities and Exchange Commission y el Departamento de Hogares y Desarrollo Urbano (HUD por su sigla en inglés).

- La Reserva Federal disponía de información sobre el crecimiento desmedido de los créditos, sobre la gran expansión de los créditos Subprime y sobre el relajamiento de las políticas crediticias. Lo más grave de la situación es que teniendo poder para modificar las políticas excesivamente riesgosas de los Bancos, no lo hizo. Tampoco tomó medida alguna, cuando diversos agentes le advirtieron que se estaban realizando préstamos que excedían las capacidades de pago de los prestatarios, simplemente se limitó a confiar en el poder de autorregulación de los mercados financieros.

También fue conciente que las bajas tasas de interés incentivaban estas políticas más riesgosas, pero priorizó otros aspectos de su política monetaria.

- Otro agente que tuvo importantes fallas en su labor de supervisión fue la Securities and Exchange Commission (órgano que supervisa el mercado de valores en Estados Unidos y las compañías financieras que venden títulos), pues no fue capaz de detectar cómo se venían deteriorando los balances de los Bancos de inversión, debido a sus conductas cada vez más

riesgosas, cómo aumentó notoriamente el uso de operaciones de derivados y complejos títulos financieros respaldados por hipotecas. Este hecho quedó en evidencia con el colapso de Bear Stearns; si bien la SEC sabía que el Banco de inversión estaba fuertemente apalancado y estaba sumamente concentrado en títulos hipotecarios, no tomó ninguna medida.

- Finalmente otro agente que tuvo grandes fallas fue el Departamento de Hogares y Desarrollo Urbano (HUD), ya que por su actuación fomentó la expansión de las hipotecas subprime, presionando a las agencias americanas Freddie Mac y Fannie Mae a aumentar su portafolio de préstamos subprime, a través de la recompra a los Bancos en el mercado secundario. Con su accionar la HUD intentaba beneficiar a los sectores de bajos ingresos a comprar sus casas, pero por el contrario terminó llevándolos a dejar de pagar sus hipotecas y a perder sus propiedades. Tampoco supervisó de manera adecuada a las dos agencias americanas, no pudiendo evitar su quiebra.

En resumen, la principal crítica que se le hace a los supervisores y reguladores es su mala actuación, ya que no consideraron seriamente la información que estaba disponible y las señales de alerta que se habían activado. Estos tenían la responsabilidad de haber prevenido la Crisis, o por lo menos haber amortiguado sus impactos. También las autoridades tenían la responsabilidad de prevenir la práctica de préstamos irresponsables, excesivamente riesgosos, pero no lo hicieron.

### Inadecuada valoración del riesgo

En todas las crisis sistémicas, siempre podemos observar altos niveles de exposición al riesgo y esta vez no fue la excepción, los signos de riesgos excesivos estaban presentes, sin embargo los mismos no fueron atendidos de manera adecuada por los agentes y las autoridades.

Como mencionamos anteriormente, el sólido crecimiento económico de Estados Unidos, y de la economía en su conjunto, condujo a un período de gran expansión económica, creciendo incluso por encima de la tendencia histórica, llevando a entendidos en el tema a pensar que podría ser el fin de los ciclos económicos (como ya dijimos, las economías viven indefectiblemente un ciclo, pasan por épocas de euforia, pasan por épocas de depresión).

Frente a esta situación, mucha gente tenía expectativas irreales de altos y estables retornos en el mercado, lo cual condujo a potenciales inversores a tomar más riesgos de los que tomarían dadas otras condiciones de mercado, motivados sobre todo por el hecho de potenciales futuras ganancias.

En un entorno de “bajos riesgos” y altos rendimientos, y en el cual predominaba una creencia generalizada de que el precio de los activos subiría en forma ininterrumpida, mucha gente comenzó a contraer deuda y a correr riesgos, incrementando de esta forma los niveles de exposición de la economía al riesgo.

En el afán de obtener la mayor rentabilidad posible, aquellos inversores que tenían mucha liquidez comenzaron a invertir en títulos que significaran altos niveles de retorno. Un ejemplo claro de esta clase de títulos, son las hipotecas Subprime (hipotecas de baja calidad crediticia, por ejemplo: Créditos Ninja, ARMs, etc.), las cuales, a través de la securitización fueron ofrecidas al mercado. Dichas hipotecas fueron volcadas al mercado básicamente bajo la forma de CDOs (Collateralized Debt Obligations), es decir productos estructurados emitidos por los Bancos de inversión, que permiten a los inversores tomar posesión de diferentes créditos, garantizados por activos riesgosos.

Podemos ver entonces, una contradicción en el mercado, ya que previo al estallido de la Crisis los indicadores de riesgo eran bajos, sin embargo los fuertes y sostenidos aumentos en los precios de los activos y en los niveles de crédito, así como las flexibles políticas de concesión de créditos y las bajas tasas de interés, eran claros síntomas de que el riesgo, independientemente de la creencia de la sociedad, iba en aumento.

### **1.3 - ETAPAS DE LA CRISIS**

#### **1.3.1 - Febrero 2007 – Diciembre 2007**

Fue a principios de 2007, con el aumento de la morosidad de los créditos de alto riesgo donde se empezaron a vislumbrar los primeros síntomas de los severos problemas que tuvo el mercado crediticio que luego conducirían al acaecimiento de la mayor Crisis Financiera de los últimos tiempos.

Con la caída generalizada en el precio de las propiedades, el aumento de las tasas de interés y la cantidad excesiva de préstamos que se habían colocado en el mercado, se produjo un aumento significativo de incumplimiento de pago de los mismos, en especial de los créditos subprime. En Febrero de 2007 el Wall Street Journal advertía sobre el peligro de las hipotecas subprime, así como el problema generado por los impagos de otros productos hipotecarios. En mayo, los fondos basados en hipotecas Subprime comienzan a ser severamente criticados por los analistas, y los principales inversores (como Lehman Brothers Holdings Inc.) comienzan a huir de las hipotecas, tanto de las de alto riesgo como de las de bajo riesgo, negándose a dar más dinero a las principales entidades hipotecarias, las cuales comienzan a acusar falta de liquidez en contratos hipotecarios previamente comprometidos; para ese entonces desde la Reserva Federal se advierten los primeros síntomas de la Crisis.

La percepción de Crisis aumentaba a medida que entidades de gran prestigio o de gran volumen de negocio comenzaban a dar señales de desgaste financiero. De esta forma los inversores, preocupados por la situación ya más generalizada en todo el mercado financiero-hipotecario buscaban refugiarse en bonos de mayor calidad por lo que éstos empezaron a subir su cotización; es en esta etapa en donde las bolsas de valores se desplomaron, aumentando de esta forma la creencia por parte de la gente de que se estaba frente a una Crisis que sería prolongada.

En Marzo de 2007 la Bolsa de Nueva York retira de sus índices a la hipotecaria New Century por insolvencia y presunto delito contable. En el mes de Abril el FMI alerta sobre la reducción del mercado de las hipotecas prime en favor de las subprime. La institución internacional, en un informe publicado ese mes, calcula que "en Enero de 2007 existían en Estados Unidos 4,2 billones de euros en bonos ligados a las hipotecas de alto riesgo, de los cuales 624.000 millones de euros pertenecían a mediados de 2006 a inversores no estadounidenses".

En Junio se conoce que varios fondos flexibles (Hedge Fund), que invertían en deuda titularizada, de una importante gestora de fondos, Bearn Sterns, entran en quiebra. En el mes de Julio, según la Reserva Federal, las pérdidas generadas por las hipotecas Subprime se situaban ya entre los 50.000 y los 100.000 millones de dólares.

Ante la creciente incertidumbre de los inversores respecto a la dimensión de las pérdidas reales que podían sufrir, los mismos comenzaron a desprenderse no sólo de los títulos respaldados con hipotecas de alto riesgo, sino también de los activos con mejor calificación crediticia, afectando de esta manera a otros sectores de crédito (como las hipotecas comerciales).

De esta forma, vemos que el problema empezó a extenderse a otros sectores del sistema financiero; los Bancos comenzaron a reducir la oferta de crédito, lo que sumado al aumento generalizado del precio de las viviendas hizo que la demanda de las mismas se desmoronara.

La contracción del mercado de títulos de Obligaciones de Préstamos Garantizados, llevó a paralizar el importante mercado de “Compras Apalancadas”; esto produjo que se comenzaran a complicar los negocios de las instituciones bancarias.

La falta de transparencia, sumada a la incertidumbre y la desconfianza que los inversores tenían de las calificadoras de riesgo las cuales no habían determinado en forma correcta los riesgos inherentes a los activos más riesgosos, trajo aparejado el abandono por parte de los mismos de todas las categorías de activos bursátiles.

De esta forma vemos que la Crisis ya para ese entonces se había extendido al mercado de crédito, y si consideramos que el mismo es el “motor” de la economía americana, los problemas evidentemente se iban a extender al resto de los sectores.

Ya para ese momento los problemas se habían trasladado también al sistema financiero Europeo; los datos económicos estadounidenses provocaron un nuevo desplome mundial bursátil. Muchos de los principales Bancos Europeos tenían invertidos millones de euros en títulos avalados por hipotecas subprime, lo que trajo aparejado pérdidas multimillonarias de los mismos.

El siguiente mercado que se vió afectado luego de la Crisis del mercado financiero, fue lógicamente el mercado de dinero; como los Bancos comenzaron a tener dudas con respecto a sus necesidades de liquidez, decidieron quedarse con la máxima liquidez posible. Esto trajo aparejado la subida de la tasa interbancaria (tasa libor) lo que produjo que los Bancos Centrales decidieran inyectar liquidez en

forma masiva para contrarrestar este hecho; éstas fuertes turbulencias de los mercados de crédito y de dinero trajeron aparejado el inicio de la Crisis en el Sistema Financiero.

### **1.3.2 - Enero 2008 – Agosto 2008**

Lejos de amainar, los efectos de la Crisis financiera se contagiaron a la economía real, entrando Estados Unidos en una posible recesión económica, lo que obligó a tomar medidas que no lograron evitar la caída de la Bolsa a lo que se une la pérdida de beneficios de los principales Bancos del mundo. El lunes 21 de Enero se produce una histórica caída bursátil, que arrastra a todas las Bolsas del mundo salvo la norteamericana, que se encuentra cerrada por ser festivo. Lo mismo ocurre el 17 de Marzo, día en que la compra del quinto Banco financiero estadounidense (Bear Stearns) por parte de la financiera JP Morgan provoca una caída del 90% en las acciones de aquella entidad.

En Abril el FMI cifra en 945.000 millones de dólares las pérdidas acumuladas por la Crisis. En 2008 ya se da por hecho que la Crisis será mundial, extendiéndose a Latinoamérica y Asia, e implicará, en combinación con una elevada inflación inicial a escala internacional (especialmente en el precio de los alimentos y de la energía) una desaceleración de la economía internacional durante un período relativamente largo. No en vano, el primer semestre arroja una caída media de las principales Bolsas del mundo: en concreto, la española registra el peor semestre de sus 135 años de la historia de su registro reciente.

Durante los meses de Junio a Setiembre de 2008 se vivió una etapa que podríamos denominar “Profundización de los efectos de la Crisis Hipotecaria” ya que los problemas de los distintos mercados se vieron profundizados fruto de las continuas pérdidas del sistema financiero y los indicios de deterioro de la economía en su conjunto. Es importante destacar que en Julio de 2008 la FED se ve obligada a rescatar a las dos principales entidades hipotecarias norteamericanas: Fannie Mae (Asociación Federal de Hipotecas Nacionales) y Freddie Mac (Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios para la Vivienda), la cual ha sido considerada la mayor nacionalización de la historia, con un costo al Estado de cerca de 200.000 millones de dólares. Se nacionalizó también el Banco IndyMac y se rescató la entidad Bear Stearns. En la misma línea, la Cámara de representantes decide también destinar 3.900 millones de dólares para ayudar a hipotecados que no pueden pagar sus deudas.

### **1.3.3 - Setiembre 2008 – Abril 2009**

La Crisis de liquidez de Setiembre de 2008 se convirtió visiblemente en una prominente Crisis en los Estados Unidos y en todo el mundo el 15 de Setiembre de 2008 con la noticia de la declaración en quiebra de Lehman Brothers Holdings Inc., uno de los principales Bancos de inversión de EEUU, siendo ésta la mayor bancarrota americana.

Lehman Brothers con sus humildes orígenes se transformó en uno de los principales competidores de los mercados internacionales, los 20.000 empleados representaban una élite dentro del mundo financiero, estaba dirigida por Richard Fuld, considerado una de las personas más prestigiosas del medio. Sin embargo, la conducta de correr riesgos excesivos a través de altos niveles de endeudamiento y la gran exposición a activos hipotecarios fue lo que llevó a limitar las posibles soluciones. Esta firma no fue capaz de darse cuenta de la gran exposición que presentaba en activos Alt- A. Fue así que el 17 de Marzo de 2008, las acciones cayeron un 48% en la Bolsa de Nueva York, lo que desencadenó una serie de negociaciones en búsqueda de una solución. Primero comenzaron negociaciones con el millonario Warren Buffet, las cuales fueron rechazadas por la firma al considerarse muy costosas. En Julio se mantuvieron conversaciones con Bank of America, General Electric, y HSBC entre otros, sin llegar a obtener ninguna propuesta, quedando en evidencia su poco poder de negociación.

El único interesado fue Korea Development Bank (KDB) que luego de varias instancias de negociación, ofreció 8 dólares por acción, igual al precio de mercado. El quiebre se desató cuando KDB, ante la no aceptación de la propuesta por parte de Lehman, anunció que daba por finalizada la negociación, y las acciones cayeron un 45%, Lehman Brothers era totalmente insolvente y su caída era inminente. Ante la negativa de la Reserva Federal de ayudar a Lehman, el 14 de Setiembre se vislumbró una esperanza cuando el sindicato de Bancos anunció que crearía una nueva entidad que podría hacerse cargo de los 55 billones de dólares de activos problemáticos, permitiendo a Barclays (institución inglesa) comprar el resto de la firma; esto no fue posible ante la negativa del regulador de Bancos de Inglaterra. En este contexto y ante la negativa de la FED de utilizar fondos para rescatar a Lehman, fue que el 15 de Setiembre la acción pasó a valer 0.21 dólares llegando así a la bancarrota más grande en la historia corporativa de los Estados Unidos.

Luego fue el turno de la aseguradora AIG, que fue asistida por la Reserva Federal tan solo 24 hs. después, ya que su gran exposición a los “Credit Default Swaps” (CDS<sup>4</sup>), dejaría al sistema financiero sin gran parte de sus coberturas financieras.

La caída de Lehman implicó que en el mercado se generaran dudas acerca de si los riesgos estaban bien fijados o fueron subestimados. Ante esta situación de pánico las instituciones financieras tuvieron dificultades para obtener financiamiento, aún a mayores costos; los costos de financiamiento mediante bonos y capital accionario subieron enormemente, tanto así que las tasas de los préstamos interbancarios alcanzaron niveles muy altos, y pese a ello no estaban disponibles. Al mismo tiempo provocó una masiva venta de activos, llevando a una implosión en los precios de los mismos. Fue así que en el último trimestre de 2008, el sector bancario americano presentó la primera pérdida desde 1990 de más de 26.000 millones de dólares. El excesivo crecimiento de la deuda del sector financiero, que creció un 40% en los últimos diez años representando el 130% del PBI americano, se viene revirtiendo a mayor velocidad de la que creció, incrementando la gravedad de la situación.

Los problemas fueron aumentando cuando AIG recibió nuevamente ayuda estatal en Noviembre de 2008, sin embargo la misma no fue suficiente ya que en el cuarto trimestre presentó una pérdida de 61.7 billones de dólares, ésto obligó a la Reserva Federal a una tercera asistencia con fondos federales.

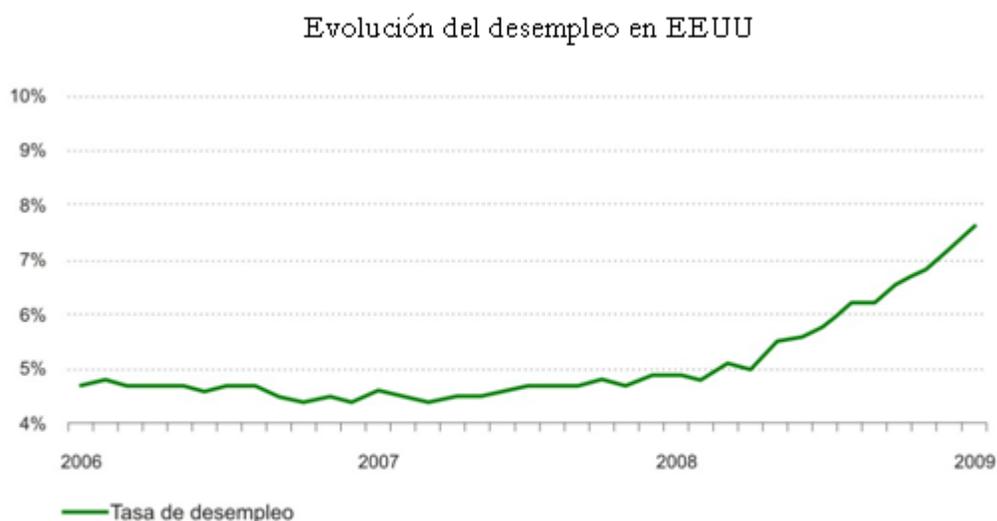
Hacia Enero de 2009 el Citigroup se declara en quiebra, sus acciones cayeron un 48%, el mismo fue asistido por la Reserva Federal para evitar su colapso en 45 billones de dólares. Por otro lado, Bank of América luego de la compra de Merrill Lynch también se vió obligado a ser asistido por fondos federales.

Ante la caída de estos dos gigantes de la banca americana (Citigroup y Bank of América) comenzaron los rumores de “estatización”, el presidente de la FED descartó rotundamente este hecho acotando que solamente causaría mayor distorsión en los mercados crediticios.

---

<sup>4</sup> Es un contrato de seguros en el cual una parte paga a su contraparte para protegerlo contra el riesgo de default de un instrumento de deuda particular.

Poco a poco se fueron trasladando los efectos a la economía real, se produjo una fuerte baja del consumo, el mercado laboral se desplomó, aumentado el desempleo (para el mes de Mayo la tasa aumentó a 9.4% la mayor desde principios de los ochenta), como se observa en la gráfica adjunta.



Fuente: Elaboración propia con datos del Bureau of Labor Statistics (BLS)

También vimos sus efectos en la industria automotriz, la cual tuvo que ser asistida con fondos gubernamentales para evitar la quiebra de General Motors, la empresa automotriz más grande de EE.UU., que al 2008 reportaba una pérdida de 30.9 billones de dólares. Tras meses de agonía, General Motors, en el segundo trimestre de 2009, se declara en quiebra, convirtiéndose en la mayor bancarrota industrial en la historia de EE.UU. La compañía se vió obligada a solicitar la protección federal por bancarrota ante tribunales. Este movimiento es parte del plan del gobierno de EE.UU., el cual tras la reorganización tendrá una participación mayoritaria de propiedad y reducirá la compañía a un tamaño sostenible. En este momento, General Motors tiene 82.29 billones de dólares en activos y 172.81 billones en deudas. La administración de Barack Obama decidió acelerar el proceso de bancarrota de GM y declaró que el gobierno federal le inyectará 30 billones de dólares para ayudar en su reestructuración.

Mirando hacia atrás y viendo los acontecimientos vemos que la decisión de la FED en no asistir a Lehman Brothers fue una de las más importantes desde que se desató esta Crisis, principalmente por el efecto dominó que esto generó en el sistema financiero.

## **1.4 - MEDIDAS ADOPTADAS PARA COMBATIR LA CRISIS**

Las autoridades económicas, desde el inicio de la Crisis, han optado por diferentes soluciones: la inyección de liquidez desde los Bancos Centrales, la intervención y la nacionalización de Bancos, la ampliación de la garantía de los depósitos, la creación de fondos millonarios para la compra de activos dañados o la garantía de la deuda bancaria. Las medidas parecen tener como objetivo mantener la solvencia de las entidades financieras, restablecer la confianza entre las mismas, calmar las turbulencias bursátiles y tranquilizar a los depositantes de ahorros.

### **1.4.1 - Medidas gubernamentales**

Desde finales de Agosto de 2007, el gobierno estadounidense ha anunciado varias medidas para evitar las situaciones de impago de los hogares. Un primer plan de rescate para los Bancos fue presentado oficialmente a principios de Diciembre de 2007, con un doble objetivo: primeramente proteger a los hogares más frágiles, pero también encauzar la Crisis. La principal medida destinada a limitar los impagos hipotecarios fue congelar, las tasas de interés de los préstamos de alto riesgo cuya tasa original era variable. La administración Bush también anunció a principios de 2008 un plan presupuestario de relanzamiento de unos 150.000 millones de dólares, o sea el equivalente al 1% del PIB.

A partir del colapso de Lehman, los montos que el gobierno destinó al rescate de diversas entidades, totalizaron 8.5 trillones de dólares hasta fin del gobierno de George Bush:

- Hasta el colapso de Lehman Brother se habían inyectado 1.2 trillones de dólares, entre los cuales se incluían el rescate de Bear Stearns, Freddie Mac y Fannie Mae, y AIG.
- Desde el 15 de Setiembre hasta el 3 de Octubre se agregaron 1.5 trillones de dólares.
- En la semana siguiente se amplió la asistencia en 2.6 trillones de dólares, de los cuales el 90% fueron en Programas de Reserva Federal para la compra de papeles comerciales.
- En Octubre se volcaron 1.5 trillones de dólares, los cuales en su gran mayoría fueron en garantías bancarias por parte de Federal Deposit Insurance Corp (FDIC).
- Entre el 14 de Octubre y el 25 de Noviembre se incorporaron 1.7 trillones de dólares, incluyendo 306 billones en garantías a Citigroup. También incluía 800 billones en el Programa de la Reserva Federal sobre la compra de deuda respaldada por activos.

Vemos entonces que los principales agentes en asistir esta Crisis fueron: La Reserva Federal cuya asistencia represento el 65%, la Federal Deposit Insurance Corp la cual contribuyó con el 16.5% del total del rescate comprometido. Por su lado el Gobierno y el tesoro Americano aportaron el 10.5% y otras agencias federales completaron el 8% restante.



Nuevo Plan de Obama aprobado en Febrero de 2009 <sup>5</sup>

El presidente de Estados Unidos, Barack Obama, presentó un plan, dotado con 75,000 millones de dólares, para ayudar a 9 millones de propietarios de viviendas amenazados por la Crisis inmobiliaria.

En un discurso, Obama asegura que *"todos nosotros estamos pagando un precio por esta Crisis Hipotecaria. Y todos nosotros pagaremos un precio aún mayor si permitimos que esta Crisis se abonde"*.

En la actualidad, según la Asociación de Banca Hipotecaria de Estados Unidos, cerca de 10,000 viviendas ven ejecutada su hipoteca diariamente. A finales de 2008, más del 9% de los préstamos para la vivienda habían registrado algún tipo de retraso en sus pagos o se habían ejecutado. La Crisis inmobiliaria se encuentra en la raíz de la actual Crisis económica y muchos analistas consideran que en tanto no se resuelva ese problema, el resto de la economía no podrá recuperarse.

<sup>5</sup> Basado en artículo extraído de [www.eleconomista.com](http://www.eleconomista.com)

El plan pretende ayudar a dos grupos de propietarios. Por un lado están entre cuatro y cinco millones de personas que se han mantenido al corriente de sus pagos, pero cuyas casas han perdido valor. La Administración les ayudará para refinanciar sus hipotecas y rebajar el coste de sus cuotas mensuales. El segundo grupo, de entre tres y cuatro millones de personas, lo componen quienes padecen problemas para hacer frente a sus pagos mensuales debido a la recesión, pero que no pueden vender sus viviendas porque éstas se han desvalorizado, por lo que podrían perderlas. El Gobierno ayudará a conservar sus hogares a aquellos que se comprometan a pagar una cantidad razonable.

Obama subraya que esta ayuda está destinada a "rescatar a aquellos que han cumplido las normas y que actuaron de manera responsable" y no beneficiará a los especuladores.

Dentro del plan, el Tesoro de EEUU doblará el importe de las ayudas a las entidades hipotecarias Freddie Mac y Fannie Mae, de 100.000 a 200.000 millones de dólares, para garantizar la fortaleza y la seguridad del mercado hipotecario.

Ambas entidades quedaron nacionalizadas en la práctica el año pasado, para evitar su bancarrota a raíz de la Crisis financiera. Entre las dos sustentan más del 40% de los créditos a la vivienda en EEUU.

Otras medidas previstas en el plan incluyen el permitir a los jueces modificar los términos de los préstamos hipotecarios durante el proceso de declaración de bancarrota para un propietario, y el establecimiento de ayudas para inquilinos obligados a abandonar sus residencias porque el propietario ha perdido la vivienda.

#### **1.4.2 - Política monetaria**

Desde el inicio de la Crisis en Agosto de 2007, los Bancos Centrales han demostrado una gran capacidad de reacción. Además han actuado a la vez para evitar una Crisis bancaria sistémica y para limitar las repercusiones sobre el crecimiento. Asimismo, la Reserva Federal estadounidense flexibilizó la política monetaria inyectando liquidez y, eventualmente, actuó sobre las tasas de interés.

Los Bancos se financian tradicionalmente tomando dinero prestado a corto plazo en el mercado interbancario. Pero la Crisis financiera que empezó en 2007 se ha caracterizado por una gran desconfianza mutua entre los Bancos, lo que llevó a un aumento de las tasas interbancarias, las cuales superaron por mucho la tasa de referencia del Banco Central. Asimismo, los Bancos Centrales han intervenido masivamente para inyectar liquidez, esperando así reducir las tensiones del mercado monetario y restablecer la confianza. La política monetaria se ha caracterizado también por una extensión de la duración de los préstamos, una ampliación de las garantías y la posibilidad de obtener refinanciación.

Además de proveer liquidez, para reducir el impacto de la Crisis financiera sobre el crecimiento, la FED ha bajado considerablemente su tasa de referencia, que ha pasado del 6% a principios de 2007 al 0,5% a finales de 2008.

### **1.5 - COMPARACIÓN CON CRISIS ANTERIORES**

Para concluir con este capítulo nos pareció interesante hacer una comparación de la actual Crisis Hipotecaria con otras dos Crisis muy importantes ocurridas en la historia del mundo.

La primera será la Crisis de 1929 (también conocida como la “Gran Depresión”); resulta interesante realizar esta comparación, pues se trata del peor episodio histórico, el peor escenario que ha tenido que enfrentar Estados Unidos en los últimos tiempos.

La segunda será la Crisis ocurrida en Japón en la década del '90, la cual resulta interesante no sólo por tratarse de un episodio muy reciente en el tiempo, sino también por ser bastante similar a la actual en cuanto a sus orígenes.

Cabe aclarar que existieron en la historia del mundo otras Crisis con las cuales se podría haber realizado la comparación, sin embargo, resulta imposible abarcar el espectro de todas las posibilidades existentes, por lo tanto decidimos limitarnos a la dos Crisis antes mencionadas.

### **1.5.1 - La Gran Crisis de 1929 en comparación con la actual: ochenta años después**

Muchos se preguntan si la Crisis financiera que está viviendo el mercado internacional, especialmente Estados Unidos, puede llegar a ser igual a la de 1929, la cual ocasionó una gran depresión de la economía, que se extendió por aproximadamente una década. Es de esperar que, siempre y cuando se tomen las medidas adecuadas, esta Crisis sea más corta y no tan profunda como la del '29 en relación al impacto sobre la economía.

Debemos comenzar por comprender cual fue la causa que inició la Crisis de 1929. Como una de las causas principales del derrumbe de la Bolsa de Nueva York podemos señalar la política monetaria llevada a cabo por la Reserva Federal a partir de 1924. Dicha política monetaria tenía como objetivo depreciar el dólar, de manera de estimular las exportaciones americanas y bajar las tasas de interés, logrando de ese modo que los capitales fluyeran hacia Europa para que se fortalecieran las monedas que habían quedado debilitadas después de la Primera Guerra Mundial (principalmente la libra esterlina).

La baja de la tasa de interés en Estados Unidos generó un auge de la Bolsa norteamericana que llevó a que en aproximadamente 9 años, la Bolsa subiera en un 226% su valor. Asimismo, debido a la política expansiva de EEUU, la libra esterlina efectivamente mejoró su cotización frente al dólar.

Si uno observa el inicio de la Crisis del '29 y lo compara con la actual, encuentra que hay un denominador común, la política monetaria flexible de la Reserva Federal. Otro denominador común es que en ambos casos la expansión monetaria generó auges bursátiles artificiales, presiones inflacionarias y la depreciación del dólar frente a otras monedas. Y también en ambas, para frenar o disminuir la inflación y el auge bursátil, la Reserva Federal revirtió la política de bajas tasas de interés.

Por otro lado, tal como sucede hoy en día, a comienzos de la Crisis de 1929, no se tenía muy claro la gravedad de la situación, incluso tiempo después de la impactante caída de la Bolsa de Nueva York, los americanos creían que se encontraban frente a una baja de las habituales, pero que se solucionaría fácilmente; no fue hasta la oleada de quiebras bancarias, a fines de 1930, que se tomó conciencia de la magnitud de los hechos. Lo mismo sucedió con la Crisis actual, cuando la misma se desató no se

comprendió cuales eran los riesgos asociados y sus impactos, y fundamentalmente se subestimó la gravedad del problema.

Si bien existen ciertas similitudes, que acabamos de señalar, también podemos encontrar algunas diferencias entre ambas Crisis. Una diferencia muy importante y que vale la pena destacar, es que en la Crisis de 1929, cada institución afectada, sabía exactamente cuanto tenía y cuanto adeudaba, sin embargo, en la actualidad los instrumentos financieros que se manejan son bastante mas complejos, lo cual provoca que los Bancos aún hoy estén tratando de determinar cual es el valor de los activos relacionados a hipotecas.

Otra diferencia es que en la década del '20, la economía estaba mas orientada hacia la manufactura (la cual es mas bien cíclica) y las leyes de comercio eran restrictivas; sin embargo, actualmente la economía americana está más orientada hacia los servicios (que tienden a ser mas estables) y las leyes apuntan mas hacia el libre comercio.

### **1.5.2 - La Crisis Japonesa de los '90 en comparación con la actual**

Para poder comprender la magnitud de la Crisis actual creemos interesante hacer una comparación con la Crisis ocurrida en Japón en la década del los '90 cuyos orígenes se asemejan en muchos aspectos a la actual Crisis de Estados Unidos.

Durante la década de los 80 Japón tuvo un elevado superávit comercial, que fue empleado por los Bancos para la adquisición de tierra y acciones. Los precios de tales activos comenzaron a crecer de manera espectacular. El mercado inmobiliario hacía crecer el mercado de valores, y éstos, a su vez, provocaban el crecimiento de los activos inmobiliarios. La mecánica del proceso consistía en revalorizar las acciones de una empresa determinada a partir de sus propiedades inmobiliarias, y esa revalorización se empleaba para comprar más bienes inmuebles. Durante el periodo de euforia, la masa monetaria creció a un ritmo de 9% anual.

En el periodo 1955-1989 el valor de los bienes inmuebles japoneses se había multiplicado por 75, y suponían el 20% de la riqueza mundial, aproximadamente 20 billones de dólares, un valor equivalente a cinco veces el valor del territorio completo de todos los Estados Unidos, país que

contaba con una extensión 25 veces mayor. Sólo el entorno metropolitano de Tokio tenía el mismo valor que todo Estados Unidos. Si se hubiera vendido el Palacio Imperial de Tokio, se habría obtenido el equivalente al valor de todo el estado de California.

Dada la interconexión de los valores inmobiliarios con las acciones de las empresas, éstas también sufrieron un proceso de revalorización. El valor de las acciones de la Bolsa japonesa se multiplicó por 100 en el periodo 1955-1990.

En los años 80 Japón vivía en una situación demográfica muy particular, en la cual una parte importante de la población estaba altamente invertida en la Bolsa y se encontraba en edades de retiro; entonces en el momento en que la misma colapsó, aquellos que pensaban que con sus inversiones tenían suficiente para retirarse, se dan cuenta que no lo tienen, viéndose obligados a contraer el consumo en forma más que proporcional, para recomponer su ahorro. Vemos aquí una de las grandes similitudes con la actual Crisis, al igual que sucedió con los bienes inmuebles, la gente especuló con que las acciones aumentarían día a día su valor, sustituyendo con ello a su propio ahorro. Ésto ocasionó que se generará también en Japón una burbuja especulativa, que cuando explotó, ocasionó una de las mayores crisis de la historia japonesa, llevando a Japón a vivir una década con un crecimiento promedio inferior al 1%.

Otro aspecto muy peculiar de la Crisis japonesa es que cuando disminuyó el consumo, la gente dejó de comprar generando grandes problemas a quienes ofrecían bienes y servicios, ya que los precios de los mismos comenzaron a bajar. En la medida en que los precios bajan en forma sistemática, la probabilidad de que se espere para comprarlos “al día siguiente” es muy alta, porque se supone que el precio seguirá bajando, todo esto derivó en que el consumo se reprimiera.

Fue tan brutal el desplome de la Bolsa japonesa, que hoy a casi 20 años de la Crisis, la misma está a menos del 40 % del nivel que alcanzo en su punto más alto.

La gran caída en el precio de las propiedades, junto con la contracción crediticia que estamos viviendo, está dañando severamente la economía americana. Ésto lleva a temer un escenario de deflación en el valor de los activos, como el que se vivió en Japón.

Esto explica porqué, ante la Crisis actual, los Bancos Centrales del mundo optaron por inundar con liquidez al mercado. Ante la creencia de la sociedad de que con esto podían provocar inflación, la respuesta fue que la misma se puede controlar, lo que no se puede controlar es la deflación, es preferible la inflación donde siempre se tendrán herramientas para combatirla, que la deflación.

A pesar de lo mencionado anteriormente, existen también algunas diferencias entre ambas Crisis, que mencionaremos a continuación:

- Mientras que la actual Crisis de Estados Unidos ha sido global (no sólo ha afectado prácticamente a todas las Bolsas del mundo, sino también a todos los mercados de activos, sean de acciones, bonos, viviendas, etc.), la Crisis japonesa únicamente afectó, en grandes términos, a dicho país.
- En Estados Unidos la devaluación del dólar, ayudó a amortiguar la caída del consumo interno, sin embargo, en Japón la revaluación del yen aumentó el impacto de la caída del consumo interno.
- Otra diferencia importante fue la actitud adoptada por el sistema bancario y por los organismos reguladores. En Japón, los Bancos ocultaron sus pérdidas a través de complejas estructuras corporativas, por esto se demoró un buen tiempo en conocer la magnitud de las pérdidas. En cambio, en Estados Unidos, el sistema regulatorio americano, obligó a los Bancos a reconocer las pérdidas y a reconstruir sus balances, de manera de reflejar la realidad que estaban viviendo. Igualmente, debido a las dificultades para determinar el verdadero valor de los activos, los Bancos aún no han logrado representar la realidad en sus balances.
- Si bien ambas economías tomaron medidas similares para combatir los inicios de la Crisis, es decir ambas bajaron las tasas de interés a niveles inusualmente bajos, Japón demoró ocho años desde el inicio de la Crisis para aprobar una inyección de fondos gubernamentales hacia el mercado; mientras que el gobierno americano, en ese sentido actuó con gran rapidez y realizó inmediatamente inyecciones masivas con ingresos públicos para disminuir los efectos de la Crisis.

## 2 INNOVACIÓN FINANCIERA

### 2.1 - INTRODUCCIÓN

Con el transcurso del tiempo, la economía y el sistema económico se han ido desarrollando y evolucionan hacia nuevos tipos de negocios y transacciones. Este desarrollo se acentúa aun más en el mercado financiero, donde continuamente surgen nuevas variantes e innovaciones, ya sea en el otorgamiento de financiamiento, como en nuevas propuestas para los inversores.

Características particulares del negocio bancario:

1. La actividad de intermediación financiera es muy regulada.  
Los Estados son intervencionistas con los Bancos, porque se considera un sector de seguridad nacional; es donde está el ahorro público y por consiguiente una deficiente actuación de los mismos puede afectar la economía del país.
2. Son negocios con énfasis en la seguridad por lo tanto el tema de confiabilidad es crucial.
3. Son empresas con sistemas de contabilidad y controles internos muy complejos basados en sistemas de procesamiento electrónico de datos. (cajeros automáticos, acceso vía Internet, transferencias electrónicas). Los Bancos son sumamente dependientes de la informática, de la tecnología y esto supone controles muy fuertes.
4. Es una actividad en donde constantemente hay innovaciones y productos nuevos (opciones, swaps, forwards, securitización, etc.) esto complica a los contadores a la hora de definir los riesgos y de contabilizarlos.
5. Hay muchos compromisos sin transferencia de fondos (operaciones de “firma”). Dentro de las operaciones de firma las más comunes son las prendas e hipotecas, pero en la actividad bancaria es habitual que diariamente se validen cheques, se avalen cobranzas y se confirmen

cartas de crédito. Estas operaciones están fuera de balance y pueden generar problemas. Si un Banco se retira de la plaza financiera se le piden garantías por 5 años para cubrir este tipo de riesgos.

6. Hay muchas partidas “fuera de balance”, en cuentas de orden, con riesgos altos.
7. Son instituciones con auditoria obligatoria. En Uruguay las empresas que cotizan en bolsa, los Bancos y últimamente los grandes contribuyentes tienen auditoria obligatoria. Además los Bancos tienen auditoria interna propia y auditoria de la casa matriz.

### Evolución del Negocio Bancario

Si bien desde los antiguos egipcios existe el depósito y crédito, es en la Edad Media, al norte de Italia donde se reconoce el origen del Negocio Bancario. Comenzó como una función de custodia (los mercaderes viajaban y depositaban el oro en custodia de personas de su confianza) similar a la función que hoy cumple el cofre-fort.

Luego quienes recibían los depósitos constataron que los valores quedaban por bastante tiempo inmovilizados y esto permitió pasar al concepto de que se podían prestar, ya que los retiros no se realizaban todos al mismo tiempo. Se comienza a pagar por los depósitos, y así surge el concepto de captación y se comienza a cobrar por prestar.

Los Bancos surgen entonces como “**intermediarios**” que actúan entre los que tienen dinero para prestar y los que desean obtener dinero en préstamo. El tipo de Negocio Bancario comienza con los pasivos (captación) y cierra con los activos (préstamos).

Dos de los principales riesgos de esta actividad son el riesgo de crédito (que no me paguen lo que presté) y el riesgo de liquidez (poder hacer frente a los depósitos).

Cuando los Bancos venían lidiando principalmente con estos dos riesgos fue a mediados del siglo XX que se comenzó a hablar del “**proceso de desintermediación financiera**”. Este proceso consiste en que el Banco presenta a las partes y cobra una comisión, pero las operaciones son por

cuenta y riesgo de las mismas. Así se dan la venta de Obligaciones Negociables, bonos, depósitos, entre otros. El excedentario (el ahorrista) ahora no tiene un depósito en el Banco, sino que a través del mismo obtiene participación en una empresa.

Cuando un Banco hace desintermediación bajan los créditos y los depósitos y aumentan las Cuentas de Orden (en inglés “off balance sheet”) y afecta el Estado de Resultados, es decir baja el spread financiero y aumentan las comisiones.

Como consecuencia directa de estos cambios, surgen nuevos tipos de contratos, como por ejemplo el Leasing, Fideicomiso, Factoring y la Securitización de Activos. En este capítulo desarrollaremos éste último y explicaremos su vinculación con la Crisis.

## **2.2 – SECURITIZACIÓN**<sup>1</sup>

### **2.2.1 - Definición de Securitización**

El vocablo securitización deriva de “security”, cuyo significado en inglés es título-valor.

Se denomina securitización al proceso de transformación de activos líquidos en valores negociables, es decir activos más líquidos. La securitización consiste en colocar un grupo de activos líquidos (generalmente, derechos crediticios, como ser hipotecas, pagares, cheques, tarjetas de crédito, etc.) en una estructura jurídica separada del patrimonio de la empresa propietaria de los activos y emitir títulos de deuda y/o certificados de participación residual contra esos activos. Estos títulos-valores emitidos son vendidos a inversores que aportan financiamiento a la empresa, y son negociables en un mercado financiero secundario.

La securitización es, de hecho, un sistema de desintermediación, dado que permite a los emisores de títulos obtener financiamiento genuino del mercado de capitales. O sea que en este mercado el Banco media pero no asume el riesgo crediticio ya que la contingencia queda en cabeza del tenedor final de título.

---

<sup>1</sup> “Tratamiento contable y tributario del fideicomiso” -2004- (Ribeiro, Rodrigo - Aisenberg, Luis)  
“Títulos de crédito: letra de cambio, pagare, cheque” -1998- (Escutti, Ignacio A)

### **2.2.2 - Orígenes**

La securitización tuvo sus orígenes en la década del 70, como consecuencia de las altas tasas de interés en el otorgamiento de créditos y de la necesidad de las entidades financieras de reducir costos para la obtención de fondos. Por este motivo, muchos préstamos se transformaron en instrumentos negociables, a lo que se denominó Securitización del crédito. Así nacieron los títulos de deudas respaldados, es decir garantizados por un activo real.

El gobierno de los Estados Unidos creó un organismo que inició el mercado de securitización, desarrollando un título garantizado por préstamos hipotecarios para viviendas; de esta manera se incentivaba a las entidades financieras a otorgar ciertos tipos de préstamos hipotecarios que se financian con la emisión de títulos respaldados por dichas hipotecas y garantizados por el gobierno. Posteriormente se incorporan en la operatoria los Bancos Comerciales y las Sociedades de Ahorro y Préstamos para la Vivienda; en la actualidad existen entidades mayoristas dedicadas exclusivamente a la securitización.

En Europa, el mercado más desarrollado en cuanto a securitización es Inglaterra, ya que en Francia se estableció el marco legal apropiado recién en 1988, con la creación de los Fonds Commens de Créances.

En Latinoamérica el país con más experiencia es México, donde se conoce este fenómeno con el nombre de Titularización o Titulización.

### **2.2.3 - Características de los activos a securitizar**

El conjunto (pool) a securitizar debe ser homogéneo, es decir que, debe reunir características análogas en materia de plazos, sistemas de amortización, tasas de interés, etc. que asigne un flujo de fondos predecible. La idea es que se pueda distinguir, sin dificultad, los riesgos inherentes a cada paquete de activos a securitizar, para que pueda ser clara la elección de la relación rentabilidad – riesgo por la que opta cada inversor.

Vemos entonces que no cualquier activo puede ser securitizado. A modo de resumen podemos señalar que las características esenciales que tienen que presentar los créditos que serán securitizados son:

- Clara configuración de los créditos
- Patrones de pago bien definidos
- Flujos de fondos matemática y estadísticamente predecibles
- Bajos niveles o probabilidades históricas de incumplimiento
- Amortización total de los créditos a su vencimiento
- Diversidad de deudores
- Alta liquidez. Retornos superiores a los activos securitizados.

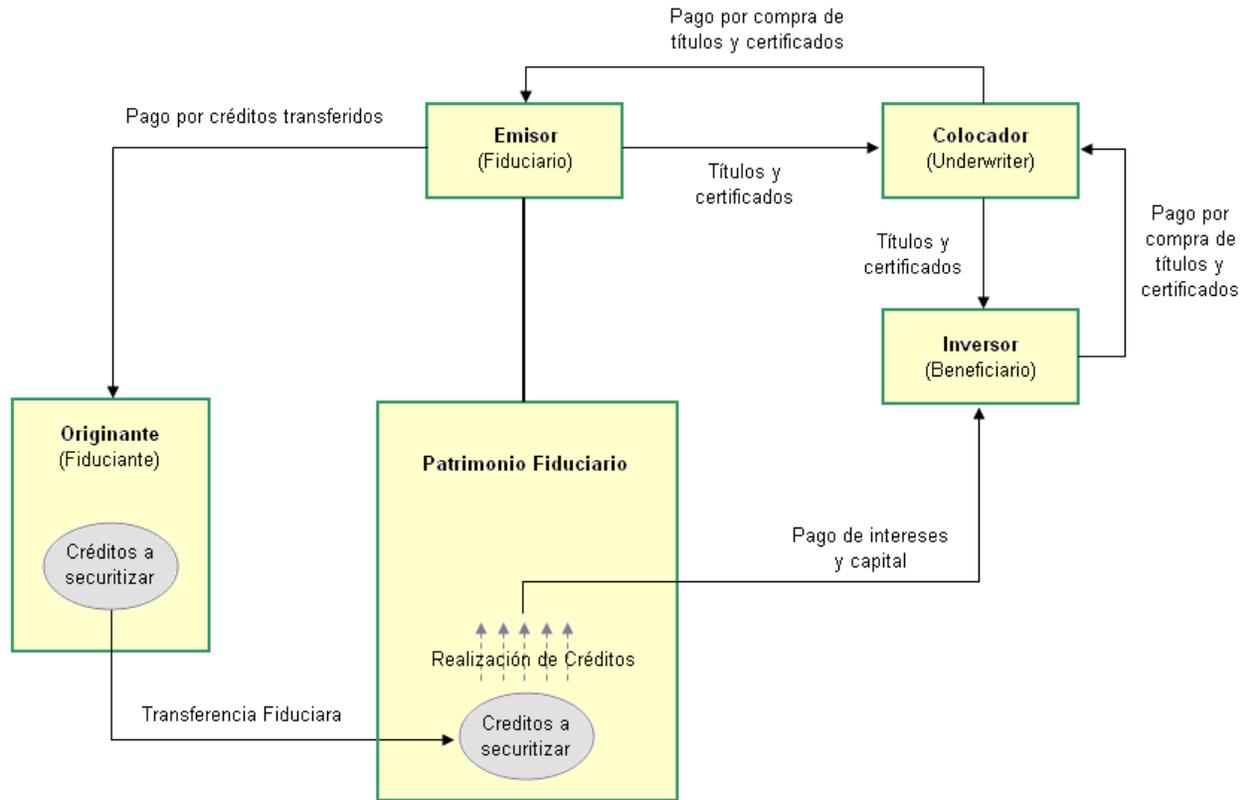
Un activo que encaja perfectamente en estas características es la hipoteca, cuya titularización resulta una herramienta adecuada por ejemplo para el desarrollo de emprendimientos e inversiones en el sector de la construcción.

Otros activos que también satisfacen las características necesarias para securitizar un crédito son:

- Préstamos (Hipotecarios, Prendarios personales, etc.)
- Facturas y cheques de pago diferido
- Tarjetas de Crédito
- Leasing
- Pagarés

**2.2.4 - Participantes**

En un proceso de securitización existen diversos participantes: <sup>2</sup>



**ORIGINADOR:** Es el dueño de los activos que serán securitizados, es decir es quien selecciona un conjunto de créditos ubicados en su patrimonio (Bancos, Financieras, Sociedades con objeto especial) y los trasmite a una estructura generalmente constituida mediante un contrato de fideicomiso financiero.

**EMISOR o VEHÍCULO:** Es la figura jurídica que se encarga de realizar la titularización, es decir que es quien recibe los créditos a securitizar en calidad de mandato y los incorpora a un patrimonio fiduciario independiente del suyo propio. Esta separación de patrimonios busca garantizar que los titulares de los títulos valores que se emitirán sean los únicos capaces jurídicamente de accionar contra los créditos fideicomitados.

<sup>2</sup> Tratamiento contable y tributario del fideicomiso -2004- Ribeiro Rodrigo, Aisenberg, Luis

En nuestro país, las formas jurídicas (vehículos) que permiten la titulización son las siguientes:

- Fideicomiso Financiero
- Fondos Comunes de inversión cerrados (de crédito).
- Obligaciones Negociables Garantizadas
- Letras Hipotecarias

Los vehículos más utilizados por las empresas son el fideicomiso financiero y los fondos comunes de inversión ya que estas modalidades producen el efecto de separar el activo securitizado de la empresa originante.

ADMINISTRADOR o SERVICER: Es quien administra la cartera de créditos, efectuando la cobranza regular, las gestiones de créditos morosos y otras funciones similares a efectos de realizar los créditos fideicomitados. El Administrador puede ser el mismo Originador y deberá suministrar información periódica al emisor y a los tenedores de los títulos.

TOMADOR - COLOCADOR DE FONDOS: Es una entidad financiera que, a través de un contrato celebrado con el emisor, coloca los títulos valores en la oferta pública o privada. Puede ser un Banco de inversión, una entidad financiera, o un agente bursátil, quien se encargue de la colocación de los títulos entre los inversores.

INVERSORES: Es quien adquiere y eventualmente negocia los títulos en el mercado de capitales. Pueden ser inversores individuales o institucionales.

GARANTE: Normalmente son entidades financieras que ofrecen su garantía como respaldo de la emisión de títulos, constituyéndose así en un refuerzo adicional a la calidad de activos titularizados.

CALIFICADORAS DE RIESGOS: Son sociedades ajenas a las partes creadas con el fin de analizar el riesgo crediticio de las carteras. Deben realizar un análisis básicamente sobre tres perspectivas:

- a) Calidad del activo: evaluación de los criterios de selección, métodos de originación de los créditos, análisis de las características del administrador y vehículo de securitización.
- b) Flujo de caja: riesgo de incobrabilidad o mora, riesgo de prepago, asincronías en los plazos.

c) Seguridad jurídica: estructura del vehículo, derechos y obligaciones de las partes, sustento jurídico y económico de la cobertura de riesgos crediticios.

El resultado de esta entidad es una nota o calificación, que indica el riesgo que, a juicio de ella, tiene el título evaluado, por lo tanto, la calificación de riesgos es un elemento de gran utilidad para los inversores, porque le brinda un estudio especializado y consistente respecto de las condiciones de su inversión.

### **2.2.5 - Ventajas de la Securitización**

La securitización implica la modificación del mecanismo de financiamiento tradicional por otro más complejo que conlleva a la desintermediación del proceso y a la movilización de activos de baja rotación. Ello permite inyectar nuevos recursos al sistema y, consecuentemente, recomenzar el procedimiento.

Un mercado de capitales securitizado otorga beneficios a los originantes, a los inversores, y en consecuencia a la economía en general. Veremos en detalle los efectos que la securitización produjo en cada uno de los agentes.

#### **a) Ventajas para el originante:**

- Reduce el costo financiero: El aislamiento de determinados activos de su patrimonio o el otorgamiento de garantías adicionales (colateralización) disminuye el riesgo crediticio, lo que permite conseguir recursos a una mejor tasa de financiación.
- Aumento de la capacidad de prestar dinero: Al separar los activos securitizados de sus balances, las entidades financieras readquieren su capacidad de prestar dinero.
- Evita el descalce financiero (riesgo liquidez), provocado por la asincronía entre activos y pasivos. La securitización soslaya este inconveniente en razón del aumento de la rotación de créditos en cartera.
- Propende al desarrollo del mercado de capitales al suministrar nuevos títulos a la oferta pública. Esta nueva alternativa de financiamiento, dentro de un marco competitividad,

conduce al mejoramiento de la calidad de los títulos, y consecuentemente, a una financiación cada vez más beneficiosa para el tomador de fondos.

**b) Ventajas para el inversor:**

- Obtiene mejor rendimiento, en compensación al riesgo crediticio asumido, siendo un factor de estímulo para que se realice un esfuerzo de ahorro mayor.
- Es una nueva alternativa de inversión con riesgo acotado: El aumento y la diversidad de los títulos valores a que pueden surgir dentro de una economía abierta y competitiva, logra mejorar la calidad de los mismos, con una consecuente disminución del riesgo crediticio. Incluso al aislar el activo del originante se atrae al inversor extranjero en razón de la reducción del riesgo país.
- Simplifica la evaluación del riesgo: a través de la calificación del título efectuada por especialistas sobre la base de criterios objetivos de análisis.
- Permite la participación directa en grandes inversiones que por otros medios podría acarrear al ahorrista el desembolso de importantes sumas de dinero o le estarían vedadas.
- Da la posibilidad de hacer líquido el título en el mercado secundario, o transmitirlo en pago, o cederlo en garantía.

**2.2.6 - Principales Estructuras**

Sin dejar de reconocer que día tras día surgen otras variantes se pueden citar tres tipos o estructuras básicas de títulos valores emitidos bajo un proceso de securitización:

**a) PASS-THROUGH:** Consiste en la venta, cesión, o endoso de activos del originador o acreedor original a un ente jurídico llamado vehículo (trustee, fondo común de inversión cerrado o sociedad objeto exclusivo), quien emite los títulos valores a ser colocados entre los inversores. En esta categoría, el originador desplaza los activos de sus balances a la vez que la emisión de títulos no forma parte de su pasivo.

**b) ASSET-BACKED BONDS:** En este caso, no se produce un aislamiento de los activos a securitizar, sino que permanecen en el patrimonio del originante. El flujo de fondos que los mismos

generen no estará afectado exclusivamente al pago de capital o interés de los títulos de deuda emitidos, por lo que generalmente esta categoría de títulos valores es mejorada con activos adicionales.

c) **PAY-THROUGH**: Es una combinación de elementos de los dos tipos básicos descriptos, ya que si bien los activos a titularizar no se separan del patrimonio del originante, sus ingresos garantizan exclusivamente el pago del capital e intereses de los títulos emitidos, tal como ocurre con el PASS-THROUGH.

### **2.2.7 - Securitización de Hipotecas**

Se pueden securitizar diferentes tipos de activos, siendo el ejemplo más difundido y conocido, el de la securitización de hipotecas.

El proceso de securitización hipotecaria, parte de la instrumentación de escrituras hipotecarias en la que se consienta expresamente la emisión de letras hipotecarias, por lo que las mismas constituyen la primera herramienta de este sistema. Se encuentran garantizadas desde su creación y como condición de su existencia, con hipotecas de primer grado de privilegio.

Para poner en marcha este proceso, y a la luz de lo prescripto por la Ley Argentina No. 24.441, en el mercado tradicional de créditos hipotecarios, el Banco o entidad financiera (ORIGINANTE), debe operar en dos planos simultáneamente, con el tomador del crédito y con el Banco mayorista.

Con el tomador de créditos debe pactar los términos del contrato básico de mutuo con garantía hipotecaria, en la cual ya se incluyen los términos de la herramienta financiera (la letra hipotecaria), y las características del crédito tales como monto y frecuencia de los pagos, plazo e intereses, todo ello para su posterior calificación, homogeneización en la securitización de las carteras de créditos así conformadas. Por otro lado, y a los efectos de contar con dinero para seguir otorgando préstamos, el Banco transfiere esas carteras de créditos a un Banco mayorista o institución de segundo grado (VEHICULO), quien ordena y clasifica los créditos buscando su homogeneidad, a través de una Sociedad Calificadora de Riesgo, para después emitir títulos valores que se colocarán en las Bolsas de Comercio tanto nacionales como internacionales, donde serán adquiridos por los INVERSORES.

### **2.2.8 - La Securitización en la Crisis**<sup>3</sup>

Luego de haber introducido la securitización en términos generales, veremos que características particulares presentó la misma durante la Crisis.

Para comenzar, resulta importante detenernos a analizar la importancia que las “Normas de Basilea” tienen para la banca mundial.

El Comité de Basilea fue creado en 1974 por acuerdo de los representantes de los Bancos Centrales de los países activos del G10 (Bélgica, Canadá; Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, Japón, Reino Unido, Alemania, Suecia, Suiza y España.); se constituyó con el objeto de fortalecer los sistemas financieros nacionales e internacionales, mejorar las prácticas operativas de las instituciones financieras y apoyar la expansión de los mercados.

Este comité ha generado dos acuerdos (conocidos comúnmente como Basilea I y Basilea II) los cuales norman respecto a regulaciones financieras y de supervisión tendientes a determinar las adecuaciones de capital sobre la base de los riesgos asumidos por las entidades bancarias.

En términos concisos, Basilea I define los requerimientos mínimos de capital de un Banco en función del riesgo de sus activos y de los riesgos de mercado que afectan a la institución.

Basilea II no sólo perfecciona aspectos considerados en Basilea I, sino que también incorpora nuevos elementos a ser tomados en cuenta, basándose en tres pilares que se refuerzan mutuamente: requerimientos de capital, acción de los organismos supervisores y disciplina del mercado.

El acuerdo de Basilea II surge en el año 1998 con la idea de modificar el acuerdo de Basilea I.

El mismo se apoya en 3 pilares:

---

<sup>3</sup> “La crisis Ninja y otros Misterios de la economía actual”-2008 (Abadía, Leopoldo)  
Clasificadora de Riesgo HUMPHREYS LTDA. An affiliate of MOODY’S INVESTORS SERVICE  
Disposiciones en el Área Bancaria Internacional; Acuerdo de Capital Basilea II, Junio 2004

### Pilar I: Requisitos mínimos de capital

El primer pilar sobre el que se basa el acuerdo de Basilea II tiene relación con el capital mínimo requerido por un Banco dado los riesgos a que esta expuesta dicha institución. Esta medición ya se incorporaba en el acuerdo de Basilea I, pero en esta ocasión se complementa y perfecciona con el objetivo que cada institución establezca un nivel de capital más acorde con todos los tipos de riesgo asumidos.

De acuerdo con Basilea II, el capital mínimo de cada Banco debe determinarse sobre la base de tres tipos de riesgo (riesgo de crédito, riesgo de mercado y riesgo operativo) de tal forma que su capital efectivo sea siempre igual o superior a la suma de:

1. 8% del valor de los activos de la institución ponderado cada uno por su nivel riesgo (riesgo de crédito), y
2. Capital mínimo asociado a los riesgos de mercado y riesgo operativo

La modificación de Basilea II en relación con Basilea I se refiere a los mecanismos de determinación del riesgo crediticio y a la incorporación del riesgo operativo en la medición del Coeficiente de Capital.

### Pilar II: Supervisión Bancaria

El Segundo Pilar tiene como propósito que el ente fiscalizador evalúe la eficiencia de las instituciones para cuantificar sus necesidades de capital en relación con los riesgos globales asumidos, así como de intervenir si fuere necesario. La función del fiscalizador no consiste sólo en garantizar la existencia de los capitales mínimos requeridos, sino también en fomentar el perfeccionamiento de las técnicas de gestión y de control de riesgo aplicado por los Bancos.

Para efectos del desarrollo de éste segundo pilar, se han establecidos normas, responsabilidades y atribuciones tanto para las instituciones financieras como para los órganos supervisores; a estos preceptos Basilea II los ha identificado como los cuatro principios básicos del examen del supervisor, los cuales resumimos a continuación:

1.- Las instituciones bancarias deberán contar con procesos para evaluar la suficiencia de capital en función de su perfil de riesgo y con una estrategia de mantenimiento de sus niveles de capital.

2.- Las autoridades supervisoras deberán examinar las estrategias y evaluaciones internas de la suficiencia de capital de los Bancos, así como la capacidad de éstos para vigilar y garantizar su propio cumplimiento de los coeficientes de capital regulador. Las autoridades supervisoras deberán intervenir cuando no queden satisfechas con el resultado de este proceso.

3.- Los supervisores deberán esperar que los Bancos operen por encima de los coeficientes mínimos de capital regulador y deberán tener la capacidad de exigirles que mantengan capital por encima del mínimo.

4.- Los supervisores deberán tratar de intervenir con prontitud a fin de evitar que el capital descienda por debajo de los niveles mínimos requeridos para cubrir las características de riesgo de un Banco particular. Asimismo, deberán exigir la inmediata adopción de medidas correctoras si el capital no se mantiene en el nivel requerido o no se restaura a ese nivel.

### Pilar III: Disciplina de Mercado

El Tercer Pilar, como complemento de los pilares primero y segundo, tiene como objetivo normar en cuanto a la forma en que las instituciones financieras divulgarán la información relativa a los mecanismos de medición de los riesgos y de determinación de las exigencias mínimas de capital.

Las normas de divulgación de información tienen como propósito fomentar la disciplina del mercado, permitir a los agentes económicos evaluar la información relativa a las exposiciones de los Bancos y facilitar la comparación entre diferentes entidades. La elevada importancia del proceso de divulgación surge del hecho que las metodologías internas de evaluación otorgan a los Bancos una mayor discrecionalidad al momento de determinar sus requerimientos de capital.

En resumen y volviendo al tema que nos ocupa, “La Securitización en la Crisis Hipotecaria ”, vemos que las Normas de Basilea exigen a los Bancos de todo el mundo que tengan un Capital mínimo en

relación con sus activos. A modo de ejemplo y en términos muy simplificados, podríamos decir que el balance de un Banco presenta la siguiente estructura:

ACTIVO	PASIVO Y PATRIMONIO
Dinero en Caja	Dinero que le han prestado otros Bancos
Créditos concedidos	Capital
	Reservas
TOTAL X millones	X millones

Las Normas de Basilea exigen que el Capital del Banco no sea inferior a un determinado porcentaje del Activo. Entonces, a medida que los Bancos, como consecuencia del boom crediticio, iban prestando mucho dinero, se quedaban sin liquidez, acudiendo a otras instituciones financieras para solventarse. De esta manera, la relación exigida por las Normas de Basilea (Capital/Activo) corría el riesgo de no cumplirse, por lo que era necesario recurrir a alguna herramienta financiera que permitiera revertir esta situación.

Es en este momento en donde los Bancos comenzaron a utilizar en forma recurrente la “Securitización” o “Titularización”, la cual adquirió características muy particulares, diferenciándose del modelo tradicional. Los Bancos “empaquetaban” las hipotecas (prime y subprime) en paquetes que se llamaron **MBS** (Mortgage Backed Securities, o sea, Obligaciones garantizadas por hipotecas). Por lo tanto, donde antes tenían 1.000 hipotecas, dentro de la cuenta “Créditos concedidos”, ahora tienen 10 paquetes de 100 hipotecas cada uno, en los que hay todo tipo de créditos, buenos (prime) y malos (subprime).

Luego de que el Banco, tiene los paquetes de hipotecas formados, los vende, modificándose en términos cualitativos el balance del mismo, pues en el Activo aumentará la cuenta “Dinero en Caja”, disminuyendo por el mismo importe la cuenta “Créditos Concedidos”. Con esto la relación Capital/Créditos Concedidos mejora y el balance del Banco cumple las Normas de Basilea.

Lo particular de esta operación era que los Bancos vendían los paquetes a entidades que ellos mismos creaban, denominadas “Conduits”, las cuales no eran sociedades, sino Trust o Fondos, por lo que no

tenían la obligación de consolidar sus balances con los del Banco Matriz, y por ende no debían cumplir con las Normas de Basilea.

¿Cómo se financian los Conduits? Básicamente de la siguiente forma:

- Mediante créditos de otros Bancos
- Contratando los servicios de Bancos de Inversión que pueden vender esos MBS a Fondos de Inversión, Sociedades de Capital Riesgo, Aseguradoras, Financieras, Sociedades patrimoniales de una familia, entre otros.

Para ser “financieramente correctos”, los Conduits tenían que ser bien calificados por las agencias de rating, las cuales dan calificaciones en función de la solvencia.

Rating es la calificación crediticia de una Compañía o una Institución, hecha por una agencia especializada. Los niveles de calificación van desde AAA, el máximo, hasta BB, pudiendo haber incluso calificaciones menores, que serían muy malas.

Las Agencias de rating otorgaban calificaciones a los paquetes MBS dándoles los siguientes nombres:

- **Senior** a los MBS que representaban hipotecas prime, o sea, las de menos riesgo (serían las AAA, AA y A).
- **Mezzanine**, a las intermedias (BBB y quizá las BB).
- **Equity** a las malas, de alto riesgo, o sea, a las subprime.

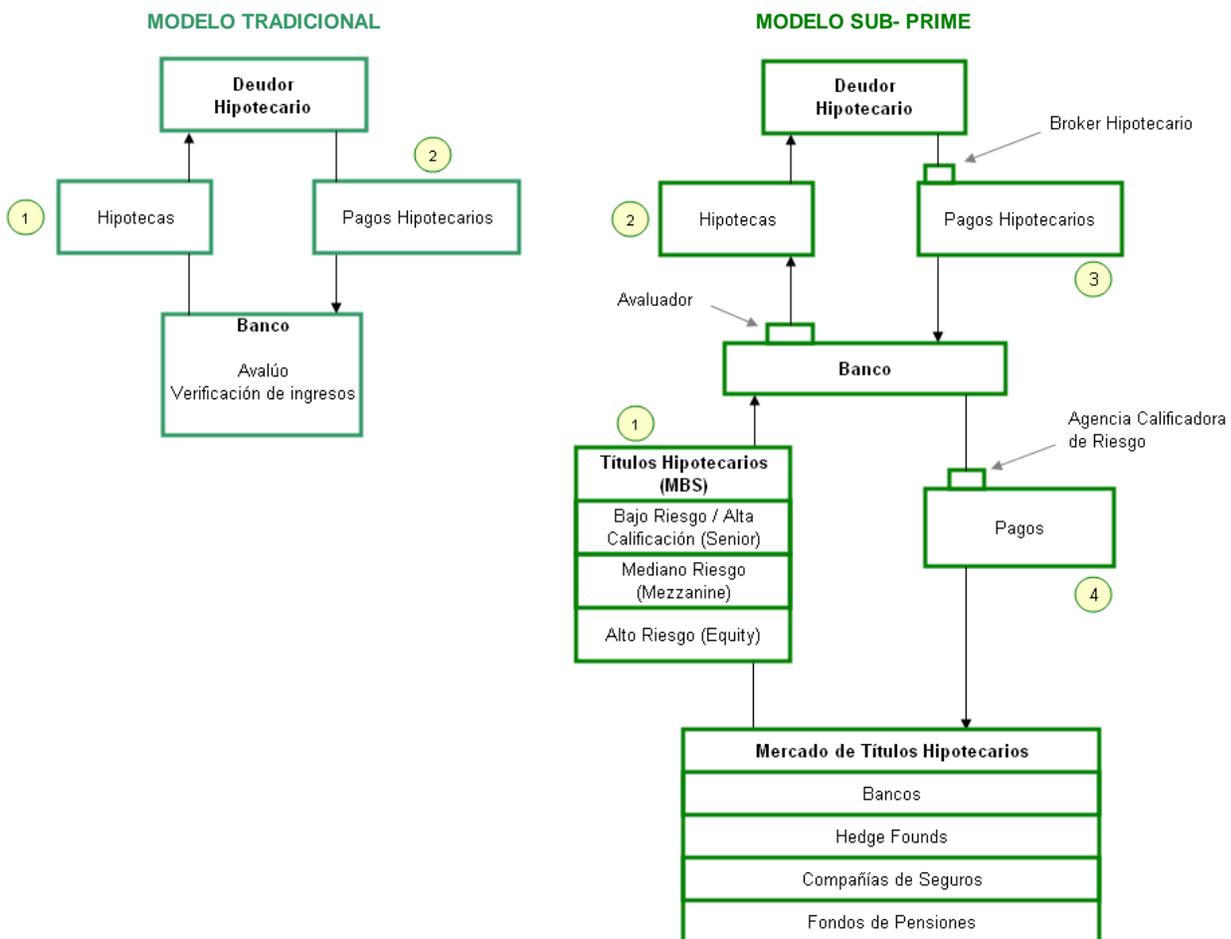
Los Bancos de Inversión colocaban fácilmente las mejores (Senior), a inversores conservadores, y a intereses bajos. Sin embargo, resultaba un problema colocar los MBS malos o de baja calidad (Equity), sin que los compradores perciban que están incurriendo en inversiones de alto riesgo.

Frente a esto, algunos Bancos de Inversión lograron, de las Agencias de Rating una recalificación, un “re-rating”, el cual tiene como objetivo subir el rating de los MBS malos y que básicamente consiste, en estructurarlos en tramos, a los que les llaman “tranches”, ordenando, de mayor a menor, la probabilidad de impago, y con el compromiso de priorizar el pago a los menos malos. Es decir:

Un inversor compra un paquete de MBS, en el cual los tres primeros MBS son relativamente buenos, los tres segundos, regulares y los tres terceros, malos. De esta forma se ha estructurado el paquete de MBS en tres “tranches”: el relativamente bueno, el regular y el muy malo.

Por lo tanto si no paga nadie del “tranche” muy malo, pero cobra algo del “tranche” regular y bastante del relativamente bueno, todo irá a pagar las hipotecas del tranche relativamente bueno, con lo que, automáticamente, este tranche podrá ser calificado de AAA.

Estos MBS ordenados en tranches fueron rebautizados como **CDO** (Collateralized Debt Obligations, Obligaciones de Deuda Colateralizada). A su vez, se creó otro producto financiero importante: los **CDS** (Credit Default Swaps), los cuales describiremos más adelante.



“ La Crisis Subprime: mejores practicas de la industria internacional” – IIF- Institute of International Finance

### 2.3 - DESCRIPCIÓN DE NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS <sup>4</sup>

Nos parece interesante estudiar en profundidad el funcionamiento de una serie de nuevos instrumentos financieros que surgieron durante el transcurso de la Crisis.

A modo de entender el porqué del surgimiento de estos nuevos instrumentos, haremos un breve resumen de lo que sucedió en los años previos al desencadenamiento de la Crisis.

Como ya vimos anteriormente, en el año 2001 se produjo la explosión de la burbuja de Internet, lo cual provocó que las denominadas “Empresas Punto Com” comenzar a cerrar, a fusionarse, incluso aumentó considerablemente la cantidad de despidos en este tipo de empresa. Frente a esta situación la Reserva Federal de Estados Unidos bajó notoriamente la tasa de interés de referencia, pasando en un corto período de tiempo del 6,5% al 1%. Esto ocasionó que el mercado inmobiliario comenzara a desplegarse, signo de ello es que en poco menos de 3 años el precio de las viviendas en Estados Unidos llegó a multiplicarse.

Durante varios años las tasas de interés vigentes en los mercados financieros internacionales se mantuvieron en niveles excepcionalmente bajos. Esto ocasionó que a los Bancos el negocio se les hacía cada vez más “pequeño”, es decir:

- Concedían préstamos a un bajo interés, con lo cual obtenían poca ganancia por cada préstamo otorgado.
- Por otro lado, pagan cierto interés por los depósitos que los clientes mantenían en el Banco.
- Como consecuencia de ello, el “Margen de Intermediación” (el interés que obtenían por los préstamos, menos el interés que pagaban por los depósitos), se hacía cada vez más pequeño.

Frente a esta situación en la cual los Bancos obtenían cada vez menos ganancias, se optó por:

**A** - Conceder préstamos más arriesgados por los cuales se podrían cobrar mayores intereses.

**B** - Compensar el bajo Margen de Intermediación aumentando el número de operaciones. Ciertamente mil operaciones por poco margen de ganancia es más que cien operaciones por ese mismo margen.

---

<sup>4</sup> “La crisis Ninja y otros Misterios de la economía actual”-2008 (Abadía, Leopoldo)

A - Conceder créditos mas arriesgados

En éste sentido, aprovechando el “boom inmobiliario” se comenzaron a ofrecer hipotecas a un tipo particular de clientes, los NINJAS (No Income, No Job or Assets), es decir personas sin ingresos, sin empleo fijo, sin propiedades. Dado que éste tipo de créditos eran notoriamente más riesgos, se cobraban mayores intereses por los mismos, con lo cual el Banco, siempre y cuando el NINJA pagara, obtendría mayores ganancias.

B - Aumentar el número de operaciones

A partir de que los Bancos comenzaron a otorgar préstamos más arriesgados, lógicamente aumentó el número de operaciones que mantenían los mismos, pues se estaba prestando dinero a personas que nunca antes hubieran cumplido los requisitos de concesión de créditos. Sin embargo, como los Bancos estaban dando muchos préstamos, se vieron enfrentados a un problema: se les comenzó a acabar el dinero.

La solución la proporcionó una herramienta muy utilizada en estos días, la **Globalización**, es decir los Bancos recurrieron a Bancos extranjeros para que les prestasen dinero. Con ello, el dinero que una persona, hoy por la mañana depositó en la Oficina Central de un Banco de España, puede estar esta misma tarde en Nueva York, porque allí hay un Banco al que el Banco Español le prestó dinero para que se lo preste a un NINJA. Obviamente, el español no sabe que su dinero, depositado en una entidad seria, empieza a estar en cierto riesgo, tampoco lo sabe el Director del Banco Español que piensa que tiene invertida una parte del dinero de sus inversores en un Banco importante de Estados Unidos.

Vemos entonces, que si bien la globalización tiene importantes ventajas, también tiene sus inconvenientes y sus peligros. En el ejemplo, la gente de España esta totalmente ajena al hecho de que con la concesión de hipotecas Subprime en Estados Unidos ellos también están corriendo un importante riesgo.

### **2.3.1 - Créditos NINJA**<sup>5</sup>

Ya vimos que los Bancos, ante el poco margen de ganancia que estaban obteniendo, comenzaron a ofrecer hipotecas a clientes NINJAS, es decir clientes sin ingresos fijos, sin empleo y sin propiedades. Dado que dichas hipotecas eran sustancialmente más riesgosas, se cobraban mayores intereses por las mismas, de manera que si el cliente NINJA pagaba, los Bancos obtendrían mayores ganancias.

Además, aprovechando el “boom inmobiliario”, los Bancos decidieron conceder créditos hipotecarios por un valor superior al valor de la casa que compraba el NINJA, ya que suponían que esa casa, en pocos meses, valdría más que la cantidad dada en préstamo. Además, como la economía americana iba muy bien, se creía que el deudor, hoy insolvente, podría encontrar trabajo y pagar la deuda sin problemas.

Este planteamiento fue bien durante algunos años. En esos años los NINJA iban pagando los plazos de la hipoteca y, además, como les habían dado más dinero del que valía su casa, se habían comprado un auto, habían hecho reformas en la casa y se habían ido de vacaciones con la familia.

El problema se planteó cuando a principios de 2007 los precios de las viviendas se desplomaron. Muchos de los NINJAS se dieron cuenta que estaban pagando por su casa más de lo que ahora valía y decidieron no seguir pagando sus hipotecas. Automáticamente, nadie quiso comprar CDO, CDS, y los que ya los tenían no pudieron venderlos. Pero el problema es aún más grave, como nadie sabe que es lo que tienen los Bancos en los paquetes de hipotecas que compraron, los Bancos empiezan a no fiarse unos de otros. Como no se fían, cuando necesitan dinero y van al mercado interbancario (que es donde los Bancos se prestan dinero unos a otros), o no se lo prestan o se lo prestan caro. Por lo tanto, los Bancos ahora no tienen dinero, como consecuencia de ello:

- No dan créditos
- No dan hipotecas
- Venden sus participaciones en empresas, venden sus edificios, con el objetivo de obtener liquidez.

---

<sup>5</sup> “La crisis Ninja y otros Misterios de la economía actual”-2008 (Abadía, Leopoldo)

### **2.3.2 - Hipotecas ARM (Adjustable Rate Mortgage)**<sup>6</sup>

La característica particular que presentan las hipoteca ARM, es que a diferencia de las hipotecas a tasa fija, se trata de hipotecas en las cuales el interés varía periódicamente, al iniciar el préstamo se cobran tasas de interés que en general son más fáciles de cancelar en comparación con las tasas fijas, por lo tanto resultan hipotecas sumamente atractivas para quien está pensando pedir un préstamo. El problema es que con el tiempo el interés mensual cambiará, pudiendo subir tanto que sea imposible para el deudor hacer frente a su deuda.

Entonces, con los préstamos hipotecarios a tasa ajustable (ARM) las tasas de interés cambian. Los pagos mensuales en un comienzo pueden ser más bajos que en las hipotecas a tasa fija, pero se debe tener presente que:

- Los pagos mensuales podrían cambiar. Es posible que aumenten, a veces mucho, aunque las tasas de interés no aumenten.
- El deudor podría terminar debiendo más de lo que pidió prestado, aun cuando pague todos los pagos puntualmente.
- Si el deudor desea terminar de pagar el préstamo antes de la fecha de vencimiento para evitar pagos más altos, es probable que tenga que pagar un recargo.

#### ¿Qué es un ARM?

Un préstamo ARM se diferencia de uno a tasa fija de muchas formas. Con éste último, la tasa de interés se mantiene igual durante la duración del préstamo. En el de tasa ajustable, la tasa de interés cambia periódicamente, por lo general respecto a un índice.

En los préstamos hipotecarios a tasa ajustable, las compañías de préstamo por lo general cobran tasas de interés iniciales más bajas que los de tasa fija. En un principio el préstamo ARM es más económico que uno de tasa fija por el mismo monto, incluso podría resultar más barato a largo plazo si por ejemplo las tasas de interés permanecen a un mismo nivel o bajan.

---

<sup>6</sup> “Guía para el consumidor sobre hipoteca a tasa ajustable (ARM)” The Federal Reserve Board

Sin embargo, la tasa y el pago inicial permanecerán en vigencia por un período limitado de tiempo. En algunos de estos préstamos, la tasa y el pago inicial podrían ser muy distintos a los de más adelante en la vida del préstamo.

En la mayoría de los préstamos ARM la tasa de interés y el pago mensual cambian todos los meses, trimestres, años, cada tres años o cinco años. El período entre los cambios de la tasa se conoce como período de ajuste.

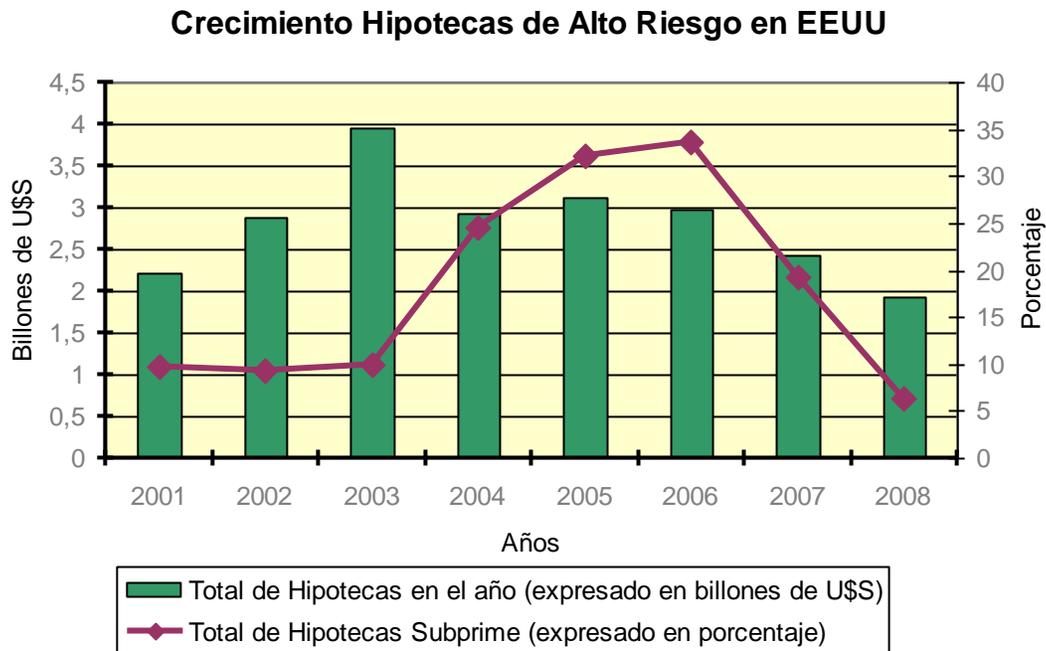
### Tasa de interés

La tasa de interés en un préstamo ARM se compone de dos partes: el índice y el margen. El índice por lo general es una medida de la tasa de interés, y el margen es el monto adicional que el prestamista le suma.

Los pagos que tendrá que realizar el deudor estarán afectados por los límites o topes, hasta los que puede subir o bajar la tasa de interés. Si la tasa índice aumenta, en la mayoría de los casos también lo hace su tasa de interés y el deudor probablemente tenga que hacer pagos mensuales más altos. Por otro lado si la tasa de interés baja, podría bajar el pago mensual.

Los prestamistas basan la tasa de interés en varios índices. Entre los más comunes se encuentran las tasas basadas en valores del Tesoro de vencimiento constante a un año y la tasa LIBOR (London Interbank Offered Rate).

En la siguiente figura<sup>7</sup>, mostramos el crecimiento que han tenido las Hipotecas de Alto Riesgo en EEUU en los últimos años.



### 2.3.3 - Collateralized Debt Obligations (CDO)<sup>8</sup>

El mundo de la banca de inversión es un universo de productos y servicios que se han ido desarrollando en volumen y complejidad en concordancia con las necesidades económicas y empresariales de cada momento. Sumido en este universo encontramos los derivados de crédito, contratos cuya evolución y propiedades dependen fundamentalmente de las calidades crediticias de una o varias entidades, esto es, del riesgo de crédito. La manera estándar de cuantificar el riesgo de crédito es mediante el credit rating, que no es más que un valor discreto que sintetiza la calidad crediticia de la empresa. Las dos agencias más importantes en la evaluación y publicación de ratings son Standard and Poor's y Moody's Investors Service.

<sup>7</sup> “La Crisis Subprime: mejores practicas de la industria internacional” – IIF- Institute of International Finance

<sup>8</sup> “Un Modelo Analítico de Gestión del riesgo de Crédito de Titulizaciones” Juan Carlos García Cespedes.

“Modelos de Análisis de Correlación de Crédito” Universidad Pontificia Comillas (Madrid)- José María Lucas del Portillo

Un instrumento muy utilizado durante la Crisis Hipotecaria fueron los CDO. Un CDO es básicamente una forma de empaquetar el riesgo de crédito asociado a diversas empresas en una única estructura.

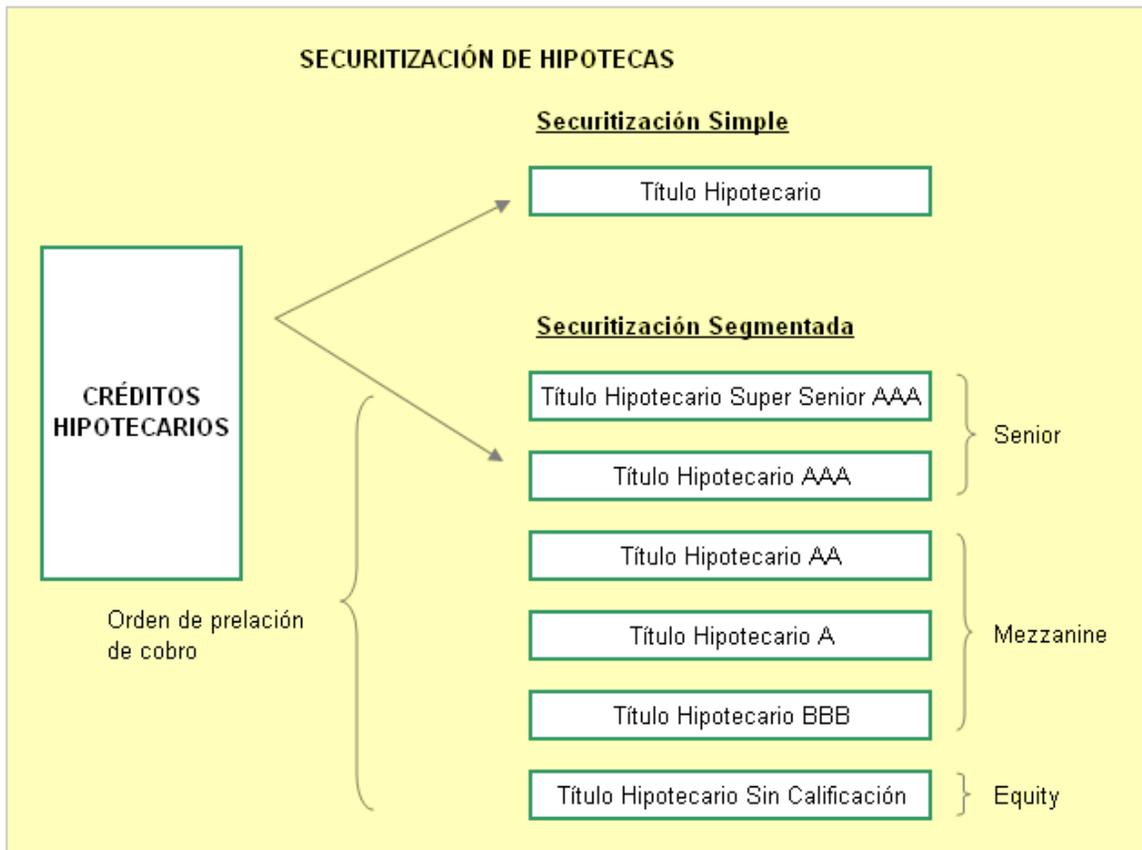
Consiste en una cartera de instrumentos financieros que se divide en tramos en función de las pérdidas. Estos tramos pueden ser asignados a distintos inversores que cubrirán las pérdidas asociadas a su tramo recibiendo una determinada compensación. Así pues, podemos distinguir dos papeles en este tipo de contrato:

- 1) El que vende protección, es decir el inversor. Será el encargado de asumir las pérdidas que le correspondan en función del tramo en el que invierte. A cambio de dar esa protección recibe un spread determinado de forma periódica.
- 2) El que compra protección. Es el que paga el spread al inversor a cambio de estar protegido contra las posibles pérdidas

Típicamente se distinguen a nivel general tres tramos:

- El **tramo Equity** es el que recogerá las primeras pérdidas que se produzcan en la cartera debido a los posibles defaults. En general cubre hasta un 3-6% de las pérdidas.
- El **tramo Mezzanine** suele cubrir las pérdidas comprendidas entre el 3 y el 10% de las pérdidas totales
- El **tramo Senior** representa la mayor parte de las pérdidas y cubrirá cualquier pérdida que no hayan cubierto los tramos anteriores.

En la siguiente tabla ilustramos lo expresado anteriormente:



Conferencia CERES “Cuatro focos de tensión global y regional y su impacto en Uruguay” -Julio 2008-  
Ottonello, Pablo

El spread de un tramo de un CDO depende de diversos factores, unos relativos al tramo en cuestión y los demás relativos a la cartera en cuestión. Los más importantes son:

• **Relativos al tramo:**

- **Attachment point:** El porcentaje de pérdidas debajo del tramo. Cuanto más elevado, menos riesgo y por tanto spread más bajo.

- **Ancho del tramo:** Representa el máximo porcentaje de pérdidas que puede cubrir. Cuanto más ancho, más pérdidas tendrá que cubrir.

• **Relativos a la cartera:**

- **Calidad crediticia de la cartera:** cuanto más baja sea, mayor riesgo y por tanto más se valorarán los tramos en general.
- **Recovery rate:** nos indican “el porcentaje de valor” que “recuperamos” de una obligación determinada cuando la contraparte entra en default.
- **Correlación entre defaults:** no afecta a las pérdidas esperadas pero sí a la distribución de las mismas, y por tanto al riesgo asumido por cada tramo en función de su posición. Si la correlación es alta los defaults tienden a producirse juntos y menos frecuentemente. La cartera tiende a comportarse como un único activo.

### **Los CDO en la Crisis Hipotecaria**

Aproximadamente sólo el 20% del monto total de los productos financieros estaban representado por los paquetes de la clase AAA; para facilitar y aumentar su venta se decidió reempaquetar las "subtajadas" de menor calidad en nuevos bonos que, además, incluyeron otro tipo de préstamos; estos nuevos instrumentos son los CDO.

A través de la ingeniería financiera se logró combinar productos con bajas calificaciones con otros de mayor calificación logrando de ésta forma ofrecer al mercado una gran cantidad de “paquetes” con un “supuesto” bajo riesgo.

Estos CDO fueron comprados por fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos mutuos y bancas privadas de distintas partes del mundo entre 2005 y 2006. El problema estuvo en que muchos de estos modelos que se utilizaron para reagrupar y reclasificar el riesgo asociado a los productos no funcionaron y los incobrables fueron más altos de lo esperado. El problema fundamental que tuvo este instrumento (CDO) fue el desconocimiento por parte de los inversores de los distintos tipos de productos que lo conformaban; lo cual sumado a la incorrecta forma de asignación de riesgos hecha por las Calificadoras de riesgo trajo aparejado grandes pérdidas para los propios inversores y para todo el sistema financiero.

#### **2.3.4 - Credit Default Swaps (CDS)**<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> “Los Derivados de Crédito” Jorge Pérez Ramírez

Un Credit Default Swap (CDS) es un contrato entre dos partes en el que una de ellas compra protección sobre el riesgo de default (impago) de una cierta cantidad de bonos o deuda, de una determinada compañía, durante un plazo especificado, y la otra parte vende esta protección. El comprador paga una prima periódica, denominada “spread”, a cambio del cual, en caso de que se produzca un default, el vendedor compensará al comprador por las pérdidas en esos bonos y el spread se dejará de pagar (la mecánica es muy similar a la de los seguros, en la que se paga una prima anual por una protección sobre ciertas pérdidas contingentes).

La contratación de los CDSs, se realiza generalmente mediante contratos estándar de la ISDA (International Swaps and Derivatives Association) si bien, como los CDSs son contratos a medida o “over the counter” (OTC), éstos también pueden pactarse con las cláusulas y medidas que ambas partes acuerden. Los plazos que más se cotizan son los de 1, 3, 5, 7 y 10 años. Curiosamente, la gran mayoría de los CDSs no se utilizan para proteger los bonos de las carteras de los compradores, sino que se emplean para operaciones en varias estrategias de inversión a corto plazo (trading) en los spreads. En el caso en el que el inversor estime que los spreads van a aumentar, comprará protección; mientras que en el caso contrario, en que el inversor suponga que los spreads van a bajar, éste venderá protección.

En caso de que se produzca un default, hay dos opciones: en la primera, el comprador entrega los bonos al vendedor, y el vendedor paga al comprador el valor nominal del mismo, lo que se denomina “liquidación física”. La segunda opción consiste en que el vendedor paga al comprador la pérdida de valor de los bonos, lo que se conoce como “liquidación por diferencias”.

En caso de default los bonos siguen comprándose y vendiéndose en el mercado; la razón es que su precio no disminuye hasta cero, ya que en la mayor parte de los casos, el mercado espera una recuperación de una parte importante de los flujos prometidos por el bono. Suponiendo una tasa de recuperación del 40%, la pérdida y por tanto la liquidación del CDS sería del 60%.

Lo que era una especie de seguro contra impagos se ha convertido en una especie de gigantesco mercado de derivados donde no se sabe de forma transparente quien tiene posiciones. Se estima que el volumen de CDSs superó a la deuda real que cubre en una relación de 10 a 1 entre 2005 – 2006; esto se produjo debido a que cuando un Hedge Fund o una compañía aseguradora venden su

protección a un cliente contra el impago de un crédito lo que suelen hacer es después comprar otro CDS para protegerse ellos mismos y este proceso se reproduce multitud de veces. Vemos que los CDSs aunque tiene las virtud de proteger de las pérdidas que provocan los impagos de créditos, debido a la especulación y a su uso como derivado, tienen la gran problemática de multiplicar las pérdidas que podría suponer el impago de un crédito en la economía real; y esto fue lo que ocurrió. Una vez que empezaron a aumentar los impagos de los créditos (en especial los Subprime) grandes instituciones aseguradoras como AIG sufrieron un gran impacto trayendo aparejado consecuencias tan negativas que tuvieron que ser reatadas muchas de ellas por parte del Estado.

# 3 ROL DE LOS DIFERENTES AGENTES

En el presente capítulo desarrollaremos el rol que tuvieron los principales agentes intervinientes en la Crisis, en particular profundizaremos acerca de los siguientes actores:

- Bancos
- Reserva Federal (FED) y Tesoro de los Estados Unidos
- Calificadoras de Riesgo
- Hedge Funds
- Fideicomiso
- Compañías de Seguros

## **3.1 – BANCOS**<sup>15</sup>

### **3.1.1 - Introducción al concepto de Bancos**

Las entidades bancarias se clasifican en Bancos Comerciales, Bancos de Inversión y Bancos Hipotecarios de acuerdo a su actividad principal. A continuación haremos un breve comentario acerca de sus principales operaciones.

#### **3.1.1.1 - Bancos Hipotecarios**

Como su nombre lo indica, los Bancos Hipotecarios se especializan en el otorgamiento de préstamos para la compra de una vivienda, con una hipoteca como garantía. A su vez, pueden realizar las siguientes operaciones:

- Recibir depósitos de participación en préstamos hipotecarios y en cuentas especiales.
- Emitir obligaciones hipotecarias.

---

<sup>15</sup> [www.elmundo.es](http://www.elmundo.es)

- Conceder créditos para la adquisición, construcción, ampliación, reforma, refacción y conservación de inmuebles urbanos o rurales, y la sustitución de gravámenes hipotecarios constituidos con igual destino.
- Otorgar garantías vinculadas con operaciones en que intervinieren.
- Efectuar inversiones de carácter transitorio en colocaciones fácilmente liquidables.
- Obtener créditos del exterior
- Actuar como intermediarios de créditos obtenidos en moneda nacional y extranjera.

Como ejemplos de estos Bancos encontramos a los gigantes hipotecarios norteamericanos, Fannie Mae y Freddy Mac.

### **3.1.1.2 - Bancos Comerciales**

Este tipo de Bancos llevan a cabo una actividad vital para la economía de un país y la vida de la sociedad. Su función principal es realizar la intermediación habitual entre la oferta y la demanda de recursos financieros, ya que por un lado reciben y retribuyen el ahorro de las personas y las empresas, y por el otro, prestan dinero a aquellos que lo necesitan.

De esta manera, mediante la ya mencionada intermediación bancaria, el sistema financiero aumenta la eficiencia del sistema económico, al lograr que el dinero de quienes tienen recursos excedentes sea destinado a actividades de consumo o inversión en lugar de permanecer inmovilizado. El dinero, entonces, es puesto al servicio del trabajo y la producción.

Se dice que los Bancos Comerciales son operadores universales, ya que pueden realizar todas las operaciones activas, pasivas y de servicios que no les son prohibidas por las leyes específicas de cada país y que regulan su funcionamiento, o por las normas del respectivo Banco Central.

Las operaciones activas son aquellas en las que el Banco presta dinero a una persona o una empresa. El precio de este préstamo es la tasa activa. Por el contrario, las operaciones pasivas son aquellas por las que el Banco recibe dinero (por ejemplo, por intermedio de depósitos) y retribuye al depositante con un interés.

Además, los Bancos pueden prestar servicios tales como, entre otros, el cobro de impuestos y servicios, el alquiler de cajas de seguridad y el cambio de billetes y monedas al público.

### **3.1.1.3 - Bancos de Inversión**

Como su propio nombre lo indica, la especialización está centrada en actividades de inversión, a través de la emisión de títulos, el asesoramiento de empresas y la búsqueda de recursos e inversionistas para nuevas compañías. De esta forma, los Bancos de inversión llevan a cabo el diseño y colocación de instrumentos de financiamiento de largo plazo a través de la Bolsa de Valores, o en forma privada para un inversor determinado.

Estos inversores, sin embargo, no son minoristas. Generalmente, se trata de inversores calificados o institucionales, que mueven grandes cantidades de dinero en cada operación. Entre sus clientes se encuentran los Bancos Comerciales e hipotecarios, que invierten en instrumentos emitidos por los Bancos de Inversión.

Entre las operaciones que pueden realizar se encuentran:

- Recibir depósitos a plazo.
- Emitir bonos, obligaciones y certificados de participación en los préstamos que otorgan, o emitir otros instrumentos negociables en el mercado local o en el exterior.
- Conceder créditos a mediano y largo plazo, y a corto plazo con ciertos límites.
- Otorgar garantías, y aceptar y colocar letras y pagarés de terceros vinculados con operaciones en que intervienen.
- Realizar inversiones en valores mobiliarios vinculados con operaciones en que intervienen, prefinanciar sus emisiones y colocarlos.
- Efectuar inversiones de carácter transitorio en colocaciones fácilmente liquidables.
- Actuar como fideicomisarios y depositarios de fondos de inversión.
- Obtener créditos del exterior y actuar como intermediarios de créditos obtenidos en moneda nacional y extranjera.
- Realizar operaciones en moneda extranjera, previa autorización del Banco Central.
- Dar en locación bienes de capital adquiridos con tal objeto.

Los Bancos de Inversión cobraron cierta notoriedad con la Crisis de las hipotecas subprime, siendo los emisores de diferentes títulos de deuda garantizados por esas hipotecas de baja calidad.

Es importante remarcar que los Bancos desde su creación hasta nuestros días tienen un rol esencial en el desarrollo de cualquier economía; es la confianza en el sistema financiero lo que ha llevado a que los Bancos sean los “guardianes”, los “custodios” de los dineros públicos. Gracias a esto, la banca tiene la capacidad de prestar el dinero que los depositantes dejan a su cargo, para de esa manera ganar y al mismo tiempo poder servir como intermediario en la economía nacional.

Por otra parte, es esa confianza en los Bancos lo que permite que toda la economía avance y se desarrolle, puesto que los mismos tienen la capacidad de dar créditos para las inversiones y para el consumo necesario. De esa forma, los Bancos logran ejercer la función más importante de cualquiera de los actores de una economía, al ser quienes custodian el dinero de todos los ciudadanos, prestan el capital necesario para las empresas y otorgan el dinero requerido para comprar los bienes y servicios de su aparato productivo; en otras palabras los Banco son el corazón de todo el sistema económico por el que pasa toda la liquidez que la economía necesita.

La Crisis inmobiliaria surgida en los Estados Unidos desató una tormenta financiera, llegando a afectar a los Bancos más importantes y más grandes de la mayor potencia económica del mundo, lo que sin duda alguna tuvo y tendrá efectos muy duraderos.

Atendiendo a lo anterior, es decir sabiendo el rol preponderante que cumplen los Bancos en el mundo y la coyuntura en que se encontraba el sistema financiero americano y mundial podemos afirmar que los efectos de la Crisis fueron catastróficos para la economía mundial.

Expondremos a continuación algunos ejemplos de los principales actores del sistema financiero mundial que sufrieron las consecuencias de la Crisis.

### **3.1.2 - Los Bancos en la Crisis**

#### **Lehman Brothers**

Siendo el cuarto Banco de inversión de Estados Unidos, Lehman Brothers se declaró en quiebra el 15 de Setiembre de 2008, tras ser incapaz de encontrar un comprador. La firma, fundada en 1850 en Alabama por los hermanos Lehman como una pequeña compañía de algodón, tenía una deuda de 613.000 millones de dólares. El origen de sus problemas eran las hipotecas subprime: una de las unidades de Lehman era BNC, uno de los mayores Bancos hipotecarios de EEUU especializados en estos créditos concedidos a clientes con poca solvencia. En 2007, Lehman cerró BNC, pero sus problemas continuaron. El Banco disponía de activos por valor de 639.000 millones de dólares y contaba con 25.935 empleados en 61 oficinas de todo el mundo. En este caso, el Gobierno de los Estados Unidos no acudió en auxilio de la entidad

#### **Fannie Mae y Freddie Mac**

Las dos mayores entidades hipotecarias de los Estados Unidos también han sido nacionalizadas para evitar el desastre. El Estado asumió el control a través de la Agencia Federal Financiera de Casas e inyectó más de 100.000 millones de dólares en cada una.

Entre ambas compañías, que en el último año han perdido 14.000 millones de dólares, sustentan más del 40% de la deuda hipotecaria de EEUU. Se prevé que, una vez saneadas, sean separadas y privatizadas.

#### **Bear Stearns**

El quinto Banco de inversión de los Estados Unidos fue el primero en tener inconvenientes: reconoció problemas de liquidez y sus acciones se desplomaron un 46% en la Bolsa de Nueva York, por lo que el Gobierno de los Estados Unidos acudió en su auxilio para evitar que el colapso afectase a otras instituciones. Su rival JP Morgan anunció su compra en Marzo de 2008 por tan sólo dos dólares por acción, en una operación sólo en títulos y que la Reserva Federal financió hasta el límite de 30.000 millones de dólares. Esto situó el valor del Bear Stearns en unos 240 millones de dólares, lo que suponía un descuento del 93% respecto a su valor.

### **Fortis**

Este gigante belga-holandés con presencia en más de 50 países es una de las entidades europeas más afectadas por la Crisis. Su inversión en hipotecas de baja calidad en Estados Unidos, la adquisición de parte de los activos de ABN Amro, sumado a la caída de su valor en Bolsa (un 70% a lo largo de 2008), ha provocado la división del Banco. El pasado 28 de Setiembre de 2008 Fortis quedó bajo control público tras inyectar las autoridades de Bélgica, Holanda y Luxemburgo 11.200 millones de Euros. A su vez, este gigante también decidió vender su participación del Banco holandés ABN Amro. La entidad francesa BNP Paribas se ha hecho con el control de las actividades bancarias y de seguros de Fortis en Bélgica y Luxemburgo, aunque sus Gobiernos conservan la capacidad de bloqueo en la entidad.

### **Hypo Real Estate Bank**

El segundo mayor Banco hipotecario de Alemania ha rozado la bancarrota. Tras un primer intento de rescate fallido, el Gobierno alemán ha conseguido llegar a un acuerdo con los Bancos y Aseguradoras privadas para dar liquidez a la entidad y devolver algo de estabilidad a los mercados financieros. Entre los sectores (público y privado) inyectarán un total de 50.000 millones de euros.

En conclusión podemos decir que los Bancos tuvieron un rol muy significativo en el desarrollo de la Crisis ya que la misma (como fue descrito en los capítulos anteriores) se originó desde el propio sistema financiero por lo que su debilitamiento trajo aparejado consecuencias nefastas para la economía real reflejándose en un aumento significativo del desempleo y una reducción del Producto Bruto Interno.

### **3.2 - RESERVA FEDERAL**<sup>16</sup>

#### **3.2.1 - Introducción**

Durante la Crisis actual la Reserva Federal jugó un rol decisivo y fundamental en asegurar la liquidez y el buen funcionamiento del sistema financiero. La Reserva Federal tomó un conjunto de medidas destinadas a darle liquidez al sistema financiero. Cortó fuertemente su tasa de referencia (FED Funds Rate) de 5,25% al 0.25% el nivel mas bajo en los últimos 40 años; bajó la tasa a la que los Bancos pueden tomar prestado en la ventanilla de redescuento de la Reserva Federal; amplió la gama de activos que acepta como garantía para redescantar (sobre todo títulos afectados directamente por la Crisis Hipotecaria ); extendió los plazos para pedir prestado en esta ventanilla y permitió a los Bancos de inversión acceder por primera vez a esta ventanilla, cuyo acceso estaba limitado a los Bancos comerciales. Con este conjunto de medidas se aseguró que las instituciones financieras tuvieran acceso a liquidez en momentos en los que las reservas líquidas se agotaban. Además de estas medidas, la Reserva Federal y el Tesoro de Estados Unidos demostraron su voluntad y capacidad de dar liquidez y comprometer recursos fiscales de ser necesario, en dos episodios muy elocuentes: el rescate de Bear Stearns y el rescate de Fannie Mae y Freddie Mac (dos gigantes del mercado hipotecario de Estados Unidos).

#### **3.2.2 - Tasas de Interés**

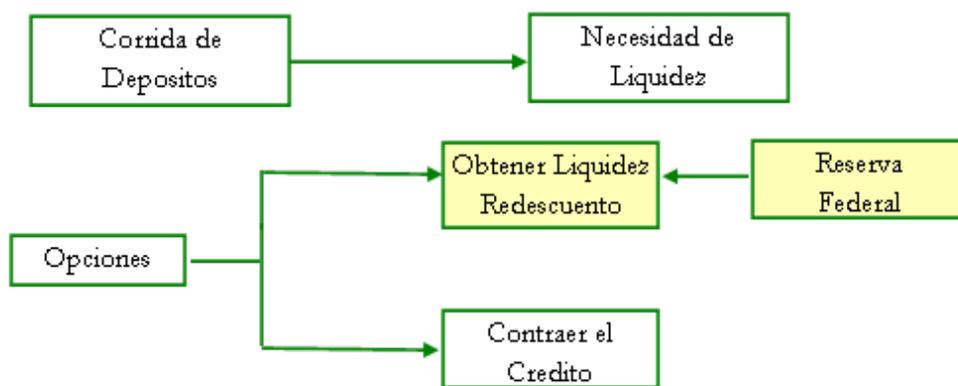
Como ya hemos comentado las raíces de esta Crisis se pueden encontrar varios años atrás en el año 2000 cuando explota la burbuja de Internet. La política monetaria introducida por la Reserva Federal consistió en una drástica baja de la tasa de interés de corto plazo en el año 2001, pasando de 6.5% a 1.75% y luego reduciéndola a 1%, alcanzando el nivel mas bajo de los últimos 50 años en ese momento. Las mismas se mantuvieron bajas hasta el año 2004 donde comenzaron subir.

Fue en el año 2007 cuando la Reserva Federal a raíz de la Crisis Hipotecaria produjo un corte en la tasa de referencia llevándola desde 5.25% a un rango entre 0 y 0.25%.

---

<sup>16</sup> “La crisis y la respuesta política”, Discurso Presidente Ben S. Bernanke, Enero 2009-09-05

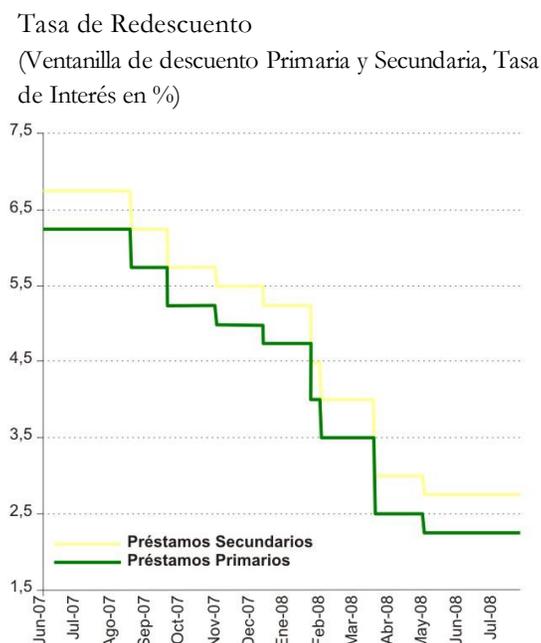
Desde entonces, la FED ha recortado las tasas de interés y los Bancos Centrales de todo el mundo han inyectado liquidez al sistema bancario, lo que ha permitido contener la situación aunque no evitar la desaceleración ni recuperar la confianza en el mercado interbancario. Es así aún que hoy se mantienen las tasas de interés entre el 0% y el 0,25% un nivel históricamente bajo, previéndose que se mantendrán así durante un periodo extenso de tiempo.



Conferencia CERES “Cuatro focos de tensión global y regional y su impacto en Uruguay” -Julio 2008-  
 Ottonello, Pablo

Como mencionamos la Reserva Federal no solo bajó la tasa de referencia sino que también bajó la tasa de redescuento. En inglés “rediscount rate”, es aquella tasa de interés con la que los Bancos y particulares pueden obtener fondos en préstamos por parte del Banco Central y de Bancos de depósito respectivamente, siempre y cuando dicho interés se pague al obtener el préstamo.

Los siguientes gráficos ilustran la baja de la referida tasa de redescuento.<sup>17</sup>



### 3.2.3 - Rescate de Bear Stearns<sup>18</sup>

En Marzo de 2008, las pérdidas acumuladas y la alta exposición al mercado hipotecario hicieron que Bear Stearns, uno de los principales Bancos de inversión de Estados Unidos, entrara en una situación crítica. El precio de sus acciones colapsó y la prima de riesgo sobre los bonos que emite subió a niveles de más de 1.300 puntos básicos.

Esta situación generaba la preocupación de que si Bear Stearns entraba en quiebra y no podía continuar con sus transacciones vigentes, se iban a ocasionar pérdidas de magnitud desconocida a lo largo y ancho del sistema financiero.

Como hubiera sido imposible determinar quién iba a verse golpeado y en qué medida, la quiebra de Bear Stearns hubiera puesto a todo el sistema financiero bajo sospecha, lo que podía resultar en una Crisis de confianza generalizada y una corrida contra todo el sistema. Sin embargo, la Reserva

<sup>17</sup> Conferencia CERES “Cuatro focos de tensión global y regional y su impacto en Uruguay” -Julio 2008- Ottonello, Pablo

<sup>18</sup> “La Crisis Financiera en Estados Unidos: Diagnostico e Impacto”, Julio 2008, Talvi Ernesto (CERES)

Federal no dejó caer a Bear Stearns. Lo que hizo fue planear la compra por parte de una institución prestigiosa, que inspirara confianza, que reconstituyera la credibilidad de Bear Stearns, y darle una línea de redescuento “especial” a esta nueva institución ante la eventualidad de que el negocio continuara en riesgo luego de la adquisición. Así JP Morgan adquirió Bear Stearns, por un precio inicial de 240 millones de dólares y obtuvo de la Reserva Federal una línea de crédito abierta de 30 billones de dólares para atender las contingencias que pudieran ocurrir después de la compra.

Muchos analistas criticaron esta operación sobre la base de que podría generar incentivos incorrectos; como por ejemplo la presunción de quienes invierten de que si las cosas van mal, el Banco Central los va a respaldar. Sin embargo, es importante destacar que los accionistas perdieron prácticamente todo su dinero. Una empresa que antes de la Crisis tenía un valor de mercado de 11,5 billones de dólares fue adquirida inicialmente en 240 millones de dólares. Lo que la Reserva Federal protegió en esta operación fue la integridad de las transacciones que Bear Stearns tenía pendientes con sus contrapartes en el sistema financiero, no a sus accionistas.

### **3.2.4 - Rescate de Freddie Mac y Fannie Mae**<sup>19</sup>

Más recientemente, la desconfianza del mercado comenzó a apuntar a dos gigantes hipotecarios: Fannie Mae y Freddie Mac., los cuales fueron creadas por ley (en 1938 y 1970, respectivamente) para promover la propiedad inmobiliaria. Tienen un status jurídico peculiar, ya que si bien fueron creadas por ley, no se trata de instituciones públicas sino privadas propiedad de sus accionistas, cuyas acciones cotizan en Bolsa y pagan dividendos. Este status especial le otorga sin embargo algunos privilegios, el principal de los cuales es implícito: el mercado tiene la percepción que cuentan con el respaldo gubernamental. Estas instituciones tienen además una gran dimensión: representan casi el 50% de todo el crédito hipotecario de Estados Unidos, tienen pasivos y garantías de alrededor de 5,2 trillones de dólares y una muy pequeña base de capital.

La caída de estos dos gigantes hubiera tenido consecuencias devastadoras para el sistema financiero. Los títulos de estas agencias, con garantía implícita del Estado son parte de la cartera de instituciones financieras en todo el mundo, incluyendo los Bancos Centrales. La estrepitosa caída de las acciones

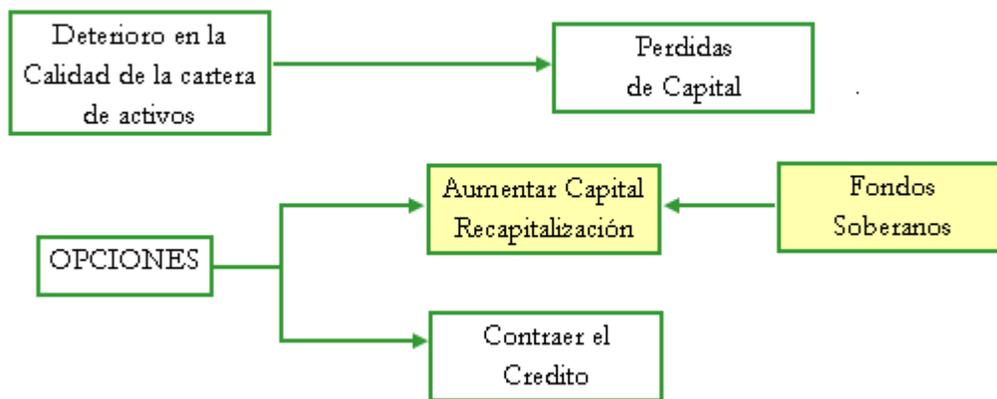
---

<sup>19</sup> “La Crisis Financiera en Estados Unidos: Diagnostico e Impacto”, Julio 2008, Talvi Ernesto (CERES)

de Fannie Mae y Freddie Mac llevó a que el 13 de Julio de 2008, en una acción concertada, la Reserva Federal y el Tesoro anunciaran un plan de rescate para estas dos instituciones. El plan atacaba el problema de liquidez y de solvencia simultáneamente. La Reserva Federal emitió un comunicado en el que le dió el acceso ilimitado a la ventanilla de redescuento que antes había dado a otros Bancos de inversión para facilitarle liquidez en caso de que fuera necesario. En tanto que el Tesoro de Estados Unidos anunció que pediría autorización al Congreso para otorgar préstamos o recapitalizar las instituciones y eventualmente nacionalizarlas en caso de ser necesario, para recomponer la credibilidad de las instituciones. Esta autorización fue aprobada en el Senado por amplia mayoría y le dió al Tesoro amplias facultades para evitar la quiebra de Fannie Mae y Freddie Mac.

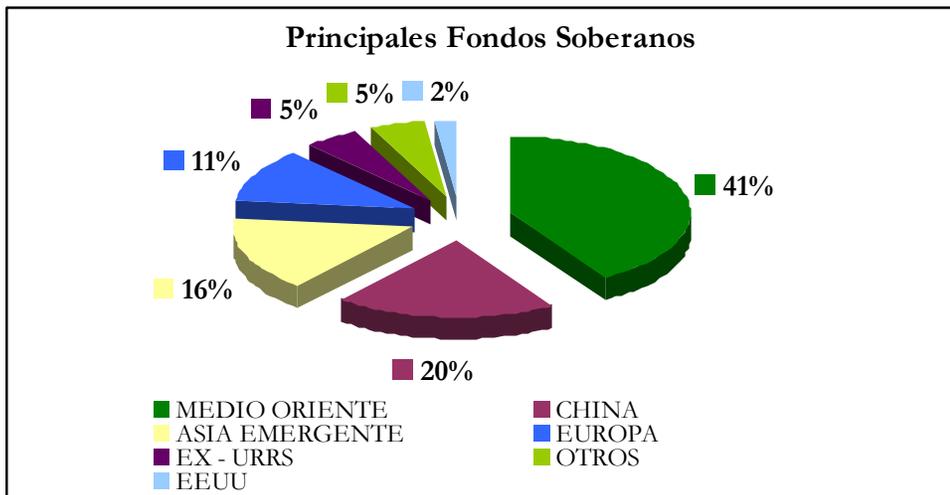
Este episodio redimensionó la Crisis en un nuevo nivel. En primer lugar, porque dejó en claro que todavía no se ha visto el final de la Crisis, que no es posible determinar aún a cuánto van a ascender las pérdidas del sistema y quién habrá quedado en pie. En segundo lugar, porque en esta oportunidad no alcanzó con la acción de la Reserva Federal facilitando el acceso a fondos de corto plazo a instituciones con problemas de liquidez, sino que fue necesaria la acción del Tesoro de Estados Unidos para tranquilizar a los mercados.

**3.2.5 - Rol de los Fondos Soberanos**

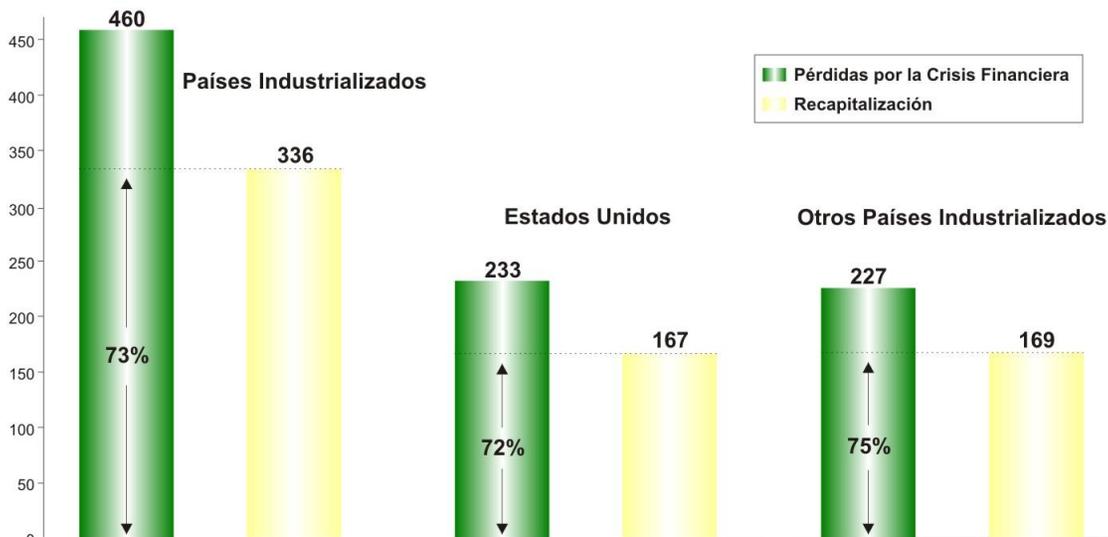


Conferencia CERES “Cuatro focos de tensión global y regional y su impacto en Uruguay” -Julio 2008- Ottonello, Pablo

Un rol muy importante en este proceso de recapitalización lo jugaron los llamados Fondos Soberanos de Inversión (o Sovereign Wealth Funds) que invirtieron en varias instituciones financieras. Estos son fondos públicos constituidos por el estado con reservas excedentes, con la finalidad de hacer inversiones en activos reales, de más largo plazo, menor liquidez y más retorno esperado (y por ende más riesgo) que las inversiones que se realizan con las reservas internacionales de los Bancos Centrales. Estos fondos invirtieron en varios países del mundo, tanto; industrializados y emergentes.



Recapitalización del sistema Financiero  
(Miles de millones de dólares, Jul-08)



Conferencia CERES “Cuatro focos de tensión global y regional y su impacto en Uruguay” -Julio 2008-  
Ottonello, Pablo

Otras Medidas adoptada por la FED:

- Restablecer la estabilidad en el mercado de hipotecas de vivienda y el hogar ha sido un área de particular preocupación. Para solucionar este problema, la Reserva Federal ha empleado como instrumento de política financiera, la compra de títulos en el mercado abierto. FOMC (Federal Open Market Committee) ha aprobado la compra de más de \$ 1 billón este año, de títulos relacionados con hipotecas garantizadas por el gobierno, patrocinado por compañías hipotecarias, como Fannie Mae y Freddie Mac. Esta compra de títulos relacionados con hipotecas ayuda a rebajar las tasas de interés que pagan los consumidores en hipotecas.
- Entre Julio del 2008 y Enero del 2009 duplicó la emisión de dinero, pasando la base monetaria de ser 840 billones de dólares a 1.700 billones de dólares.
- Instrumentó un programa de swaps de monedas con Bancos Centrales extranjeros, de modo que los mismos pudieran cubrir la inusitada demanda de dólares.
- Realizó un programa de compra de deuda respaldada por activos, buscando reactivar el mercado de titularizaciones, el cual es crucial para la circulación del crédito.
- Préstamos a corto plazo a los Bancos y otras instituciones financieras. Bancos y otros intermediarios financieros se comprometen normalmente a más largo plazo, confiando en que la financiación puede ser relativamente a corto plazo, tales como depósitos de clientes, pero estos pueden ser retirados en cualquier momento. Para tener confianza de comprometerse a largo plazo en los préstamos y las inversiones, los Bancos deben estar seguros de que tendrán un amplio acceso a la financiación cuando sea necesario. Como forma de dar garantía a los Bancos, la Reserva Federal ha dejado claro que va a proporcionar créditos a corto plazo .De hecho, actúa como prestamista de última instancia de las instituciones financieras, es un método que los Bancos Centrales han utilizado durante siglos para tratar de calmar las Crisis financieras.

En resumen, entre las acciones de la Reserva Federal para asegurar la liquidez y el buen funcionamiento del sistema, la rápida recapitalización del mismo (en la que jugaron un rol fundamental los Fondos Soberanos de Inversión) y el rol que jugó el Tesoro de Estados Unidos en el rescate de Fannie Mae y Freddie Mac, se logró alejar el fantasma de una “Gran Depresión” de los años 30. En aquella Crisis, la falta de provisión de liquidez por parte de la Reserva Federal y la

enorme dificultad que tuvieron los Bancos para recapitalizarse después de sus pérdidas, jugaron un papel fundamental en la severa restricción de crédito que terminó por asfixiar a la economía.

### **3.3 - CALIFICADORAS DE RIESGO**<sup>20</sup>

#### **3.3.1 - Introducción**

Las calificadoras de riesgo surgieron a mitad del siglo XIX durante la construcción de las grandes vías ferroviarias estadounidenses. Se trataba de negocios financiados por capitalistas ingleses, los cuales no tenían información sobre la solvencia de las empresas constructoras. Básicamente el servicio que ofrecían las empresas calificadoras era analizar y evaluar dichas empresas constructoras e informar a los inversionistas británicos acerca de la solvencia de las mismas.

Las agencias calificadoras están organizadas de forma mundial, y son oficialmente reconocidas como instituciones encargadas de la evaluación de la solvencia de organizaciones, instituciones y gobiernos. Las agencias están en el nivel más alto y más problemático de la arquitectura financiera mundial. Este negocio está dominado por dos grandes calificadoras: Moody's Investors Service (Moody's) y Standard & Poor's Ratings Group (S&P).

Desde la globalización del capital, la importancia de las calificadoras se ha incrementado cada vez más, porque la calificación que otorgan estas empresas es una forma para los inversionistas de poder comparar títulos financieros sin tener que poseer un conocimiento específico. La calificación que obtienen no se da únicamente de forma cuantitativa sino también cualitativa. De esta manera, los inversionistas poseen un instrumento que les informa sobre la solvencia y el riesgo del emisor. Aunque el mercado principal fue la evaluación del mercado de obligaciones (bond-rating), hoy en día también lo hacen para el de acciones (stock-rating) y para el mercado de dinero.

Podemos decir entonces que las agencias calificadoras han creado un instrumento que da información y conocimiento específico sobre los riesgos a los inversionistas, cometido que anteriormente tenían los Bancos pero que han perdido debido a la globalización de los mercados

---

<sup>20</sup> "Las agencias calificadoras y su rol en las crisis financieras" – Jakob Brugger

financieros. De esta forma, todo inversionista tiene a su disposición información suficiente como para tomar una decisión de invertir en cualquier mercado en el mundo, ya que las calificaciones son homogéneas y estandarizadas. En el mercado de capitales estadounidense, el 98% de los bonos corporativos tienen un rating. En el mercado europeo sólo se permite la emisión de papeles comerciales con calificación. Mientras que en 1970 menos de 1000 emisiones tenían una calificación de Moody's, en el año 2000 ya eran más de 9000.

Cada una de las agencias analiza varios billones de dólares de deuda. Generalmente sólo se realiza una evaluación de deuda si hay una petición y las empresas que la solicitan pagan por ello. Sin embargo, aproximadamente el 10% de las emisiones de deuda en Estados Unidos son evaluadas por ellas sin costos y son publicadas como información pública o evaluación no solicitada.

La calificación de estas empresas se ha vuelto muy importante porque es una forma de poder comparar empresas a nivel global. A la hora de realizar la calificación se consideran entre otras cosas, el poder de mercado de la empresa, el potencial de incrementar sus utilidades, su estructura financiera, las cualidades y calidades de la gerencia y la visión estratégica de la organización. De esta forma se trata de calcular la solvencia y el riesgo de las deudas emitidas de las organizaciones.

Entre más baja sea la calificación de la empresa calificada, más alto el riesgo de caer en insolvencia y en consecuencia se puede exigir un rendimiento mayor. Los análisis empíricos demuestran que los cambios en las calificaciones inducen a cambios sustanciales en los valores de los títulos de deuda y acciones.

### **3.3.2- Impacto real de las agencias calificadoras y el efecto contagio**

Son interminables los casos en los que las agencias calificadoras han influido en direccionar los flujos de capital especulativo: el mercado de las tecnologías de información y comunicación, el mercado subprime, entre otras.

Así, se ha investigado a las empresas calificadoras por su colaboración en la Crisis Hipotecaria estadounidense de 2007-2008. Uno de los puntos más sustentados fue el conflicto de intereses que

hubo en la asesoría a las empresas y a los Bancos para que crearan los productos derivados y posteriormente calificarlos.

Lo que queda claro es que las calificadoras dirigen los flujos de capitales desde y hacia los mercados financieros. Es así que, la Crisis Hipotecaria provocó que los flujos de capitales fluyeran hacia los derivados, principalmente al petróleo y a los alimentos, y generó una burbuja de precios futuros y una Crisis alimentaria mundial. Además de dirigir los flujos, las calificadoras jamás predijeron una Crisis, nunca dieron a conocer los problemas de las regiones, como por ejemplo, las calificaciones que daban a los derivados de la Crisis Subprime estadounidense, para posteriormente declarar que no tenían metodología para evaluarlas. Sin embargo, cuando comienza el desequilibrio (como la caída de precios de los inmuebles) bajan radicalmente las calificaciones de toda la región y fomentan el contagio bursátil y financiero de todas las regiones.

### **3.3.3 - Una evaluación de las agencias calificadoras**

Las agencias calificadoras generan tanto efectos positivos como negativos. Del lado positivo, se puede mencionar que las agencias tienen una visión de “largo plazo”. Es decir, la agencia está interesada en saber el valor real de la empresa tomando en cuenta variables tanto macroeconómicas como microeconómicas. Su segunda gran ventaja es que, como actualizan la información cada cierto periodo (mensual, trimestral, etc.), empiezan a generar por la acumulación de evaluaciones un conocimiento específico y único, lo cual justifica el por qué el suyo es un mercado oligopólico tan concentrado. Cualquier competencia tardaría años en obtener dicho conocimiento exclusivo. Para los inversionistas significa que no están obligados a conseguir dicho conocimiento, ya que las agencias emiten un resumen del conocimiento específico en la calificación. De la teoría microeconómica sabemos que nadie pone en duda dicho resultado, por el simple hecho de que el costo marginal de conseguir esa información sobrepasa por mucho el beneficio marginal, por lo que no resultaría rentable.

Ahora bien, un problema es que las características del expertismo de las agencias calificadoras están basadas en los estándares estadounidenses sobre las calidades de la gerencia, las estrategias empresariales y la estructura financiera. Ésto origina dos problemas adicionales: por un lado, se le da más importancia a la generación de valor del accionista que a aspectos como responsabilidad social

empresarial y sustentable. Por otro lado, no es posible obtener ni la ponderación de las variables ni algunas de las variables, es decir, la calificación que se entrega por parte de las calificadoras es como una caja negra. Se observan algunas variables públicas de las empresas y se obtiene una calificación, de la cual no se conoce la metodología. Así pues, mientras no exista una regulación en el ámbito el mercado seguirá funcionando como un oligopolio con todos los costos que esto ocasiona a la calidad de la calificación. El inversionista seguirá dependiendo de la buena fe de las agencias calificadoras. Esta falta de regulación, la alta concentración de las empresas calificadoras y la estrecha relación con los clientes crearon serios problemas en el mercado mundial. Por una parte, las calificadoras asesoraron a las empresas para emitir títulos, como se ha visto en la Crisis Hipotecaria de Estados Unidos y posteriormente la califican.

Por esta problemática se podría suponer que los inversionistas dejaran de usar las calificaciones. Sin embargo, eso no ha sucedido. Hay dos líneas de argumentación del porqué se sigue confiando ciegamente en las calificaciones. La primera es que el mercado no permite tener una mejor solución. El hecho de que sea costoso crear el conocimiento específico que tienen las calificadoras lo hace imposible para inversionistas individuales y posible, pero costoso, para los fondos de inversión. Los fondos de inversión hacen un análisis de costo/beneficio entre tomar una calificación que puede ser ambigua o crear la información propia, y como es más costoso hacer lo segundo, los fondos prefieren usar la información de las calificadoras que incurrir en costos que afectarían directamente su rendimiento. Una segunda argumentación es que los fondos de inversión tienen también un conflicto de intereses con las calificadoras.

De esta manera se ve que las calificadoras son una de las piezas clave en los auges y en las Crisis financieras, así como en sus contagios. En un principio tienen el poder de dirigir los flujos de caja dando calificaciones demasiado altas. Cuando surge la Crisis, afectan a la economía al fomentar el efecto contagio con la caída drástica de la calificación (una medida necesaria para ellas para no perder prestigio). Al mismo tiempo, tienen que bajar la calificación de toda la región, ya que las variables macroeconómicas regionales son afectadas. Es evidente que es necesario generar un mecanismo que regule y sancione a las empresas calificadoras. En específico debe haber una instancia que analice las metodologías y supervise su implementación. También es necesario que exista más competencia en este mercado, ya que al ser un mercado tan concentrado no da posibilidad a los países y empresas a cambiar de calificadoras.

### **3.4 - HEDGE FUNDS**<sup>21</sup>

De forma de lograr una mejor comprensión acerca del rol que tuvieron los Hedge Funds en la Crisis y el impacto que la misma tuvo sobre ellos, creemos necesario previamente introducir las principales características de los mismos.

#### **3.4.1 – Definición**

Hedge Funds significa “fondos de Inversión” o “fondos de cobertura”, son un instrumento financiero de inversión, especializado en las inversiones de tipo especulativo con el fin de que una persona física o jurídica se proteja contra alteraciones en los precios de mercancías o acciones.

Son sociedades privadas con un reducido número de partícipes en las cuales el gestor tiene una significativa participación personal en el capital social, es libre de operar en una amplia variedad de mercados y de utilizar estrategias mercado-neutrales mediante diferentes grados de apalancamiento.

#### **3.4.2 - Características**

Enumeraremos las características que diversas instituciones públicas y privadas han asociado a estas instituciones a lo largo de los últimos años:

- Se trata de un vehículo de inversión colectiva que está organizado de forma privada, gestionado por sociedades profesionales que cobran comisiones sobre resultados obtenidos y no disponible para el público de forma general dado que requiere importes mínimos de inversión muy elevados
- Utilizan técnicas de inversión financieras no permitidas para los fondos tradicionales: venta al descubierto o short-selling, uso de productos derivados y compra de valores mediante apalancamiento agresivo.
- Sometidos a reducida regulación.

---

<sup>21</sup> “Los tentáculos de la Crisis Hipotecaria ” Finanzas y desarrollo, Diciembre del 2007  
BPI 79, Informe Anual

- Sujetas a escasas obligaciones de información y no deben cumplir requisitos de liquidez de forma diaria.
- En general adoptan la forma jurídica de sociedades de responsabilidad limitada.
- Generalmente están domiciliadas en paraísos financieros tanto por razones fiscales como normativas.

### **3.4.3 - Principales diferencias entre los fondos de inversión Tradicionales y los Hedge Funds**

22

Los tradicionales realizan una selección de instrumentos financieros (plazos fijos, bonos y acciones) para invertirlos a largo plazo, como lo realizaría un inversor directo. Las tareas administrativas a realizar para administrar un fondo de tipo tradicional consisten: en el caso de un plazo fijo esperar a la renovación, en el caso de los bonos en cobrar puntualmente los cupones semestrales y a la renovación o cambio del título por otro mas conveniente, y en el caso de las acciones que éstas paguen los dividendos y suban de precio con el correr del tiempo. Podemos decir entonces que la gestión que paga el inversor con las comisiones anuales de un fondo tradicional son tareas relativamente sencillas de llevar a cabo.

En contraposición, la gestión de inversiones que realiza un Hedge Funds es radicalmente más compleja. Además de comprar plazos fijos, bonos y acciones, también realizan inversiones “en contra del mercado”, es decir, estos fondos tienen en cartera posiciones vendidas en instrumentos financieros, beneficiándose también ante bajas en los mercados y contrarrestando así las pérdidas obtenidas en las posiciones compradas.

Un fondo tradicional ante una corrección a la baja de los activos administrados le produce una pérdida directa al cliente. La gestión de un Hedge Funds mitiga los eventos negativos manteniendo en lo posible una posición neutra ante las oscilaciones del mercado. Esa gestión que resulta en el largo plazo una postura más conservadora para el inversor, generalmente se paga con comisiones más altas y/o comisiones basadas en premios a la performance desarrollada por el gestor.

---

<sup>22</sup> Revista Portafolio “Fondos de Inversión Tradicionales y Hedge Funds”

### **3.4.4 - Los Hedge Funds en la Crisis**<sup>23</sup>

Durante la Crisis la clave para canalizar el riesgo inherente a las deudas hipotecarias de baja calidad a través del mercado fue dividiéndolo, creando tramos que conllevaban poco riesgo y tramos más riesgosos con una calificación más baja.

Para poner esa idea en práctica, Wall Street aglomeró las hipotecas de alto riesgo en obligaciones de deuda garantizadas y las dividió en tres tramos. Al igual que las hipotecas que les sirven de base, las obligaciones de deuda garantizadas reditúan capital e intereses. En el caso de una obligación dividida en tres tramos, el tramo preferencial es el menos riesgoso porque tiene derecho a percibir primero los pagos de las hipotecas, lleva la mejor calificación crediticia y genera intereses más bajos. El tramo intermedio acarrea mucho más riesgo, usualmente lleva grado especulativo y ofrece más rentabilidad. El tramo más bajo no genera ningún pago hasta que no estén íntegramente saldados los otros dos, es sumamente riesgoso, generalmente no tiene calificación crediticia y produce el máximo de rentabilidad. Cada clase se vende por separado y los precios se forman durante la negociación en los mercados secundarios. En este tipo de operación, alrededor del 80% de la deuda de alto riesgo atrae, entre otros, a inversionistas institucionales interesados en el tramo preferencial de grado inversor. Los tramos de menor calidad atrajeron tanto a Hedge Funds, mesas de operaciones por cuenta propia de los Bancos de Wall Street y algunos inversionistas institucionales que buscaban buenas rentabilidades. Los Hedge Funds, a pesar de ser especialistas en operaciones de gran riesgo, están sometidos a escasas exigencias en materia de regulación, no hay información pública sobre sus activos, pasivos y operaciones y a veces están sumamente apalancados (mediante derivados o préstamos caudalosos). De modo que, por un lado, sus actividades eran poco conocidas por los demás inversionistas y los reguladores, y por el otro, su apalancamiento podía producir un impacto en los mercados internacionales de crédito mucho más fuerte que sus activos gestionados.

A diferencia de los títulos cotizados en el mercado y los contratos de futuros, las obligaciones de deuda garantizadas y los derivados de crédito (dos de los instrumentos más utilizados por los Hedge Funds) son extrabursátiles. Mientras que las bolsas de valores actúan como intermediarias en toda compraventa y la negociación se lleva a cabo de manera pública, en los mercados extrabursátiles la

---

<sup>23</sup> BPI 79, Informe Anual – Bank for International Settlements – [www.bis.org](http://www.bis.org)

negociación se hace directamente entre operador y cliente, y los precios y volúmenes de las operaciones no son información pública. La formación de precios no es transparente y ningún ente supervisa los mercados para detectar posiciones grandes o vulnerables.

Cuando la Crisis estalló, los mercados de títulos garantizados por hipotecas de alto riesgo perdieron liquidez justo en el momento en que algunos inversionistas muy apalancados (entre ellos Hedge Funds) tenían que ajustar posiciones o deshacer posiciones largas para atender las llamadas “reposición de margen” que les presentaban sus principales operadores.

Como si eso fuera poco, los precios de mercado utilizados como niveles de referencia desaparecieron a causa de la ausencia de operaciones, y no había manera de determinar el valor de los distintos tramos de riesgo.

En consecuencia, los Hedge Funds, dejaron de negociar y el mercado de obligaciones de deuda garantizadas y de sus derivados, básicamente dejó de existir. La desaparición de compradores en el mercado secundario generó una presión enorme sobre los originadores de hipotecas de alto riesgo, que ya no podían vender los préstamos otorgados.

Así se evaporó el crédito para la adquisición y el refinanciamiento de hogares, y la demanda de viviendas se desmoronó. Cuando los Hedge Funds, y otros inversionistas dejaron de comprar los tramos riesgosos de los títulos respaldados por hipotecas de alto riesgo, el mercado cayó en la cuenta de que esos tramos eran la base de muchas emisiones de papel comercial.

Hasta ese momento el tramo más riesgoso había inspirado confianza, pero el colapso de los otros dos tramos espantó a los compradores de papel comercial.

Con la finalidad de emitir ese papel comercial, los principales Bancos y sociedades de Wall Street habían creado vehículos de inversión estructurada que mantenían fuera de los libros con la finalidad de evitar mantener encajes mínimos. Repentinamente, tuvieron que activar las líneas de crédito que les habían garantizado a esos vehículos y pasarlos al balance, lo cual exigía más fondos e incrementó la demanda de crédito de por sí escaso.

Los Hedge Funds, y los inversionistas en busca de rentabilidades elevadas también tuvieron un papel decisivo en la transmisión transfronteriza de la Crisis. Cuando se desplomaron los precios de los tramos más riesgosos y los inversionistas no pudieron deshacer las posiciones desventajosas, se pusieron en venta otros activos para reponer márgenes o cortar pérdidas. Los mercados de renta variable retrocedieron en el mundo entero y las monedas de la mayoría de los mercados emergentes también perdieron valor, aunque casi todas se recuperaron con rapidez. La falta de transparencia del mercado extrabursátil agravó el problema porque los inversionistas, repentinamente adversos al riesgo, no sabían quién estaba expuesto y quién se encontraba a salvo.

#### **3.4.5 - Efectos**<sup>24</sup>

Históricamente los Hedge Funds han alcanzado resultados positivos a lo largo del tiempo, sin embargo los mismos también sufrieron los efectos de la Crisis, el deterioro del balance de los Bancos y de sus beneficios, llevo a un endurecimiento de las condiciones de financiación, lo que obligó a los mismos a readecuar su estrategia de inversión en un mayor costo del dinero.

En el año 2007 los Hedge Funds atravesaron uno de los ejercicios más complicados desde el estallido de la burbuja tecnológica y pese a los vaivenes y sustos generados por la Crisis Suprime y las estrecheces de liquidez, cerraron uno de los mejores ejercicios desde 2003, superando en algunos casos los resultados obtenidos en 2006.

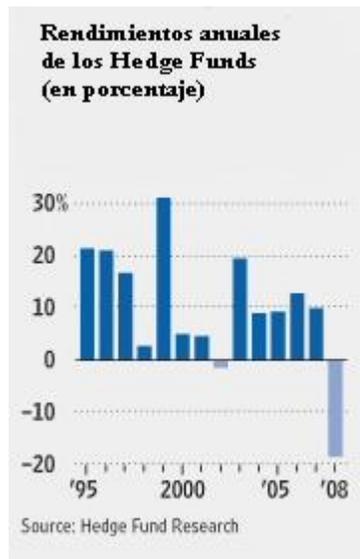
Según los datos disponibles en Eurekahedge, uno de los principales proveedores de datos del sector, por regiones y estrategias, los Hedge Funds cerraron el 2007 con ganancias.

Sin embargo, lo cierto es que, en términos generales, excepto en Agosto (en pleno estallido de la Crisis) y en Noviembre, los Hedge Funds, registraron ganancias que permitieron salvar el año.

En Agosto se produjeron recortes medios de al menos el 2%, pero en algunos casos fueron mucho mayores, los cuales pudieron ser compensados con los dos meses siguientes que arrojaron rentabilidades de entre el 5% y el 6%.

---

<sup>24</sup> “Los tentáculos de la Crisis Hipotecaria ” Finanzas y desarrollo, diciembre del 2007.



Como muestra este gráfico del Wall Street Journal: el 2008 ha sido el peor año en retornos en la historia de los Hedge Funds, debido a las condiciones extremas de turbulencia en los mercados.

Básicamente esta industria fue afectada por la Crisis por las siguientes razones:

- Alta exposición a títulos hipotecarios (MBS) y CDO, lo que provocó una fuerte caída del valor de sus activos.
- La contracción crediticia, que provocó mayores exigencias para prestar dinero, y su dependencia de los Bancos de inversión para conseguir financiamiento y realizar operaciones.
- Alta volatilidad del mercado.

Estas dificultades se tradujeron en resultados negativos. Los retornos a las inversiones en esta industria perdieron en promedio 18%, medido por el índice HFRI (Fund Weighted Composite Index) que disminuyó 18.36% en el año 2008.

Mientras tanto el índice HFRX Global Hedge Funds Index perdió 23.25%. El siguiente gráfico ilustra dichas pérdidas.



Podemos ver en el gráfico que durante el año 2008, la industria experimentó un período consecutivo de 6 meses de caídas entre Junio y Noviembre, incluyendo un periodo concentrado, de mucha volatilidad, de dos meses en Setiembre y Octubre donde la caída en ese periodo fue de 13%.

Esta severa Crisis demostró que los Hedge Funds no pueden ser neutrales al mercado en episodios críticos, lo que llevó a muchos inversores a cuestionar sus altos premios. Por tal motivo, parece probable que estos premios disminuyan, junto con el número de Hedge Funds y la cantidad de activos que manejan.

### **3.5 – FIDEICOMISOS**<sup>25</sup>

Cuando un Banco concede una hipoteca, refleja en su balance por un lado lo que obtiene como ganancia y por otro el riesgo asumido por un probable impago de la propia hipoteca, teniendo que afectar una cantidad de dinero en concepto de reservas; ambas cosas (riesgo y reservas) limitaban el número de hipotecas Subprime que estas entidades podían conceder.

Para reducir el riesgo asumido y las reservas necesarias, y así poder seguir dando hipotecas, lo que hicieron los Bancos que otorgaban hipotecas Subprime fue traspasar las mismas a otros; de esta forma quien las compraban pasaban a llevarse los beneficios y a asumir los riesgos, mientras que la

<sup>25</sup> “La Crisis Financiera Global” Universidad del CEMA – Sergio Pernice

entidad de hipotecas Subprime se quedaba con las comisiones y cerraba la operación con beneficios y ya sin riesgos, estando en condiciones de dar otra nueva hipoteca subprime.

Ahora bien, no era fácil para los Bancos encontrar inversores que quisieran comprar las hipotecas Subprime ya que las mismas tenían implícito un riesgo muy alto; es aquí en donde los Fideicomisos entran en acción; los Bancos “empaquetaban” las hipotecas, las “titularizaban” y las trasladaban a otro patrimonio independiente vendiendo las misma en lotes como derivados de crédito llamados CDOs (Collateralized Debt Obligations); unos instrumentos teóricamente de alta calidad crediticia, pues están diversificados y respaldados por garantías inmobiliarias; incluso Standard & Poor's, y Moody's así lo reconocían.

Estos “paquetes” fueron comprados en un primer nivel por Hedge Funds; a su vez hubo fondos de renta fija y fondos de pensiones que compraron participaciones de estos Hedge funds, formando un segundo nivel; también hubo fondos que entraron a un tercer nivel, pues compraron fondos que habían entrado en los Hedge Funds y así, poco a poco, el producto se dispersó y en vez de haber una entidad que asumía el riesgo, cada hipoteca Subprime tenía virtualmente millones de pequeños partícipes que ni sabían que su plan de pensiones o su fondo de ahorro conservador incluía también una pequeñísima parte de una hipoteca Subprime con alto riesgo de incobrabilidad.

Cuando el valor de los inmuebles empezó a descender y por consiguiente los deudores de los préstamos Subprime empezaron a dejar de pagar, se produjo el denominado “efecto bola de nieve” el cual afectó en primera medida a los Hedge Funds que formaban el primer nivel, trasladándose rápidamente al resto de los participantes.

Por lo anteriormente expuesto podemos decir que los fideicomisos, los cuales fueron creados para vender los paquetes de hipotecas Subprime jugaron un rol muy importante en la Crisis, ya que de cierta forma fueron los causantes de la dispersión del riesgo entre distintos actores del sistema.

### **3.6 - COMPAÑÍAS DE SEGUROS**<sup>26</sup>

#### **3.6.1 - Introducción**

Si bien las compañías de seguros sufrieron un fuerte impacto durante la Crisis Hipotecaria, podríamos decir que, en general, el sector asegurador se vió menos afectado por la misma, que las instituciones financieras. En tanto durante las primeras etapas, sólo fueron afectadas las aseguradoras de bonos, durante el recrudescimiento de la Crisis, el sector en su conjunto sufrió las consecuencias de la misma.

Como ya mencionamos, las primeras en verse afectadas por la Crisis fueron las aseguradoras de bonos, que no solo ofrecían cobertura crediticia a los emisores de los mismos, sino que también proporcionaban cobertura a productos financieros estructurados, como ser los CDSs (Credit Default Swaps). En particular, la pérdida de los productos estructurados de crédito llevó a las compañías de seguros a hacer pagos por importes sustancialmente mayores a los previstos en los contratos de garantía. Como consecuencia de esto, en Febrero de 2009 las mismas sufrieron pérdidas por 39,3 billones de dólares.

A raíz de esta situación que se estaba viviendo, algunas aseguradoras sufrieron rebajas en su calificación, y otras debieron ser capitalizadas para poder mantener la misma. Cabe destacar que en el área de los seguros la calificación de las compañías es sumamente importante para el éxito del negocio. Sin embargo, las dificultades con que se enfrentaron para conseguir capital (y por consiguiente no sufrir rebajas en su calificación), llevaron a las autoridades supervisoras a intervenir para evitar repercusiones en otros segmentos de deuda y en las instituciones bancarias.

#### **3.6.2 - Caso AIG**

El evento más significativo y con mayor repercusión del sector fue la estatización de la mayor aseguradora de los Estados Unidos, American International Group (AIG). El colapso de este gigante asegurador se produjo básicamente por dos razones fundamentales:

---

<sup>26</sup> “El colapso de Wall Street” - Abril 2009 - Iturburu, Diego

- Gran cantidad de errores en los seguros realizados. Se aseguraron impagos de préstamos a gente de dudosa solvencia y se aseguraron productos estructurados sin conocer la apropiada valuación de los instrumentos.
- Temor imperante en el mercado, que por efecto contagio se traslado a toda la población.

A modo de cuantificar el impacto que tuvo la Crisis en ésta compañía, podemos decir que las pérdidas sufridas por la misma fueron de aprox. 60,9 billones de dólares, lo que representa el 40% de las pérdidas del sector.

Realmente fue importante el salvataje de AIG por parte de la Reserva Federal, pues el quiebre de la aseguradora produciría efectos sumamente devastadores, fundamentalmente en las instituciones financieras. En particular, podría generar dos grandes problemas:

- Dejaría sin garantizar el recobro de los préstamos a las entidades a las que avalaba, provocando la insolvencia de numerosas instituciones bancarias.
- Los instrumentos financieros asegurados por AIG sufrirían una importante desvalorización, pudiendo provocar la insolvencia tanto de empresas como de Bancos que contaran en su portafolio con estos activos.

El riesgo para el sistema financiero provenía básicamente de la emisión de un gran número de CDSs, que como vimos en el capítulo anterior se trata de instrumentos financieros que aseguraban a los inversores contra la falta de pago de un emisor de obligaciones. A Junio de 2008 AIG tenía acumulados 441.000 millones de dólares en CDSs.

Como la mayoría de los grandes Bancos del mundo tenían hechos los contratos de CDS con AIG, para “disminuir” los riesgos de sus títulos, eliminar todas las garantías del sistema llevaría a los Bancos a desplomar el valor de sus activos, lo que agregaría nuevas pérdidas a las ya declaradas. Es decir, que el efecto en los Bancos podría haber sido devastador.

### **3.7 – SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC)**<sup>27</sup>

La misión de la SEC (Securities and Exchange Commission) es la protección de los inversores, mantener mercados justos, ordenados y eficientes, y facilitar la formación de capital.

Durante la actual Crisis, la SEC ha trabajado estrechamente con el Departamento del Tesoro, la Reserva Federal y otros reguladores de los EEUU y alrededor del mundo, para proteger a los inversores y los mercados.

La SEC administra las leyes federales de valores, establece los requisitos en cuanto a la información que deben divulgar las empresas públicas, y establece las medidas de ejecución contra los que violan la ley de valores.

Este organismo jugó un rol muy importante en la Crisis Subprime, pues su actuación estuvo seriamente cuestionada al no haber detectado a tiempo el mayor fraude de las últimas décadas, el fraude perpetrado por Bernard Madoff.

#### ¿Cómo funcionó el fraude de Madoff?

Su pantalla era la sociedad que fundó en 1960 con el nombre de Madoff Investment Securities y que servía para captar las inversiones de personas adineradas. Oficialmente, Madoff invertía ese capital en acciones de grandes compañías y opciones de compra de esos títulos. Ofrecía altas rentabilidades (entre 10-12%), que nunca se veían afectadas por los vaivenes de los mercados, algo muy inusual. La realidad es que invertía sólo una pequeña parte de esos fondos y la mayor parte se utilizaba para pagar a los antiguos clientes.

Logró ir captando con el tiempo nuevos clientes debido principalmente a dos motivos. Por un lado, la mencionada alta rentabilidad (de hasta el 12% anual); y por otro lado, por su prestigio y el aura de exclusividad que otorgó a su sociedad. Madoff fue presidente del consejo de administración del índice Nasdaq de EEUU, uno de los más importantes del mundo, lo que le daba credibilidad.

---

<sup>27</sup> “Acciones SEC durante la turbulencia en los mercados de crédito” – [www.sec.gov](http://www.sec.gov)

Además, reclutaba a sus clientes en clubes exclusivos, como el Palm Beach de Florida, y su reputación creció entre estas personas ricas hasta llegar incluso a grandes de la banca internacional.

El principal vehículo utilizado fueron, los Hedge Funds, es decir, fondos de inversión libres que se caracterizan por una laxa regulación, capacidad para aplicar estrategias arriesgadas y la búsqueda de altas rentabilidades en cualquier situación de mercado. Teóricamente los Hedge Funds están limitados a grandes inversores, ya que requieren un patrimonio mínimo muy elevado.

La Crisis financiera provocó que entraran cada vez menos clientes y Madoff tenía que hacer frente a los pagos de los inversores que querían recuperar su capital, un dinero que ya se había evaporado en el pago a otros que se fueron antes.

La SEC ha alegado que Madoff fue muy inteligente al rechazar facilitar a sus clientes acceso a sus cuentas por Internet. Según 'Washington Post', enviaba los informes por correo ordinario, mientras que la mayoría de los Hedge Funds lo hacen por e-mail para facilitar su análisis.

El Banco Santander invirtió más de 2.300 millones de sus clientes en la sociedad de Madoff a través de Optimal, un fondo que invierte en otros fondos. Otros Bancos también invirtieron parte de su propia tesorería en la sociedad de Madoff.

Esta estafa es de las más comunes del mundo, pues encuadra dentro del llamado Esquema Ponzi, el cual es un tipo de fraude que consiste en pagar las rentabilidades prometidas con el dinero que va entrando de nuevos clientes del fondo de inversión. La representación gráfica sería como una pirámide invertida, de tal modo que en la base se encuentra el primer inversor y éste va recibiendo plusvalías de los nuevos accionistas que entran. El problema es que si dejan de entrar nuevos clientes, la pirámide se derrumba. Es un sistema de fraude que ya tiene más de 100 años

Desde que estalló el fraude, el regulador bursátil estadounidense, la SEC ha sido duramente criticada por no haber detectado lo que bien podría ser el fraude del siglo.

Para el presidente de Estados Unidos, Barack Obama, esta estafa fue posible porque los reguladores "se durmieron al volante" y como consecuencia de esto, presentará una amplia reforma de toda la reglamentación financiera.

El objetivo de la medida es endurecer la actual normativa que regula el trabajo de los gestores de inversiones para que sean más responsables con los activos de sus clientes, para lo cual se propone realizar auditorías por sorpresa una vez al año.

Las auditorías deberán notificar a la SEC si los fondos de los clientes no se localizan durante el proceso de revisión, una medida que las autoridades calculan que afectará a casi 10.000 asesores de inversión.

## 4 IMPACTO DE LA CRISIS

Como consecuencia de la Crisis Subprime podemos notar que la economía mundial ha caído en recesión y que se enfrenta a difíciles perspectivas de recuperación. Los problemas originados en el sector financiero de Estados Unidos y de otras economías avanzadas, desataron una Crisis Global, la cual provocó una fuerte caída de la demanda y condiciones financieras restrictivas que afectaron a todas las regiones del mundo.

En este capítulo analizaremos el impacto que la Crisis tuvo en Estados Unidos, Europa, Asia, y Latinoamérica.

### **4.1 - IMPACTO DE LA CRISIS EN EEUU**

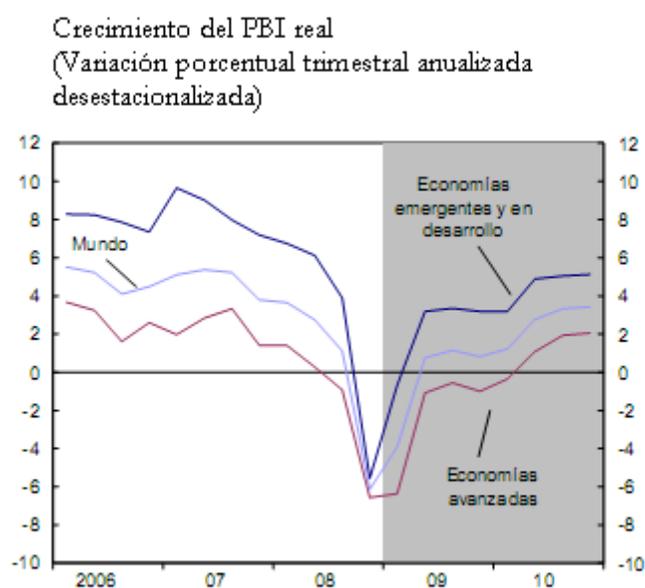
#### **4.1.1- Introducción**

Todo comenzó hace 2 años, EEUU presentaba un crecimiento económico fuerte, los precios de las viviendas y los mercados accionarios se disparaban; la abundancia de liquidez y la búsqueda de mayor rendimiento comprimían las tasas de interés y los diferenciales de tasas de préstamos. En el curso de ese proceso, tanto las instituciones financieras como los hogares incurrieron en un endeudamiento excesivo. Mientras tanto, la innovación financiera (especialmente la creación de títulos valores exóticos que contaban con una alta calificación crediticia y ofrecían un alto rendimiento) aprovechaba las grietas existentes en el marco regulatorio.

Cuando los precios de los activos y el crecimiento tambalearon, generaron presión principalmente sobre los Bancos y los hogares que se encontraban muy endeudados desembocando en el mayor episodio de turbulencia financiera del período de postguerra, en el que grandes instituciones financieras con activa presencia internacional quebraron o fueron intervenidas, y diversos segmentos de los mercados de capital quedaron congelados.

La quiebra de Lehman Brothers en Setiembre de 2008 inauguró un período de gran turbulencia, en el que se agotó la liquidez, subieron los diferenciales de tasas en el mercado de dinero, de los swaps de incumplimiento crediticio (CDS) y de la deuda empresarial, y el precio de las acciones se desplomó. Esto promovió intervenciones del Gobierno, como la creación de un programa de rescate de activos en dificultades, por un monto de USD 700.000 millones en Octubre de 2008, así como una serie de nuevos programas de la Reserva Federal orientados a los mercados de crédito privado, que impidieron un colapso sistémico. Aún con estas acciones no se logró normalizar las condiciones financieras. El precio de las acciones siguió cayendo hasta principios de Marzo de 2009, especialmente el de las instituciones financieras, y aún hoy permanece muy por debajo del nivel que tenía antes de los eventos de Lehman.

Tras estos acontecimientos, se produjo un colapso de la actividad económica, el empleo y el comercio. Las principales economías avanzadas experimentaron su mayor deterioro en décadas, con una contracción del PIB real de más de 6% en Europa y en Estados Unidos en el cuarto trimestre de 2008, y más de 12% en Japón (tasa trimestral anualizada desestacionalizada).



Fuente: FMI

Estados Unidos ha sido el epicentro de las turbulencias que se desataron a nivel mundial. Si bien su economía ha estado oficialmente en recesión desde Diciembre de 2007, ha habido una caída particularmente fuerte de la mayoría de los indicadores de actividad desde Marzo de 2008. En el

cuarto trimestre de 2008, el PIB real se contrajo a una de las tasas más rápidas del período de la postguerra. Se perdieron más de 600.000 puestos de trabajo en cada uno de los primeros cuatro meses 2009, y la tasa de desempleo Estados Unidos subió a 8,5% en Abril de 2009, el nivel más alto en veinticinco años.

#### **4.1.2 - Principales áreas afectadas**

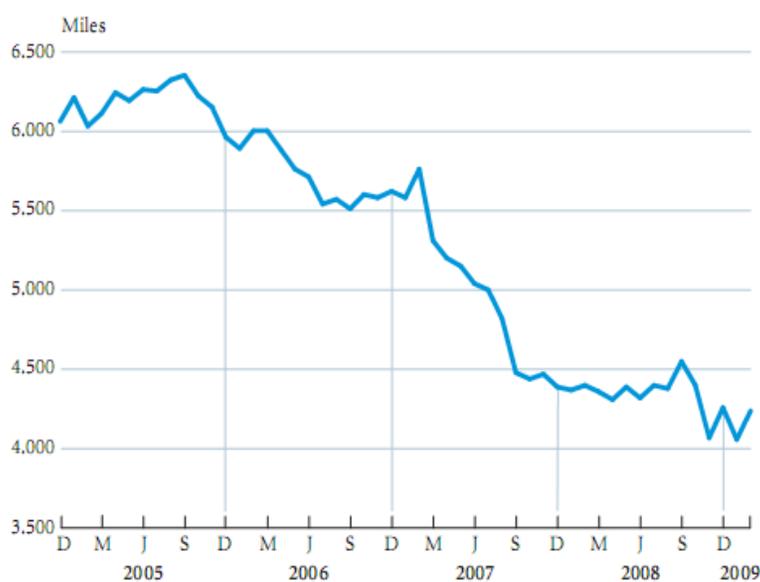
La confianza del consumidor (demanda) cayó a mínimos sin precedentes, mientras que el gasto real se mantiene en una tendencia descendente, pese a haber recobrado cierta fortaleza en Enero y Febrero del presente año. El índice de confianza del consumidor del Conference Board marcó en Febrero de 2009 un mínimo histórico en los 40 años de vida del indicador bajando de 37,3 a 25,00 puntos. Las ventas minoristas tuvieron en Febrero del 2009 un comportamiento mejor, marcando el segundo mes de subidas intermensuales después de cinco meses de descensos. Sin tomar en cuenta los fluctuantes automóviles y la gasolina, podemos decir que el consumo al por menor cedió respecto al mismo periodo del año anterior un 2,9% en términos reales. Las ventas de automóviles perdieron un 11,2 % en los cinco últimos meses de 2008 mientras que en los dos primeros de 2009, acumularon una ganancia de 2,5%.

La producción Industrial, por su parte, retrocedió un 11,2% interanual en Febrero de 2009 mientras que la utilización de la capacidad productiva se situó en el 70,9%, el mínimo histórico desde el inicio del indicador en 1967. Esta baja de la actividad económica, a su vez, ha moderado la presión sobre los precios y despierta al fantasma de la deflación.

Los diferenciales crediticios han permanecido elevados y las condiciones de otorgamiento de préstamos continúan siendo difíciles. Pero las sucesivas ampliaciones del marco de política mantienen viva la esperanza de que pueda restablecerse la estabilidad financiera. La Reserva Federal acertadamente bajó el objetivo de su tasa de interés de política económica a casi cero en Diciembre de 2008, comprometiéndose a mantenerla en ese nivel por un largo tiempo, y ha usado decididamente tanto el tamaño como la composición de su balance para desbloquear los mercados crediticios esenciales.

La vivienda sigue sin dar señales de recuperación. Por el lado de la demanda, el precio de los inmuebles sigue empeorando la situación patrimonial de los hogares. El gobierno ha propuesto un plan para la vivienda con una serie de nuevas medidas encaminadas a limitar las ejecuciones hipotecarias y estabilizar el precio de esos inmuebles. Lo más importante es que expuso en Febrero de 2009 un adecuado Plan de Estabilidad Financiera que prevé someter a los Bancos más grandes a pruebas de tensión (stress tests) con carácter prospectivo, recapitalizarlos según fuese necesario y apalancar capital privado para eliminar los activos tóxicos de los balances bancarios en el marco de un Fondo de Inversión Público-Privado.

Venta de viviendas de segunda mano en términos anuales.

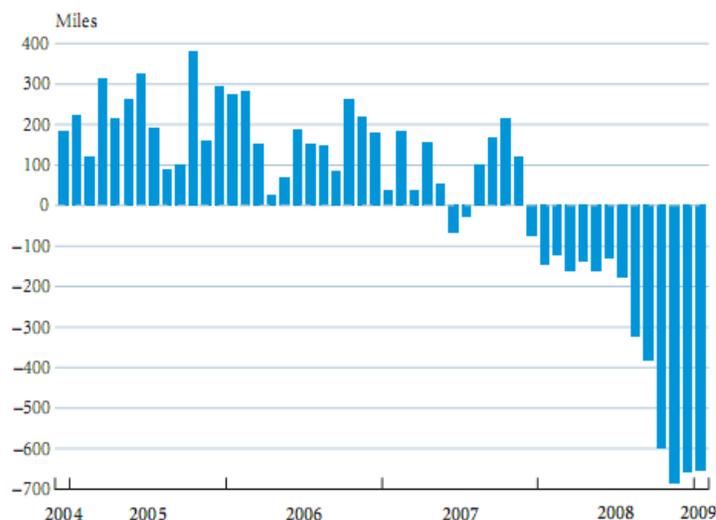


Fuente: La Caixa - abril 2009

Empleo: Si la vivienda determina la riqueza de los hogares, el mercado de trabajo determina los ingresos, y es aquí donde el deterioro ha ganado intensidad. En Febrero de 2009 se perdieron 651.000 empleos no agrícolas; desde Enero de 2008 llevan destruidos 4.384.000 puestos de trabajo, un descenso record en términos absolutos que representa un 3,3 % del total de empleos.

El siguiente gráfico ilustra la pérdida de empleo que se produjo en EEUU llegando a más de 4 millones.

Creación (+) o destrucción (-) mensual neta de empleo no agrícola.

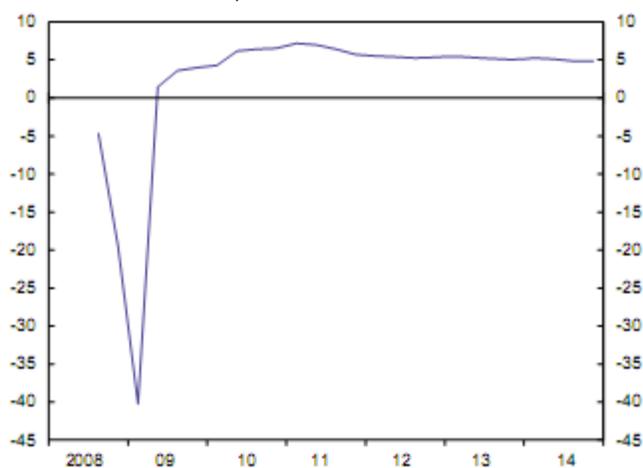


Fuente: La Caixa abril-2009

Precios: en esta área, persisten considerables riesgos deflacionistas. El índice general de precios al consumo (IPC) de Febrero de 2009 subió un 0,2% interanual, mientras que en Enero de ese mismo año el incremento había sido nulo.

Exportaciones: El sector exterior sigue siendo una preocupación, no por la persistencia del déficit sino por la reducción de los flujos comerciales. El déficit comercial de bienes y servicios siguió reduciéndose en Enero de 2009 hasta los 36.030 millones de dólares, muy por debajo de los 56.690 millones de Octubre de 2008. El problema es que las exportaciones llevan un descenso del 28,5% en los primeros cinco meses del año 2009 superado por la disminución del 34,3% de las importaciones, gracias a un petróleo más barato.

Volumen de Importaciones de EE.UU.  
(variación porcentual trimestral anualizada  
desestacionalizada)



Fuente: FMI

Por lo tanto, el FMI ha proyectado un crecimiento del 2.8% en 2009 y 0,0% en 2010. Tras pronunciadas caídas en el cuarto trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009, la economía comenzaría a recibir los beneficios del estímulo fiscal. No obstante, el impacto de los shocks financieros seguiría sintiéndose y el crecimiento alcanzaría nuevamente su nivel potencial recién en el segundo trimestre de 2010. Esta sería la recesión de postguerra más prolongada así como la más costosa en términos de pérdida de producto.

## **4.2 - IMPACTO DE LA CRISIS EN EUROPA**

Tras el colapso de la confianza y la demanda a nivel mundial, Europa entró en una profunda recesión. La inflación se ha reducido fuertemente ante la rápida caída del consumo, la inversión y las exportaciones en todos los sectores de la economía. La desaceleración afecta a todas las economías avanzadas y emergentes de Europa, debido a las similitudes que presentan en su exposición a los shocks reales y financieros a escala mundial y a la sólida integración financiera y comercial a nivel regional. Sin embargo, los factores específicos de los países también son importantes, y algunos países afrontan mayores dificultades de financiamiento para implementar los programas de ajuste respaldados por el FMI y otras fuentes, como la Unión Europea.

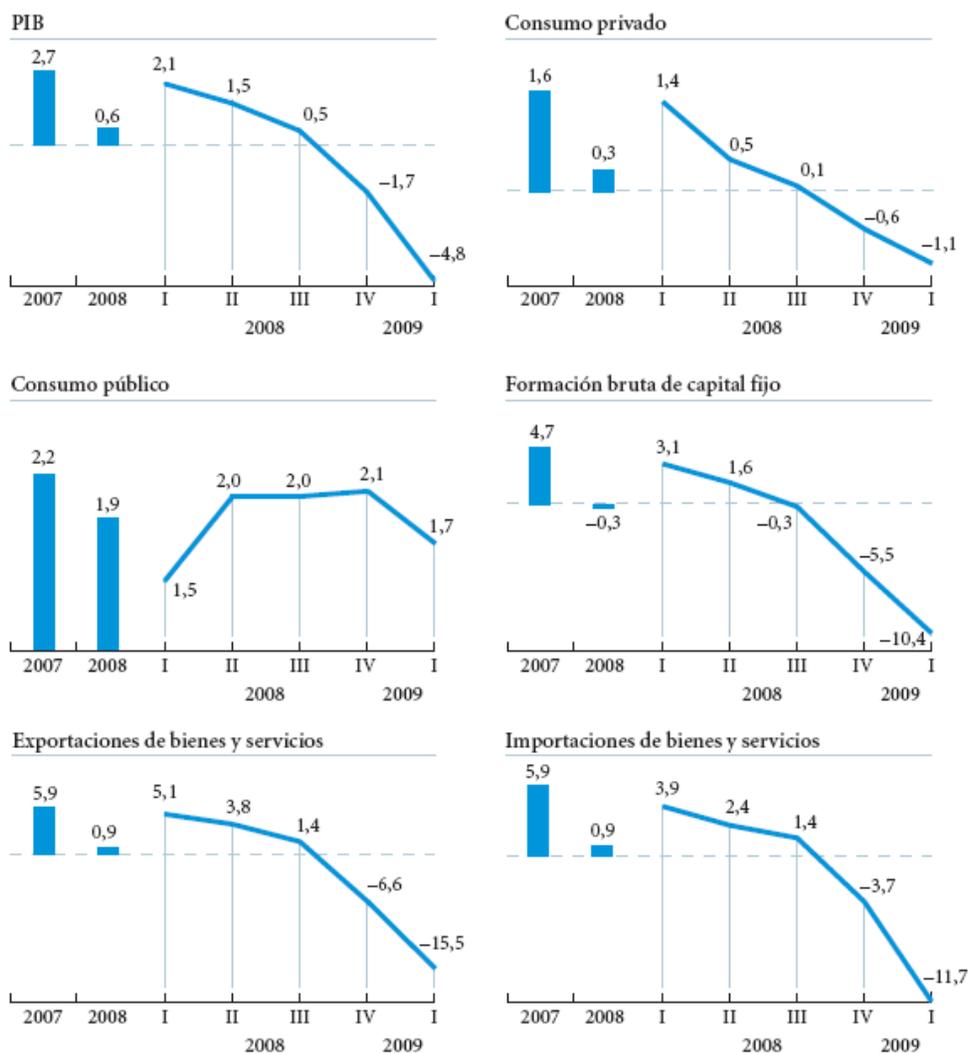
Tanto la demanda interna como la externa han sufrido retrocesos muy severos en Europa.

De entre todos los componentes, se destaca la fuerte contracción de las exportaciones, en Abril de 2009 sufrieron un retroceso del 6,4% respecto al primer trimestre del 2009. Las importaciones también cayeron, un 4,7%, pero la demanda externa neta acabó contribuyendo al descenso de la actividad. El comportamiento de la demanda interna tampoco fue muy alentador. El consumo privado continuó mostrando síntomas de debilidad, éste se contrajo un 0,3% en Abril de 2009 con respecto al primer trimestre del año 2009. El consumo público es el único componente que se mantuvo con un ritmo de crecimiento positivo a lo largo de todos los trimestres del año 2008.

Los efectos de la Crisis también afectaron a otros sectores de la economía. La industria es el que más está sufriendo; presentó en el último trimestre de 2008 un histórico descenso del 5,4% con respecto al tercer trimestre de 2008. El sector de la construcción y el del comercio también sufrieron de sobremanera durante el pasado año 2008. Ambos tuvieron tasas de crecimiento inter trimestrales negativas en los últimos tres trimestres de 2008, y cerraron el ejercicio con un modesto crecimiento del 0,6% y el 0,5% respectivamente.

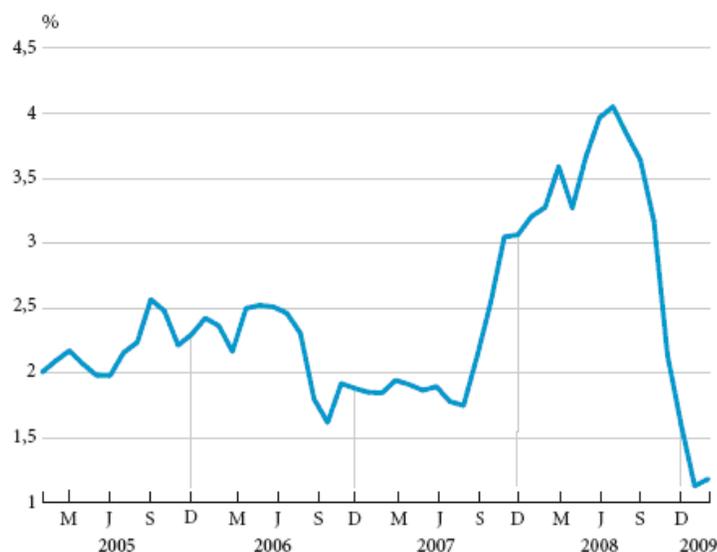
A continuación exponemos algunos gráficos que muestran el impacto en el PBI sufrido por los países Europeos como consecuencia de la Crisis Subprime.

Evolución del PIB de la zona del Euro por componentes  
Porcentaje de Variación interanual



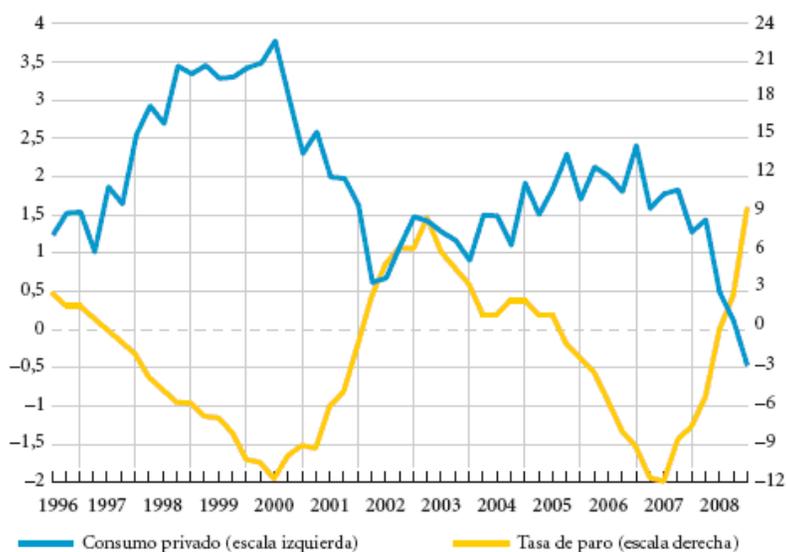
Fuentes: Eurostat y La Caixa

Variación anual del índice de precios armonizado de la zona del euro



Fuentes: Eurostat y La Caixa

El deterioro del mercado laboral debilita el consumo  
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior.



Fuentes: Eurostat y La Caixa

Resulta importante realizar algunos comentarios y exponer gráficos ilustrativos de los efectos de la Crisis Subprime en algunos de los países más importantes del continente Europeo.

#### **4.2.1 - Francia**

El conjunto de indicadores económicos muestra que el principio de 2009 ha sido muy débil en Francia desde el punto de vista económico. Así, la producción industrial cayó un 13,8% interanual el mes de Enero. Otros indicadores de la actividad industrial, como el índice de pedidos industriales o las matriculaciones, también mostraron un notable empeoramiento de la coyuntura económica francesa en el primer trimestre de 2009. También cayó el índice de la confianza de la industria, que alcanzó niveles del orden de 38 puntos negativos.

Desde la perspectiva de la demanda, los indicadores apuntan a que la inversión caerá de forma acentuada. Las empresas confrontan unas perspectivas de demanda muy débiles además de una escasa utilización de su capacidad de producción, y ello hará reducir sus planes de inversión. En efecto, la tasa de utilización de la capacidad de producción disminuyó en más de seis puntos entre Octubre de 2008 y Enero de 2009 y se situó a 8 puntos por debajo de su promedio de largo plazo. Además, las empresas se enfrentan a unas condiciones de financiación muy difíciles.

Por otro lado, el consumo privado resiste un poco mejor y probablemente crezca, aunque ligeramente, durante el 2009, muestra de esto es que el consumo de los hogares franceses aumentó en Enero un 1,8% interanual; esto fue producto de los incrementos moderados de los precios, las subidas importantes de las prestaciones y el plan de estímulo facilitaron una leve mejoría del poder adquisitivo, a pesar del aumento del número de personas en seguro de paro y de la caída de los ingresos de la actividad económica.

El desempleo aumentó en 58.500 personas en Abril de 2009, las cifras, dadas a conocer por el Ministerio de Economía francés, mostraron que el desempleo total aumentó a 2.506.700 personas en Abril de 2009, un incremento de 24,6 por ciento desde el mismo mes del año anterior.

A continuación presentamos algunos gráficos que ilustran las situación que afronta Francia tras la el desencadenamiento de la Crisis Subprime

#### FRANCIA: Principales Indicadores Económicos

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa.

	2007	2008	2008				2009		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB	2,1	0,7	2,0	1,1	0,6	-0,9	-	-	-
Consumo de los hogares	4,4	1,1	2,4	1,5	0,9	-0,2	1,8	-2,0	-
Producción industrial	1,5	-2,5	1,6	-0,4	-2,2	-8,9	-14,5	-15,5	-
Tasa de paro (*)	8,3	7,8	7,6	7,6	7,8	8,2	8,5	8,6	-
Precios de consumo	1,5	2,8	2,9	3,3	3,3	1,8	0,7	0,9	0,3
Balanza comercial(**)	-33,3	-48,1	-41,5	-45,5	-50,4	-54,8	-54,2	-55,4	-

Notas: (\*) Porcentaje sobre población activa

(\*\*) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

Fuentes: OCDE, Eurostat, INSEE, Comisión Europea y La Caixa

#### **4.2.2 - Alemania**

La economía germana despidió el 2008 con una reducción del PIB trimestral del 2,1%, la mayor caída desde la reunificación, y según proyecciones realizadas por el propio gobierno Alemán la economía de ese país podría sufrir en 2009 una reducción del PIB superior al 4%. En Enero de 2009 se registró una caída sin precedentes de las exportaciones respecto al mismo mes del año anterior (18,4%). Esta caída fue acentuada por el deterioro de la coyuntura económica de los estados de Europa del Este y de los países emergentes. Ante esta situación, las empresas ajustaron su producción a la nueva demanda, como muestra la evolución de las series de pedidos y producción industrial en Enero de 2009, con retrocesos del 35% y el 19% respectivamente, que marcaron nuevos mínimos históricos. El sector automovilístico resultó ser uno de los más afectados, con una reducción de la producción del 36,4% respecto a Enero de 2008.

Esta reducción de la actividad industrial ha llevado a que la utilización de la capacidad productiva haya caído abruptamente durante el primer trimestre de 2009, según los datos del instituto IFO, situándose por debajo de la media histórica de la serie y muy cerca de los mínimos observados en

recesiones anteriores. La utilización de la capacidad productiva del sector del automóvil aún presenta una contracción superior. Esta mayor capacidad productiva no utilizada y la incertidumbre sobre la duración del periodo de recesión provocaron una caída de la inversión de las empresas del 2,7% en el último trimestre de 2008 respecto al trimestre anterior, que contribuyó negativamente a la evolución del PIB.

A pesar de la importante contracción de la economía germana durante el cuarto trimestre de 2008, la tasa de desempleo se situó en Febrero de 2009 en el 7,9%, sólo 0,3 puntos porcentuales por encima del mínimo registrado en Noviembre de 2008. Este crecimiento moderado del desempleo se debe al papel que han jugado los planes de reducción de empleo temporal, que se estima que afectaron a cerca de 626.000 empleados en el cuarto trimestre de 2008. Ante este deterioro de la economía y del mercado laboral, el consumo privado de las familias ha continuado disminuyendo, como muestra la caída de las ventas al por menor del 1,3% en Enero de 2009. Solamente las matriculaciones de automóviles han registrado un aumento en el mes de Febrero de 2009, con un crecimiento del 22,1% respecto al mismo mes de 2008, fruto de los incentivos recogidos en el segundo plan de estímulo económico.

A continuación mostramos gráficos representativos de lo recién expresado.

Utilización de la capacidad productiva con respecto a la total instalada



Fuente: Instituto IFO.

ALEMANIA: Principales indicadores Económicos.

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2007	2008	2008				2009		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
PIB	2,6	1,0	2,8	2,0	0,8	-1,7	-	-	-
Ventas al por menor	-3,0	-0,5	-1,2	-0,8	0,1	-0,5	-2,1	-6,2	-
Producción industrial	5,8	-	4,8	2,8	-	-7,5	-17,9	-20,3	-
Indice de actividad empresarial (IFO) (*)	106,1	96,8	104,0	102,1	94,8	86,2	83,1	82,6	82,1
Tasa de Paro (**)	9,0	7,8	8,1	7,9	7,7	7,6	7,8	8,0	8,1
Precios de Consumo	2,3	2,6	2,9	2,9	3,1	1,6	0,9	1,0	0,7
Balanza Comercial(***)	181,5	195,3	199,5	202,3	196,3	183,0	167,3	159,9	

Notas: (\*) valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

(\*\*\*) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

Fuentes: Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, organismos nacionales de estadística y La Caixa

### **4.2.3 - España**

En un panorama de fuerte desaceleración global, en los primeros meses de 2009 los indicadores disponibles apuntan a una profundización de la recesión en que entró la economía española en la segunda mitad de 2008. La Crisis, que empezó en la construcción y se extendió a la industria, también está alcanzando a los servicios privados. El aumento del número de personas que se encuentran en seguro de paro propició que en Febrero de 2009 el indicador de confianza de los consumidores registrase una cota mínima histórica desde que se empezó a elaborar en 1986, situándose sensiblemente por debajo del nivel de la anterior recesión de 1992-1993. Así, las ventas de automóviles se hundieron en el segundo mes del año 2009, con una caída del 48,8%. Por su parte, las ventas del comercio minorista bajaron el 4,1% en los doce últimos meses hasta Enero de 2009, si bien este descenso es inferior al anotado en los meses anteriores.

Las ventas interiores de servicios de las grandes empresas descendieron el 9,5% en Enero de 2009 respecto al mismo mes del año anterior, aunque esta bajada fue menor que la de Diciembre. La debilidad de la demanda, el descenso de la utilización de la capacidad productiva, el retroceso de los beneficios empresariales y unas condiciones de financiación menos holgadas están motivando que la inversión también baje. Así, las ventas interiores de equipo y software en las grandes empresas cayeron el 24,8% en Enero de 2009 con relación al mismo mes del año anterior, intensificando su

desplome. Las ventas de vehículos industriales continuaron descendiendo, con un decremento anual del 58,8% en Febrero de 2009.

Desde la óptica de la oferta, la producción industrial se redujo el 20,2% en Enero de 2009, con relación al mismo mes de 2008. No obstante, este fuerte desplome es similar al sucedido en otras economías desarrolladas y la tasa de descenso es la misma que la registrada en Diciembre de 2008. Por su parte, en Febrero de 2009 el indicador de confianza en la industria se situaba en una cota baja, aunque livianamente por encima del final de 2008. Por su parte, la construcción también continúa ajustándose a la Crisis del sector inmobiliario.

En cuanto a la inversión en construcción, el consumo aparente de cemento disminuyó el 46,0% en Febrero con relación al mismo mes de 2008. Otro indicador adelantado, los visados de obra nueva de viviendas, cayó el 47,3% en Diciembre de 2008 respecto al mismo mes de 2007.

En Enero de 2009 las compraventas de viviendas fueron de 37.931 unidades, con un descenso interanual del 38,6%. Por otro lado, según datos del Ministerio de Vivienda el precio del suelo urbano se redujo el 10,5% en el cuarto trimestre de 2008 en relación con el mismo periodo del año anterior. Así, en el conjunto de 2008 el número de viviendas construidas fue de 264.795, el 59,4% menos que en 2007. Por lo referente a los servicios, la situación se agrava en el sector turístico.

En Febrero de 2009, las entradas de turistas extranjeros disminuyeron el 15,9% en relación con el mismo mes de 2008 y las pernoctaciones en hoteles cayeron el 15,5%, intensificando las caídas. Ésto se debe en gran medida a la Crisis económica que afecta a los principales mercados emisores.

A continuación exponemos algunos gráficos que resumen lo anteriormente expresado.

Saldo neto en porcentaje del indicador de confianza  
de los consumidores



Nota: Serie corregida de estacionalidad

Fuente: La Caixa abril -2009

ESPAÑA: Indicadores de demanda  
Porcentaje de variación sobre el mismo período del año anterior

	2007	2008	2008				2009	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
<b>Consumo</b>								
Producción de bienes de consumo(*)	1,7	-4,7	0,3	-4,4	-4,5	-10,3	-12,6	-
Importación de bienes de consumo(**)	5,1	-7,7	-1,2	-6,9	-4,1	-17,2	-16,4	-
Matriculaciones de automóviles	-1,2	-28,1	-15,3	-19,6	-32,5	-46,6	-41,6	-48,8
Crédito al consumo de bienes duraderos	10,0	3,6	8,8	7,1	3,4	-4,2	-	-
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-13,3	-33,6	-20,0	-31,3	-38,3	-44,7	-44,0	-48,0
<b>Inversión</b>								
Producción de bienes de equipo (*)	4,6	-8,8	-0,3	-6,1	-8,0	-20,8	-29,9	-
Importación de bienes de equipo(**)	9,8	-19,6	-16,0	-16,4	-15,9	-28,8	-32,3	-
Matriculación de vehículos industriales	0,3	-43,6	-29,5	-34,1	-50,1	-61,3	-53,5	-58,8
<b>Comercio Exterior(**)</b>								
Importaciones no energéticas	7,3	-4,9	4,3	0,2	-4,1	-19,0	-29,5	-
Exportaciones	4,2	1,9	2,2	6,6	7,8	-8,4	-23,6	-

Notas: (\*) Filtrado de diferencias del calendario laboral

(\*\*) En volumen.

(\*\*) Encuesta de la Comisión Europea: diferencia entre los porcentajes de respuestas negativas y positiva.

Fuentes: ANFAC, Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Ministerio de Economía y Hacienda, Comisión Europea y La Caixa

## Indicadores de Oferta

Porcentaje de Variación sobre el mismo periodo del año anterior.

	2.007	2.008	2008				2009	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
<b>Industria</b>								
Consumo de electricidad (1)	4,5	0,7	2,9	2,1	1,6	-3,5	-7,2	-9,2
Índice de producción industrial (2)	2,0	-7,3	-0,8	-5,4	-6,3	-16,6	-20,2	-
Indicador de confianza en la industria (3)	-0,3	-18,0	-7,0	-13,7	-18,7	-32,7	-33,0	-37,0
Utilización capacidad productiva (4)	81,3	79,5	81,3	80,3	79,3	76,9	-	72,8
Importación bienes íterm. No energ. (5)	8,0	-0,7	11,4	6,9	-2,1	-18,2	-35,3	-
<b>Construcción</b>								
Consumo de cemento	0,2	-23,6	-13,3	-19,6	-25,3	-37,5	-51,9	-46,0
Indicador de confianza en la construcción (3)	9,3	-22,6	-14,7	-17,3	-23,7	-34,7	-38,0	-35,0
Viviendas (visados obra nueva)	-24,7	-59,4	-59,8	-56,0	-62,4	-60,2	-	-
Licitación oficial	-15,0	4,1	27,7	-29,9	6,4	16,9	-	-
<b>Servicios</b>								
Ventas comercio minorista(6)	2,3	-6,3	-4,0	-6,3	-7,1	-7,8	-4,1	-
Turistas extranjeros	1,1	-2,3	5,4	1,4	-5,1	-9,0	-9,8	-15,9
Ingresos turismo	3,6	-0,7	5,2	1,0	-0,3	-8,2	-	-
Mercancías ferrocarril (t-km)	-3,7	-7,7	-2,7	0,2	-5,2	-23,0	-39,7	-
Tráfico Aéreo pasajeros	9,0	-3,1	7,9	-0,7	-4,9	-12,7	-17,1	-
Consumo Gasoleo automoción	4,9	-3,8	-0,9	-2,8	-3,7	-9,6	-	-

Notas: (1) Corregido de los efectos de laboralidad y temperatura.

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

(3) Encuesta de la Comisión Europea: Diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.

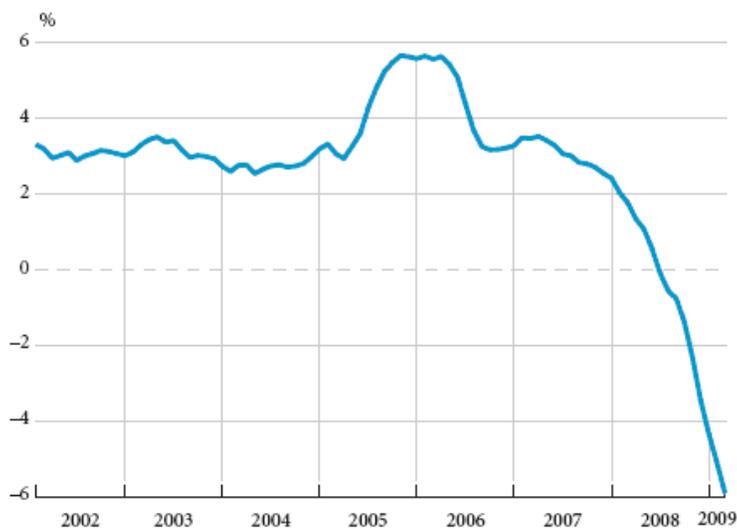
(4) Encuesta de Coyuntura: Porcentaje de utilización inferido de las respuestas.

(5) En volumen

(6) Índice (sin estaciones de servicio) deflactado y corregido del efecto calendario.

Fuentes: Red Eléctrica Española, OFICEMEN, AENA, Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Ministerio de Economía y Hacienda y La Caixa

Variación interanual de la media mensual del número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social



Fuentes: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales y La Caixa

Variación interanual del índice de producción industrial.



Fuente: Instituto Nacional de Estadística

### **4.3 – IMPACTO DE LA CRISIS EN ASIA**

Asia parecía estar en mejores condiciones que otras regiones para soportar la tormenta desatada por la Crisis financiera mundial, dadas sus cuantiosas reservas oficiales, sus marcos de políticas reforzados y los balances generalmente sólidos de sus sectores empresarial y bancario.

No obstante, tras el desplome de Lehman Brothers y la consiguiente aversión mundial al riesgo, la Crisis se extendió a ese continente y ha golpeado a muchos de sus mercados.

En un principio, algunas características importantes de los sistemas financieros de Asia protegieron la zona de lo peor de la Crisis. Sus sistemas tienden a basarse en la banca y generalmente no han participado en las actividades fuera del balance ni en los activos titularizados ilíquidos que originaron la Crisis en las economías avanzadas. Sus instituciones financieras están en general poco expuestas a las hipotecas de alto riesgo estadounidenses o a productos de crédito estructurado extranjeros, gracias, en parte, a la gestión más prudente del riesgo y al refuerzo de la estructura regulatoria resultantes de la Crisis bancaria de Japón de fines de los años noventa y de la Crisis financiera de 1997 en Asia emergente. Además, en la región los productos derivados y estructurados son relativamente incipientes.

Sin embargo, en vista de su fuerte integración comercial y financiera con el resto del mundo, la opinión de los inversionistas con respecto a Asia se tornó negativa al aumentar la turbulencia mundial y quedar claro que la economía mundial sufriría una gran desaceleración. Las grandes salidas de capital han rebajado considerablemente los precios de las acciones. Los fondos de inversión libre (Hedge Funds) centrados en Asia han registrado los peores resultados del mundo, con retornos constantemente inferiores a los de otros fondos de mercados emergentes.

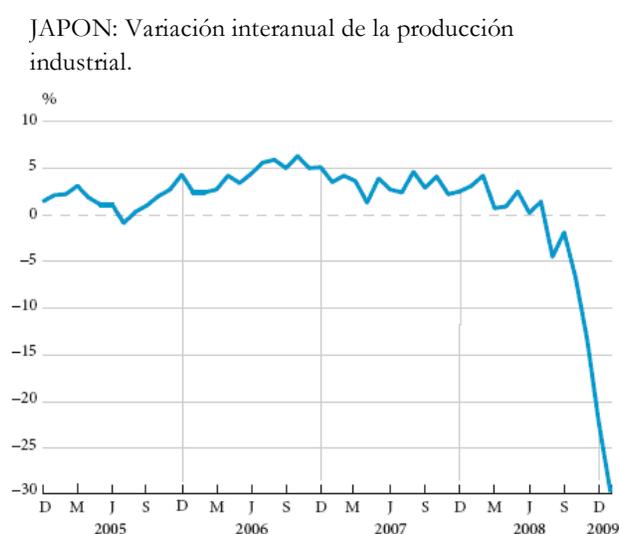
Las salidas de capital también han debilitado bastante las monedas de varios países, principalmente, Corea, India y Vietnam. En respuesta, varios países han intervenido para apoyar sus monedas, al contrario de lo ocurrido en años anteriores, cuando la mayoría de los países temían una rápida apreciación de su moneda. El aumento de la aversión al riesgo mundial ha dificultado el acceso de los gobiernos, sociedades e instituciones financieras de Asia a los mercados financieros mundiales. Los costos de endeudamiento han subido más en los países con sistemas bancarios que dependen del

financiamiento al por mayor y no tanto de los depósitos al por menor (Corea, India) en parte por el temor ante las dificultades para renovar sus deudas. Frente a esta escasez del crédito interno, el financiamiento externo privado de la región ha caído tajantemente. La turbulencia mundial también ha afectado a los mercados interbancarios y de dinero internos. En los centros financieros (Hong Kong, Singapur y Tokio), los spreads interbancarios han subido con respecto a los rendimientos de bonos públicos comparables, ante los temores por el riesgo de contraparte de Bancos extranjeros y por la fuga hacia la calidad.

Los spreads de los swaps de CDS (credit default swaps) de Asia (el costo del seguro de incumplimiento de los bonos corporativos) han aumentado considerablemente. El mercado de dinero en productos internos estructurados también está prácticamente cerrado, ya que los inversionistas siguen alejados de los instrumentos titularizados. Lo más preocupante para una región que depende tanto del comercio exterior es el aumento de las señales que indican que el financiamiento para esta actividad está disminuyendo.

Por último, la escasez mundial de liquidez en dólares está contagiando a los mercados en moneda local, como los de swaps y acuerdos de recompra, generando mercados disfuncionales y tasas más altas para el financiamiento en moneda nacional.

A continuación presentamos algunos gráficos que ilustran el impacto sufrido por las principales economías Asiáticas (Japón y China):



Fuentes: Ministerio de Comunicaciones de Japón, Oficina Nacional de Estadística (España) y La Caixa.

Vemos que la producción industrial en Japón cayó drásticamente a partir del desencadenamiento de las Crisis; en términos porcentuales el descenso fue de un 30% en el primer semestre del 2009 comparado con la variación interanual de los últimos 4 años.

JAPON: Porcentaje de Variación sobre el mismo período del año anterior, salvo indicación expresa

	2008				2009			
	2007	2008	II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB real	2,3	-0,7	0,6	-0,3	-4,4	-8,4	-	-
Producción Industrial	2,9	-3,4	1,6	-3,3	-15,0	-34,0	-30,7	-
Indice de actividad empresarial (Tankan) (1)	22,0	-2,8	5,0	-3,0	-24,0	-58,0	-	-
Viviendas iniciadas	-17,2	2,4	-11,1	40,3	3,9	-21,4	-32,6	-
Tasa de paro (2)	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	4,4	5,0	-
Precios de Consumo	0,1	1,4	1,4	2,2	1,0	-0,1	-0,1	-
Balanza Comercial (3)	12,6	4,0	10,3	7,5	4,0	1,4	1,0	-
Tipo Interbancario 3 meses (4)	0,7	0,8	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6
Tipo de Cambio efectivo nominal (5)	77,1	86,6	82,6	81,9	98,5	102,1	95,9	96,3

Notas: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

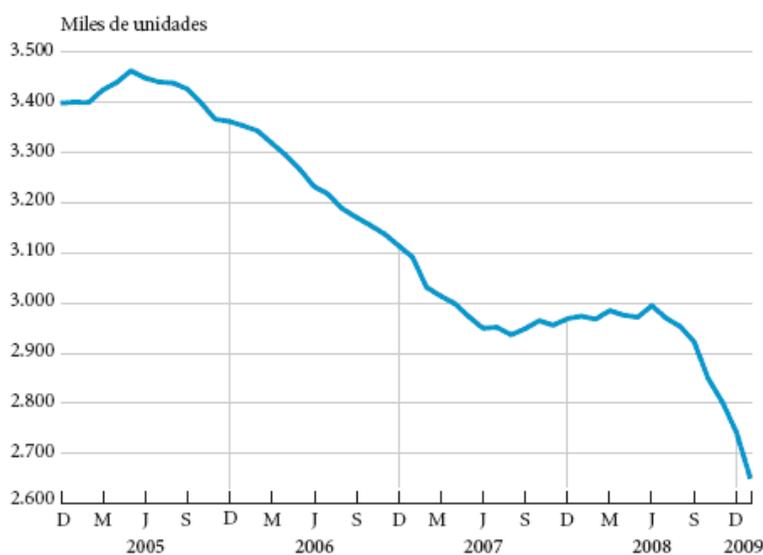
(3) Saldo acumulado de 12 meses Billones de yenes.

(4) Porcentaje.

(5) Cambio Ponderado por los flujos de comercio exterior. Valores mayores implican apreciación de la divisa. Promedio de 2000 = 100.

Fuentes: OCDE y La Caixa.

Ventas de automóviles de los últimos doce meses.



Fuentes: Ministerio de Comunicaciones de Japón, Oficina Nacional de Estadística y La Caixa.

Podemos observar que el consumo interno en Japón viene en descenso desde fines de 2005, en efecto la venta de automóviles vió su impacto más grande en el último año en donde el mismo cayó un 13,33% pasando de venderse 3.000.000 de unidades a mitad de 2008 a 2.600.000 unidades en el primer trimestre de 2009

CHINA: Porcentaje de Variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación Contraria

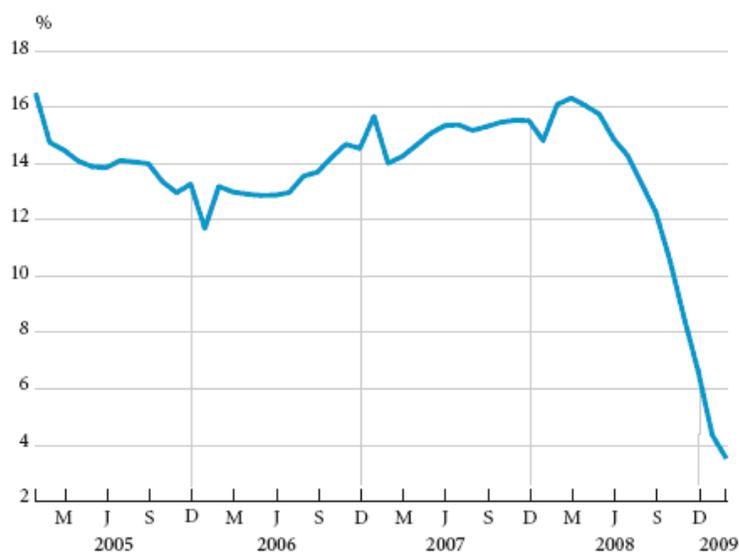
	2007	2008	2008			2009		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
PIB real	13,0	9,1	10,1	9,0	6,8	6,1	-	-
Producción industrial	17,1	13,0	15,9	13,0	6,4	9,2	7,3	8,9
Producción eléctrica	15,7	6,7	11,9	6,7	-6,0	-4,3	-3,6	-3,2
Precios de consumo	4,8	5,9	7,8	5,3	2,5	-0,6	-1,5	-1,4
Balanza comercial(*)	262,4	295,3	247,5	257,1	295,3	317,1	313,8	307,3
Tipo Interbancario 3 meses (**)	3,6	4,2	4,6	4,4	3,2	1,8	1,7	1,4
Renminbí por dólar	7,6	6,9	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8

Notas: (\*) Saldo Acumulado de 12 meses Miles de Millones de dólares.

(\*\*) Porcentaje

Fuentes: Oficina Nacional de Estadísticas de China, Thomson Reuters Datastream y La Caixa

Variación interanual de la producción de energía eléctrica (\*)



Nota: (\*) suma de los últimos 12 meses.

Fuentes: Oficina Nacional de Estadísticas China, Mercado de Londres y La Caixa

En este gráfico podemos observar el descenso de la producción de energía eléctrica en China lo que demuestra la caída sostenida del nivel de actividad durante todo el 2008 y el primer trimestre de 2009. En términos porcentuales vemos que hubo una variación aproximada en la producción de dicho recurso de -14% desde comienzos de 2008 hasta el primer trimestre de 2009

#### **4.4 - IMPACTO DE LA CRISIS EN AMÉRICA LATINA**

En este apartado analizaremos el impacto que la Crisis tuvo en la región de América Latina, deteniéndonos luego a profundizar los efectos que la misma provocó en nuestro país.

Cabe aclarar que los shocks externos que afectan a la región son severos y de gran alcance, pero su intensidad varía entre los distintos países. Lógicamente todos han sufrido pérdidas en la demanda externa y muchos también han sufrido pérdidas en los tipos de cambio, como consecuencia de la caída de los precios de exportación de sus materias primas. Los países con sectores manufactureros más importantes, los ingresos provenientes del turismo, se han visto afectados con fuerza. El financiamiento externo se ha encarecido para todos los países de la región, incluso algunos de ellos han sido excluidos de los mercados de créditos.

Sin embargo, como consecuencia de lo antedicho, paradójicamente la región ha acumulado muchas fuentes de fortaleza y capacidad de resistencia (aunque en distintos grados). Ciertos países han logrado fortalecer su posición fiscal, mejorar la composición de su deuda pública, dar mayor solidez a su sistema financiero, mediante estrictas regulaciones. Como resultado de estos avances, muchos países han podido responder a la Crisis con políticas activas para impulsar la producción y el empleo y proteger a los más vulnerables.

Adentrándonos ya en el análisis del impacto de la Crisis sobre los países de la región podemos decir que las tensiones financieras mundiales, provocadas por la Crisis, resultaron realmente severas y prolongadas en el tiempo. Esto provocó que a fines de 2008 el comercio mundial y la producción industrial se desplomarán, alcanzando su punto más bajo en los últimos 60 años. Asimismo los precios de las materias primas han caído vertiginosamente.

Estos shocks mundiales, como era de esperarse, se han propagado a los países de América Latina, provocando, entre otras:

- Condiciones restrictivas para el financiamiento externo
- Reducción de la demanda por exportaciones de la región
- Importantes variaciones en el precio de las materias primas
- Reducción de los ingresos provenientes del turismo
- Crecimiento de la tasa de desempleo

La combinación de estos shocks se traduce en una doble presión que afecta la cuenta de capital y la cuenta corriente de la balanza de pagos a la misma vez.

#### **4.4.1 - Condiciones restrictivas para el financiamiento externo**

La Crisis Financiera Mundial indudablemente se ha trasladado hacia los mercados emergentes. Los primeros indicios de tensión en los mercados financieros de economías avanzadas aparecieron a principios de 2007 en los activos financieros respaldados por hipotecas, pero rápidamente se propagaron hacia otros activos financieros, y a finales de 2008 afectaban notoriamente a los países emergentes, principalmente en lo referente a tipos de cambio, diferenciales de retorno de los bonos corporativos y diferenciales de los swaps de riesgo de incumplimiento de los bonos soberanos.

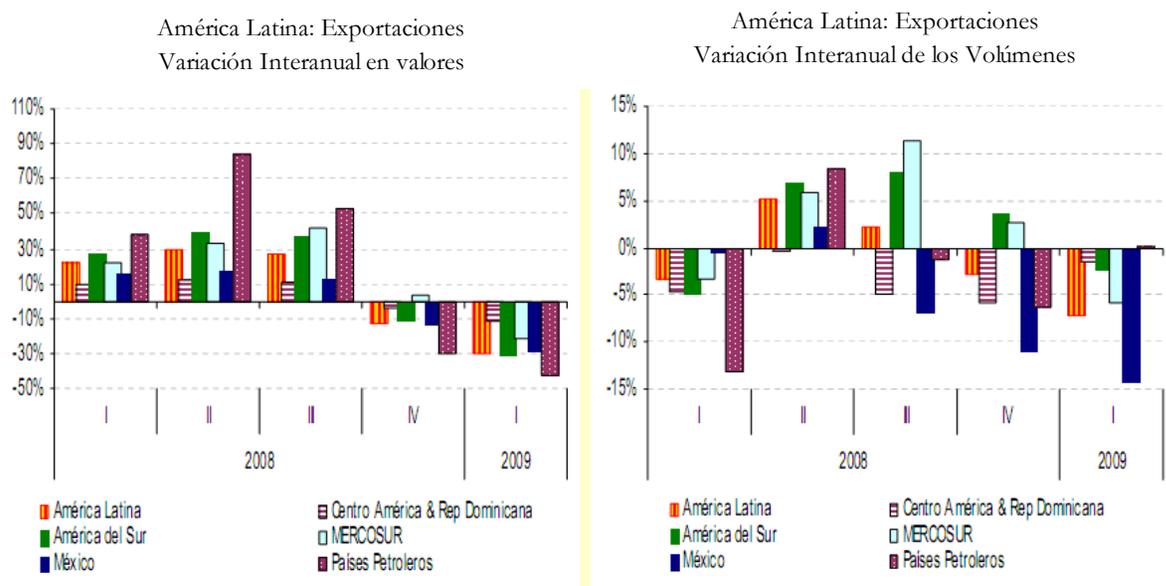
Los diferenciales de riesgo soberano para los países de América Latina se dispararon en Octubre de 2008, permaneciendo elevados desde entonces, y con un alto nivel de volatilidad. Este fenómeno resultó muy similar al experimentado por otras regiones.

Aún así desde que comenzó la Crisis financiera Mundial los países de la región han podido cubrir sus necesidades de financiamiento. En algunos casos, las emisiones externas han sido sustituidas por emisión de bonos locales, así como por créditos provenientes de Bancos Extranjeros y de instituciones multinacionales.

A comienzos de 2009 se reanudaron algunas emisiones externas por parte de unos pocos países de la región con alta calificación crediticia. Países como Brasil, Colombia, México, Panamá y Perú lograron obtener créditos en los mercados internacionales a tasas de interés manejables, como consecuencia de los bajos rendimientos de los bonos a largo plazo de los Estados Unidos.

Sin embargo, los efectos de la Crisis sobre el financiamiento del sector empresarial han sido bastante más severos. Desde Octubre de 2008, los diferenciales de riesgo de los bonos corporativos emitidos en el exterior prácticamente se han duplicado, como consecuencia directa de las condiciones externas. Desde el inicio de la Crisis las emisiones realizadas por empresas y las colocaciones externas de bonos empezaron a disminuir y para finales de 2008, los mercados externos de bonos prácticamente se habían cerrado para los bonos corporativos latinoamericanos, originándose una “frenada brusca” de los flujos de capital. A principios de 2009, se reanudó el acceso de algunas empresas con grado de inversión a los mercados internacionales.

#### 4.4.2 - Reducción de la demanda externa



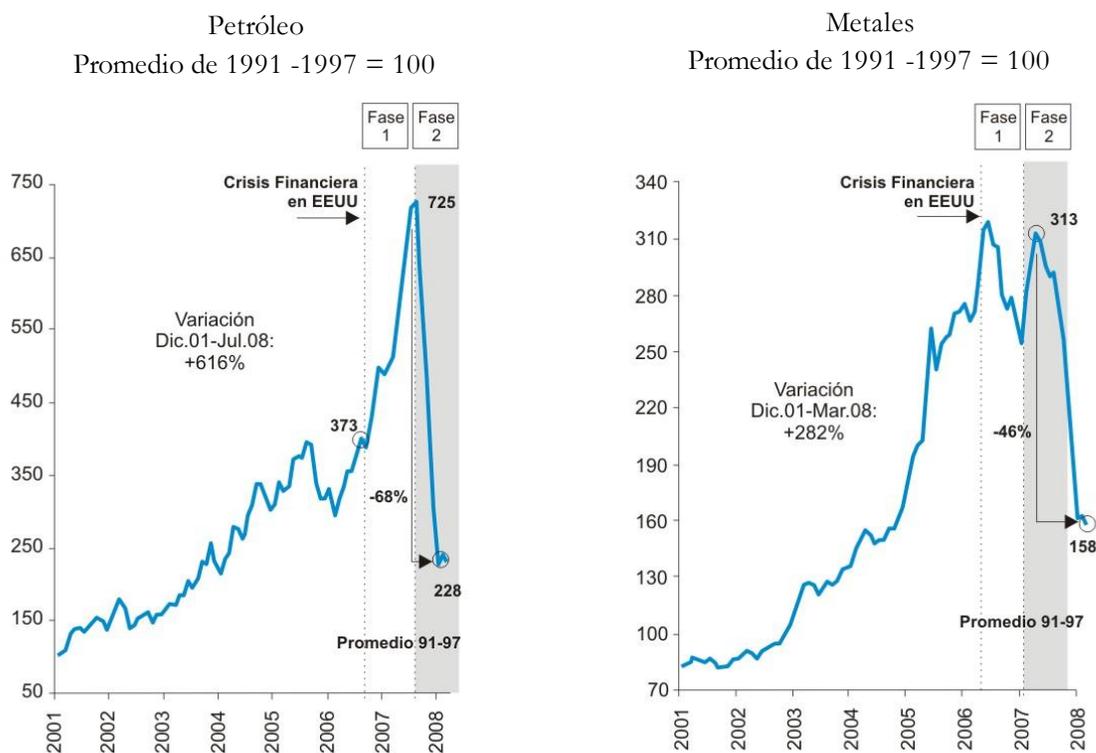
Fuente: El impacto real de la crisis económica global: una visión desde América Latina y el Caribe - CEPAL-

Si bien América Latina no depende tanto del comercio exterior como otras regiones, los vínculos comerciales constituyen un canal muy importante de transmisión de la recesión mundial a la región,

pues la caída del comercio mundial ha sido severa y está afectando a todos los países comerciales de América Latina.

Como consecuencia de esto, el comercio interregional se ha fortalecido, sin embargo la región aún continúa expuesta y sensible a los desequilibrios comerciales que afecten a Estados Unidos, Europa, China, entre otros. Incluso países como Brasil, que tienen países más diversificados como destino de sus exportaciones han sentido el impacto. El repentino deterioro de la situación externa también ha afectado a los ingresos del sector público. En general, la evolución de los ingresos tributarios muestra un estancamiento o una caída, dada la desaceleración de la actividad económica. En algunos países, la caída de las exportaciones de materias primas también ha reducido fuertemente los ingresos fiscales (con fuertes efectos directos en los países en que las empresas exportadoras son de propiedad del Estado, pero también en aquellos en los que los ingresos tributarios dependen en gran medida de las materias primas). No obstante, en algunos países, la pérdida de ingresos fiscales se ha visto atenuada por la considerable depreciación del tipo de cambio real.

#### 4.4.3 -Variaciones en los precios de las materias primas



Fuente: "Entre la Crisis Global y el Cambio Político" CERES

Los precios de las materias primas han sufrido importantes fluctuaciones en el último año, llegando incluso a experimentar fuertes caídas frente a los máximos alcanzados a mediados de 2008. Los precios del petróleo, el aluminio, el cobre son los que han experimentado los descensos más fuertes; sin embargo, el precio internacional de los alimentos también ha sufrido una disminución importante.

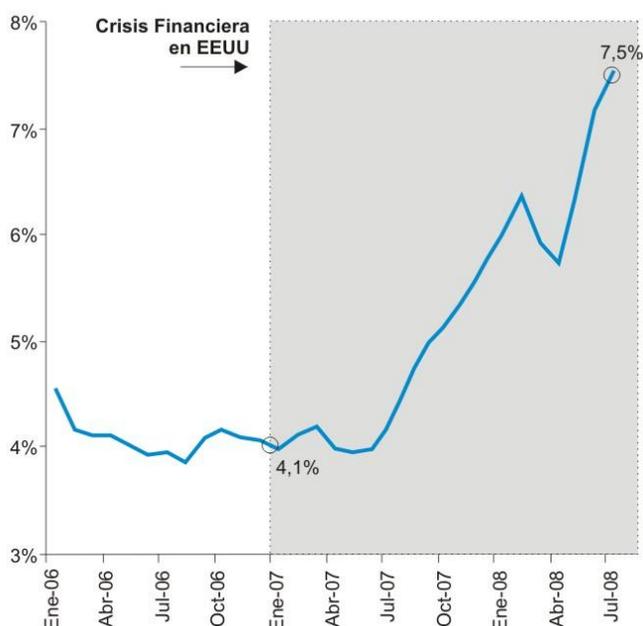
De acuerdo a lo que establece el FMI en su publicación “Perspectivas Económicas para Las Américas”, se prevé que los precios de las materias primas relevantes para las exportaciones de América Latina caigan en 2009 más del 33% en comparación con 2008, y que se recuperen tan solo un 3% en 2010.

Por otro lado, con la reducción del ritmo de crecimiento de la demanda y el efecto de los shocks mundiales sobre los precios de las materias primas, las presiones inflacionarias están disminuyendo en la mayoría de los países de la región.

La inflación anual en América Latina alcanzó su punto máximo de 8,9% en Octubre de 2008, y en Marzo de 2009 había descendido a casi 7,5%. Dos de los países oficialmente dolarizados (El Salvador y Panamá) han registrado la caída de inflación más acelerada, siguiendo las tendencias de Estados Unidos. En los países que aplican metas explícitas de inflación, donde se han registrado las menores tasas de inflación, la misma había bajado cerca de 1 punto porcentual hasta Marzo de 2009. En los países importadores de materias primas la inflación ha caído en 5 puntos porcentuales.

A continuación expondremos gráfico que representa la inflación de America Latina entre Enero de 2006 a Julio de 2008.

Inflación en America Latina  
LAC-7\*, IPC,Inflación últimos 12 meses



Nota: \* LAC-7 es la mediana de las siete economías mas grandes de América Latina: Argentina, Brasil, Chile Colombia, Venezuela, México y Perú, que representan el 91% del PBI de la región.

Fuente: "Entre la Crisis Global y el Cambio Político" CERES

#### **4.4.4 - Reducción de los ingresos provenientes del turismo**

La desaceleración en las economías avanzadas ha traído consigo un considerable descenso de los ingresos por el turismo, el cual constituye una importante fuente de ingresos para muchos países de la región, principalmente de los países del Caribe. Tras un leve aumento en el primer semestre de 2008, se estima que la llegada de turistas al Caribe disminuyó aproximadamente un 5% durante la segunda parte del año. Se prevé que los ingresos por turismo disminuirán considerablemente

más en 2009, ocasionando también una caída importante en el sector de la construcción vinculada al turismo, lo cual a su vez debilitará el crecimiento económico y el empleo. Ello ejercerá presión sobre la situación fiscal de muchos países y reducirá las entradas de dinero.

#### 4.4.5 - Crecimiento de la tasa desempleo



Fuente: CEPAL

El impacto social de la Crisis Mundial es cada vez más visible en todas partes del mundo y en especial en América Latina. Tras un prolongado período de descenso, el desempleo ha empezado a aumentar en varios países. En algunos de ellos, a finales de 2008 se registraban pérdidas récord de puestos de trabajo, considerando únicamente los empleos formales; si tomáramos en cuenta los empleos informales, es probable que las pérdidas fueran aún mayores.

Los sistemas de seguro de desempleo tienen una baja cobertura en muchos países de América Latina, lo cual deja a muchos hogares sin protección cuando se recortan puestos de trabajo. Asimismo, el

aumento en los precios de los alimentos, junto con la desaceleración de la actividad económica, también desaceleró el ritmo de reducción de la pobreza.

#### **4.4.6 -Análisis del Impacto en Argentina, Brasil y Uruguay**

La recesión se ha esparcido desde las potencias mundiales hacia los países emergentes por el brusco deterioro del comercio internacional y los problemas de financiamiento.

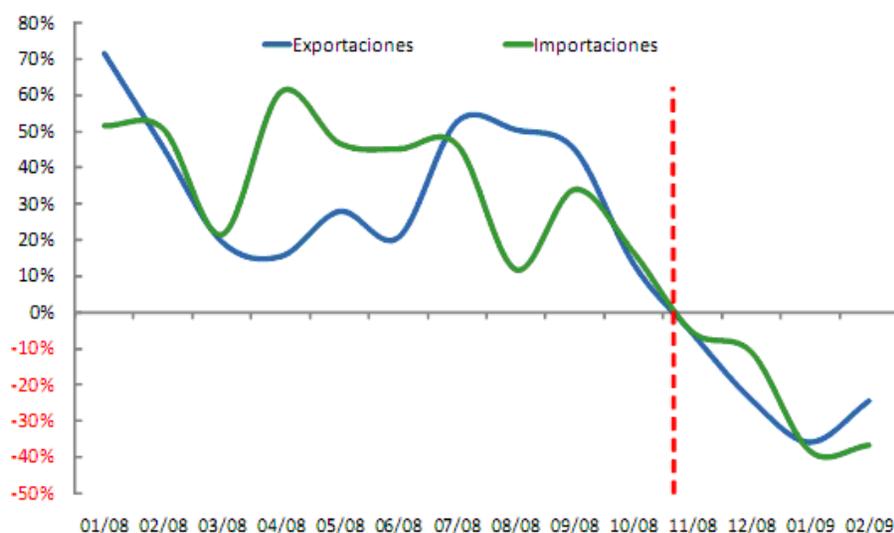
Podemos decir que la caída del comercio mundial responde principalmente a una menor demanda de las economías desarrolladas y la escasez de financiamiento; pero hay otros dos factores que profundizan el deterioro: el incipiente proteccionismo y el encadenamiento productivo mundial.

##### Argentina

Argentina no sólo sufre los impactos de la Crisis Subprime, sino que se le suman condiciones propias que agravan aun más la situación para el intercambio comercial: la pérdida de mercados (por el cierre de exportaciones de productos agropecuarios), caída de las ventas de manufacturas industriales (por la apreciación acelerada del tipo de cambio real), sequía y secuelas del conflicto con el campo.

Durante el mes de Abril de 2009 las exportaciones e importaciones de Argentina mostraron un pronunciado descenso. Las exportaciones disminuyeron un 13% respecto a Abril 2008, mientras que las importaciones lo hicieron en un 43%. La caída las de las exportaciones se explica por una disminución de los precios internacionales, ya que las cantidades exportadas aumentaron levemente; mientras que las importaciones registraron descensos tanto en precios como en cantidades, siendo más significativa la caída en cantidades. El descenso de las importaciones fue producto de dos factores internos: el parate de la actividad económica local (consumo, producción e inversión) y las medidas comerciales adoptadas para de resguardar divisas y conservar el superávit comercial.

El deterioro del comercio exterior Argentino  
Variación interanual



Fuente: INDEC

Si lo vemos en términos acumulados del año, las disminuciones alcanzan 22% para las exportaciones y 38% para las importaciones frente al mismo periodo del año anterior. El EMAE (Estimador Mensual de Actividad Económica) sufrió en Marzo una caída de 0,2% en términos desestacionalizados respecto al mes anterior. Se trata de la primera caída registrada en el año 2009 de este indicador ya que, en los meses de Enero y Febrero había registrado subas de 0,3% y 0,2% respectivamente. La última disminución publicada por el INDEC fue en Diciembre de 2008, cuando el EMAE disminuyó 1,3% respecto a Noviembre del mismo año, verificándose la baja más pronunciada de 2008.

Por su parte, la producción industrial (medida a través del Estimador Mensual Industrial) registró una caída de 1,4% en términos desestacionalizados respecto a Abril 2008. Se trata de la cuarta caída consecutiva de dicho indicador, ya que durante el primer cuatrimestre de 2009 se registraron bajas en todos los meses.

El FMI espera una caída de PBI del 1,5% para la economía Argentina durante el año 2009, a lo que suma una peor perspectiva en materia de desempeño fiscal.

## Brasil

Brasil, al igual que el resto de los países emergentes, ha sufrido como consecuencia de la Crisis un descenso en su PBI, el cual se contrajo un 3.6% en la tasa intertrimestral de 2009.

La confianza del consumidor en Brasil muestra una tendencia negativa, más allá de haber repuntado un poco en Febrero de 2009.

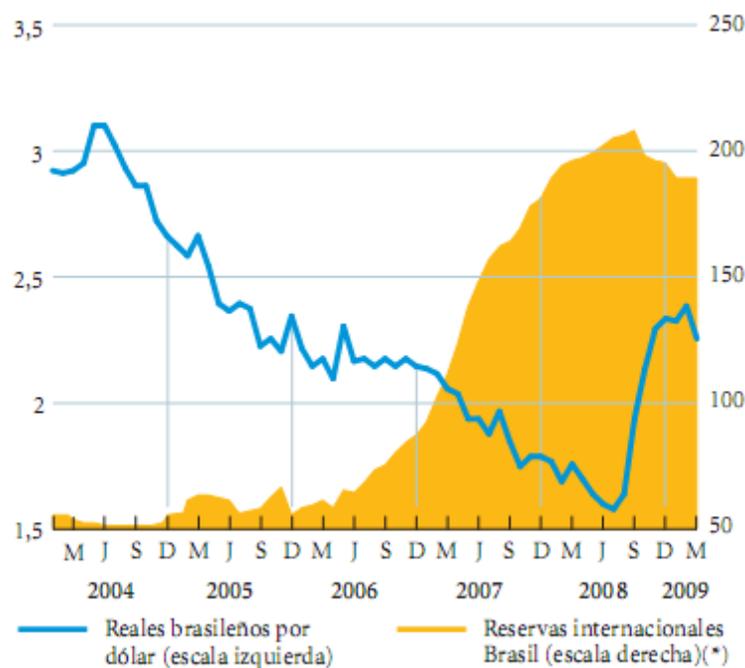
Si miramos la oferta, la producción industrial cayó en Enero de 2009 un 15,2% interanual, llegando a 3 meses de caídas consecutivas.

En cuanto a los precios, los riesgos en el corto o mediano plazo son a la baja debido a la debilidad de la demanda. En Febrero de 2009 la tasa de inflación interanual en Brasil cayó 0.5 puntos porcentuales desde el máximo de Junio de 2008, para situarse en 5.9%. Vemos que el débil crecimiento, muy por debajo del potencial, junto con la fuerte corrección en el precio de las materias primas, ha creado una presión a la baja sobre los precios.

La depreciación frente al dólar que se ha producido en Brasil es común en los países emergentes, lo excepcional es que el país norteno ha alcanzado un depreciación de su moneda del 48% entre Agosto de 2008 y Marzo de 2009 respecto a la moneda norteamericana. Parte de la misma se explica producto del deterioro en los términos de intercambio y el menor crecimiento.

Frente a este contexto todo parece apuntar que la Balanza de Pagos presentará déficit de aproximadamente unos 12.000 millones de dólares en el 2009. Pero estas cifras se encuentran muy por debajo de las reservas en manos del Banco Central Brasileiro que alcanza a 185.000 millones de dólares.

## Tipo de Cambio y Reserva Internacional



Fuente: Datastream ([www.datastream.net](http://www.datastream.net))

Podemos decir entonces que pese a su condición actual Brasil se encuentra de todas maneras en una situación cómoda; en primer lugar, el ratio entre reservas e importaciones muestra que podría cubrir con sus reservas internacionales unos 14 meses de importaciones, y en segundo lugar se estima que sus reservas cubren más de un 150% de la deuda externa a corto plazo. Ésto sugiere entonces que Brasil podrá sobrepasar la situación actual sin tener que enfrentarse a una Crisis de Balanza de Pagos.

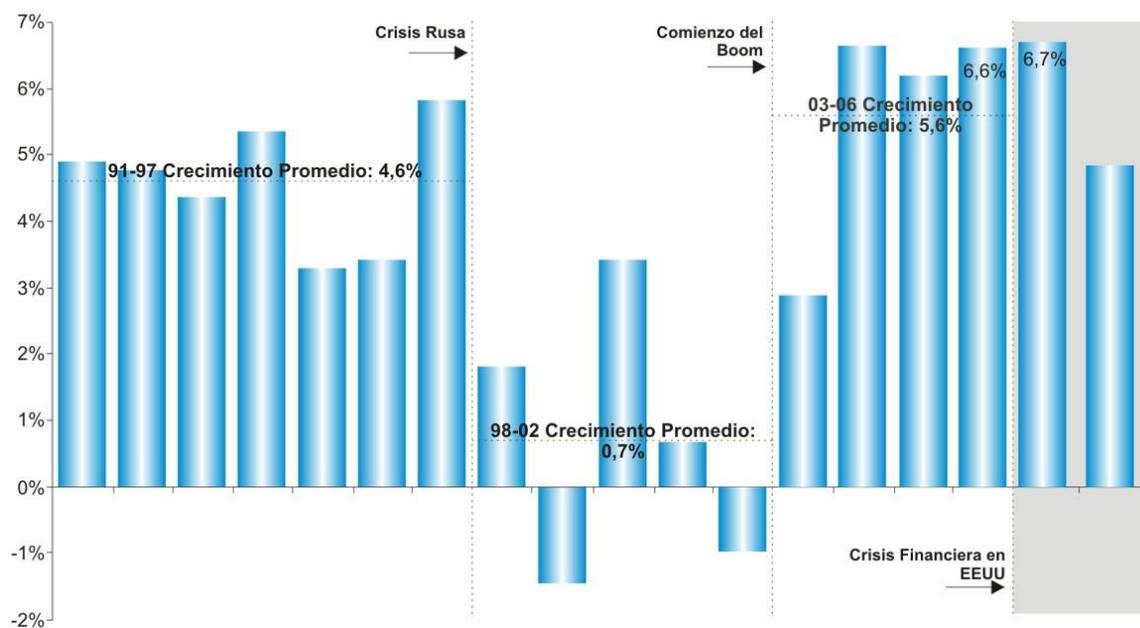
Uruguay

El impacto sufrido por los países Latinoamericanos (incluido Uruguay) a raíz de la Crisis Subprime puede dividirse en dos fases: la primera que va desde el desencadenamiento de la propia Crisis (Enero de 2007) hasta Mayo de 2008 que podemos denominar “Fase Expansiva” y la segunda que empezó a mediados del 2008 finalizando en Marzo de 2009, la que podemos llamar “Fase Contractiva”.

“Fase Expansiva” (Enero 2007-Mayo 2008)

Es importante recordar que desde el 2003 Uruguay venía teniendo un crecimiento sostenido y progresivo de su Producto Bruto Interno (PBI), el cual en esta primera etapa se vió aún más fortalecido llegando a tener un crecimiento del 7,6% en 2007 y 8,9% en 2008 como muestra el gráfico siguiente.

PBI en términos Reales, Variación Anual



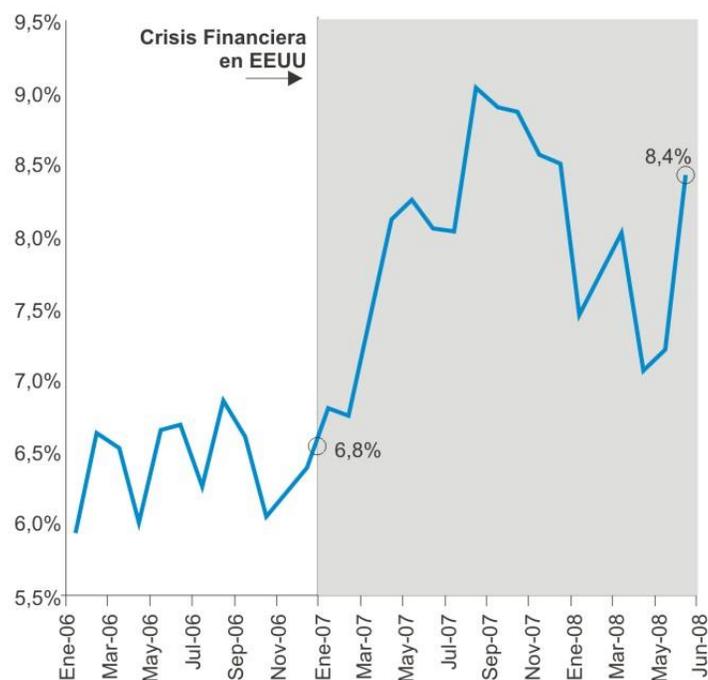
Fuente: "Entre la Crisis Global y el Cambio Político" CERES

La producción industrial aumentó de forma considerable en esta etapa (aproximadamente creció en un 20% en Mayo de 2008 comparado con Enero de 2007) lo que trajo aparejado para el país un aumento en la demanda de mano de obra llevando al desempleo a niveles del 6,8% en 2008 cuando en el 2007 el mismo indicador se situaba en 7,7%.

Otro factor importante a remarcar en esta etapa fue el crecimiento de las exportaciones; las mismas vivieron un período de auge, el cual se ve reflejado por los indicadores que muestran un aumento de 58% de las mismas en Mayo de 2008 con respecto a Enero de 2007; este fenómeno puede explicarse en parte por el aumento considerable del precio de los Commodities, dentro de los cuales los alimentos tuvieron un aumento del 47,5%

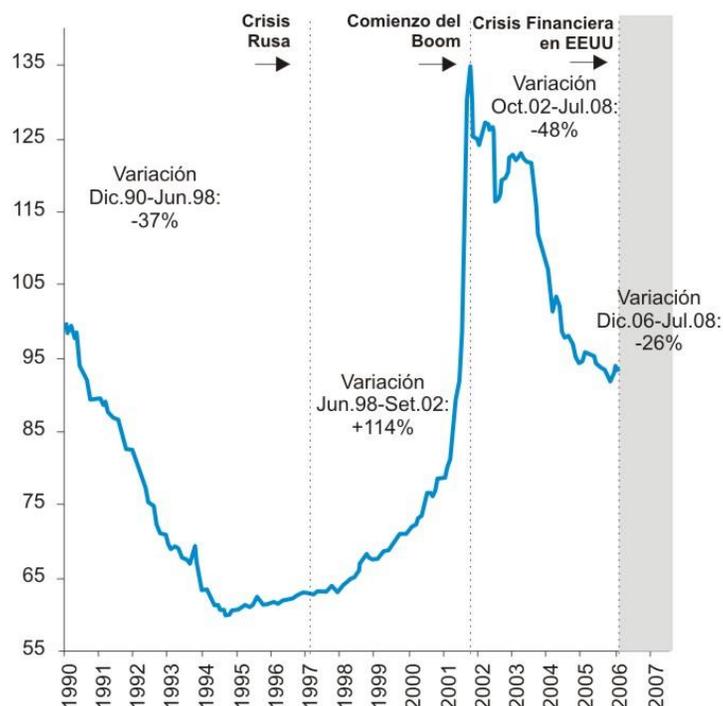
La producción industrial aumentó de forma considerable en esta etapa (aproximadamente creció en un 20% en Mayo de 2008 comparado con Enero de 2007) lo que trajo aparejado para el país un aumento en la demanda de mano de obra llevando al desempleo a niveles del 6,8% en 2008 cuando en el 2007 el mismo indicador se situaba en 7,7%.

Inflación en Uruguay  
IPC, inflación últimos 12 meses



Fuente: Entre la Crisis global y el Cambio Político, CERES

Tipo de Cambio Real  
(TCR vis a vis con el USD, Dic-90)



Fuente: "Entre la Crisis Global y el Cambio Político" CERES

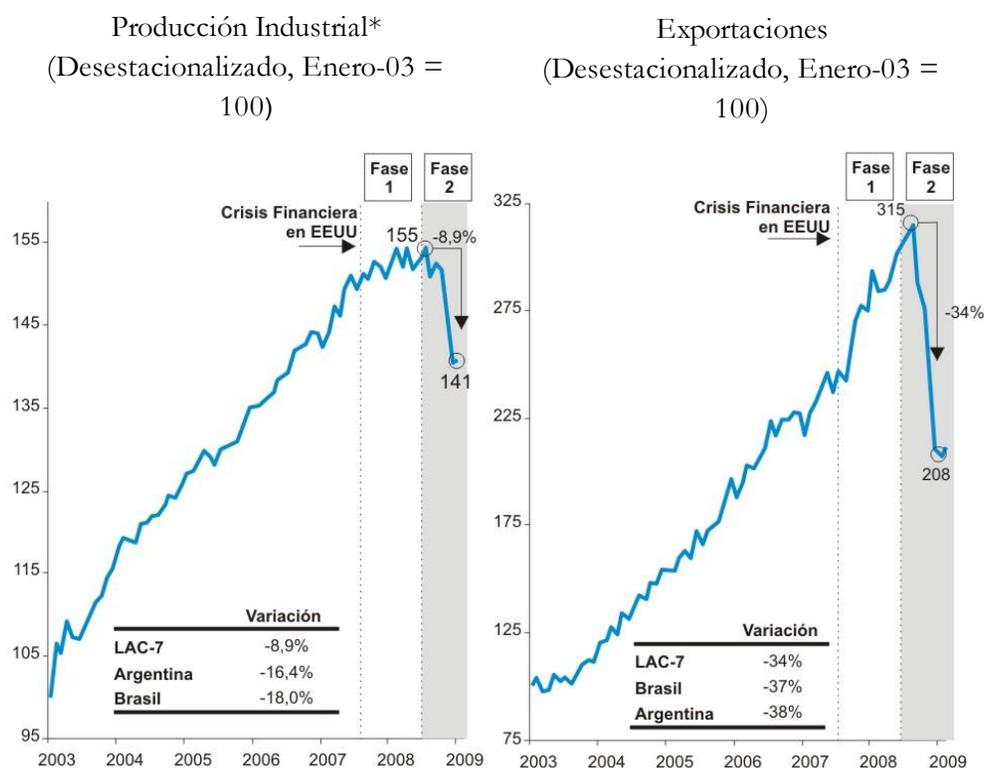
“Fase Contractiva” (Abril 2008-Marzo 2009)

Esta etapa se caracterizó por una desaceleración de la Economía Uruguaya, la cual presentó una baja en el nivel de Actividad reflejado en un descenso del PBI pasando de ser en 2008 de 8,9% a un proyectado en 2009 de 0,4%.

La producción industrial tuvo un descenso de 12% en este período comparado con la obtenida en la “Fase Expansiva” anteriormente descrita; a su vez las exportaciones sufrieron un descenso de 21% en Abril de 2009 en comparación con Mayo 2008 como consecuencia, entre otros, de la coyuntura económica internacional y del descenso en el precio de los Commodities (cayeron un 71% en Abril de 2009 comparado con Mayo 2008).

Como podemos observar Uruguay, al igual que los restantes países de Latinoamérica vivió una etapa de contracción la cual afectó lógicamente al mercado de trabajo; el desempleo pasó de ser 6,9% en el 2008 a 7,7% en Marzo de 2009.

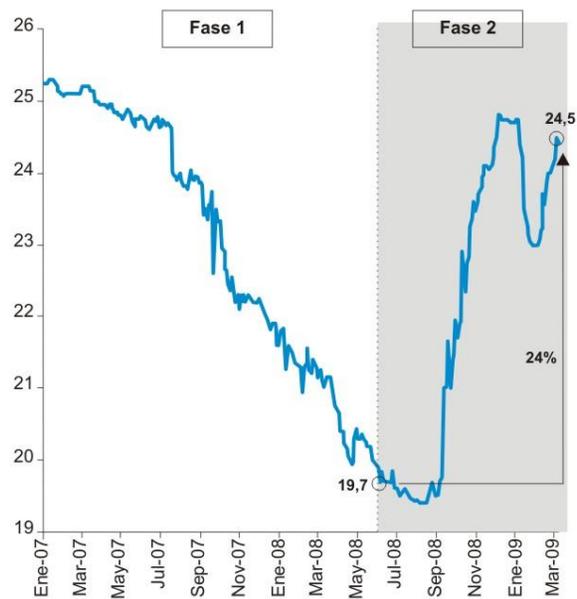
Creemos conveniente presentar algunos gráficos representativos de lo anteriormente expuesto:



\*Exduyendo Anca

Fuente: "Entre la Crisis Global y el Cambio Político" CERES

Tipo de Cambio en Uruguay  
(TCN bilateral vis a vis con USD)



Fuente: "Entre la Crisis Global y el Cambio Político" CERES

## 5 REFLEXIONES FINALES

Para concluir nuestro trabajo de investigación monográfica, entendemos importante aportar nuestra visión acerca de la Crisis Subprime. Centraremos nuestro análisis en el rol que los diferentes agentes tuvieron en la misma, intentando reflejar quiénes a nuestro entender estuvieron más involucrados.

Para comenzar, nos parece importante realizar una breve exposición de cuales, para nosotros, fueron las principales causas que dieron origen al desencadenamiento de la Crisis:

- En primer lugar, entendemos que el exceso de liquidez existente en el mercado, producto de las bajas tasas de interés, jugó un papel muy importante. A nuestro entender las tasas de interés eran bajas no sólo como consecuencia de la recesión vivida en 2001 por la crisis Punto Com, sino también como consecuencia del atentado del 11 de Setiembre, el cual dejó en evidencia que EEUU no era invulnerable y ocasionó una disminución del consumo interno de la sociedad americana.
- Dado que las tasas de interés eran tan bajas, los Bancos estaban obteniendo muy poca rentabilidad por las operaciones que realizaban, por lo tanto, con el objetivo de obtener mayores ganancias, comenzaron a bajar los estándares de concesión de créditos, otorgándole préstamos a clientes extremadamente riesgosos y con malo o nulo historial de pago.
- Estas hipotecas de mala calidad que los Bancos emitieron fueron agrupadas en portafolios que luego se volcaron al mercado. Dichos portafolios fueron incorrectamente calificados, asignándole calificaciones superiores a las que realmente les correspondía.
- Por otro lado, creemos que el fenómeno de la Globalización tuvo un papel muy importante, pues el mismo hace que resulte imposible identificar todos los eslabones que participan en el sistema financiero, y por lo tanto ocasiona que dicho sistema se vuelva

incontrolable. Es así que se dificulta abarcar la gran cantidad de participantes del mercado, los posibles canales para concretar negocios, que cada vez son más, la gran rapidez para concretar los mismos, entre otros.

- Otro hecho que tuvo gran importancia en el origen de la Crisis, fue el llamado “Boom Inmobiliario”. Este hecho está muy vinculado con lo que se conoce como el “Sueño Americano”, el sueño de la vivienda propia, y está principalmente influenciado por la avidez del mercado capitalista. Existió un gran incentivo por parte del Gobierno a que los individuos adquirieran su vivienda propia, lo que ocasionó un gran incremento en la demanda de inmuebles y por lo tanto una suba extraordinaria en el precio de las propiedades.
- Con la innovación financiera y los nuevos productos que han surgido en el mercado, los Bancos se alejaron mucho de su función tradicional de ser intermediarios entre excedentarios y superavitarios de fondos, centrándose en operaciones fuera de balance, que implican asumir grandes riesgos, ya que no se posee una correcta medida para la valuación de dichas operaciones.
- Por último nos parece importante destacar que la asimetría de la información también contribuyó, pues no sólo no toda la información estaba disponible para todos los agentes que intervenían en el mercado, sino que también existía información de mala calidad. Por otro lado, no se acompañaba toda la nueva ingeniería financiera que estaba surgiendo con los controles existentes en el mercado.

Creemos que la profundidad y el fuerte impacto que tuvo esta Crisis en particular, se debe justamente a que se dieron todas estas causas en un mismo momento.

Puede suceder en el funcionamiento normal de la economía que ocurra alguno de estos hechos puntuales (alza de los precios, surgimiento de nuevos productos financieros, excesos de liquidez, entre otros), sin embargo estos hechos individualmente considerados es probable que no

provoquen una Crisis de gran magnitud, pues es más sencillo poder tomar medidas que mitiguen sus efectos.

Luego de haber visto cuales fueron, desde nuestro punto de vista, las principales causas que dieron origen a esta Crisis, daremos nuestra opinión acerca de quienes, a nuestro entender, fueron los agentes que estuvieron mayormente involucrados.

- Organismos de Contralor: Creemos que no existieron los controles adecuados y suficientes para mitigar los riesgos asociados a la nueva ingeniería financiera surgida en los últimos tiempos. A su vez creemos que un factor a destacar es la descentralización del sistema de contralor Norteamericano, que lleva a que distintos organismos (como ser la SEC, la OCDE) tengan que controlar distintas áreas dentro del sistema financiero, llevando de esta forma, a una mayor ineficiencia en esta tarea.
- Bancos: Entendemos que el principal error de los mismos fue la disminución de los estándares de concesión de créditos, llevándolos a niveles extremadamente bajos y apartándose de los principios fundamentales del negocio de intermediación financiera; es decir, dejaron de lado el hecho de que el dinero que manejan, corresponde en gran proporción a personas que confían en ellos para la custodia de parte de su patrimonio y lógicamente esperan que se haga un uso eficiente del mismo. Los Bancos desconsideraron este hecho, haciendo un incorrecto manejo de los fondos, otorgando hipotecas a personas muy riesgosas, las cuales provocaron una importante disminución en la calidad del sistema financiero.  
A su vez, otro importante error, fue haber invertido en papeles respaldados por este tipo de hipotecas, concentrando gran parte de su exceso de liquidez en las mismas y dejando de lado el principio fundamental de todo negocio que es la dispersión del riesgo.
- Calificadoras de Riesgo: El principal error que cometieron fue que brindaron una incorrecta valoración del riesgo contenido en los portafolios de hipotecas que se volcaban al mercado, llevando a los inversores a tomar decisiones erradas, pues poseían información que no reflejaba correctamente la realidad.

Entendemos que las calificadoras de riesgo, en el corto plazo se esforzarán por realizar su tarea de la forma más correcta y transparente posible, pues creemos que están fuertemente incentivadas, por el hecho de poder recuperar, en cierta medida, la reputación, prestigio y credibilidad, que en algún momento tuvieron y que a raíz de la Crisis perdieron.

Sin embargo, consideramos necesario que los organismos de contralor, pongan más énfasis en la regulación de las mismas, no sólo con la finalidad de controlar la labor realizada, sino también para servir de ejemplo al mercado, para que en un futuro no sucedan hechos similares, con otras instituciones. Creemos que se deberían establecer lineamientos generales de actuación y requisitos de presentación de información relativa a la labor de las mismas, con el objetivo de lograr una mayor transparencia.

- Hedge Funds: Si bien por la naturaleza de los mismos y por el negocio que realizan, no pueden poseer una excesiva regulación, creemos que deberían existir requisitos mínimos de exhibición de información, de forma tal, de que al menos se de a conocer en qué se está invirtiendo.
- Compañías Aseguradoras: Si bien fueron un agente con un importante grado de involucramiento, no consideramos que su actuación haya sido indebida, pues el propio negocio que realizan es de por sí riesgoso, es decir, si de repente todas las pólizas emitidas se volvieran exigibles, evidentemente la compañía no podría hacer frente al pago de las mismas, independientemente de lo que se esté asegurando.

Tal vez, la única crítica que le podríamos realizar es que tendrían que haber tenido mayor cautela a la hora de asegurar papeles tan riesgosos.

Finalmente, si bien es difícil anticiparnos al desenlace que tendrá esta Crisis y a cómo será el futuro próximo, creemos que los impactos más profundos de la misma ya sucedieron, pero que sin embargo aún se está muy lejos de alcanzar los niveles que la economía, tanto americana, como mundial, tenían previo a que los hechos ocurrieran.

A nuestro entender, y dado que ha sido la mayor Crisis Económica para los EEUU, desde la Gran Crisis del 29', consideramos que existen algunas variables, como el consumo, la confianza de los

consumidores, que por un largo período de tiempo quedarán resentidas, impactando de manera importante en la recuperación de la economía en su conjunto.

Es bueno remarcar, que consideramos que en un futuro cercano una Crisis con estas mismas características no volverá a ocurrir, ya que la experiencia adquirida en la presente Crisis servirá para que los involucrados puedan anticiparse a los hechos y tomar los recaudos necesarios para evitarla.

Lógicamente, es imposible estar preparados para afrontar todas las situaciones inesperadas que surjan, debido al gran dinamismo que se vive actualmente en el mundo, por lo tanto no se debería desatender los desequilibrios que ocurran en el futuro.

---

## ENTREVISTAS

### RELATIVAS A LA CRISIS GLOBAL

1. A su entender y en términos generales, ¿Cuáles fueron las principales causas que dieron origen a la Crisis Financiera? ¿Entiende que los organismos de supervisión fallaron en su tarea de contralor?, ¿Cómo?
2. En su opinión ¿Quiénes fueron los Agentes con mayor influencia en el desencadenamiento de la Crisis? ¿Que puntuación del 1 al 5 (siendo el 1 altamente involucrado y el 5 tangencialmente involucrado) le asignaría a los siguientes agentes?:
  - FED
  - Bancos
  - Calificadoras de Riesgo
  - Fideicomisos
  - Aseguradoras
  - Otros (Detallar)
3. Dado el papel protagónico que tuvieron en el desencadenamiento de la Crisis, ¿Considera conveniente que las Calificadoras de Riesgo sean sometidas a una mayor regulación Estatal?
4. ¿Cree que se podría haber tomado alguna medida en los Estados Unidos a nivel Estatal que evitara el colapso del Sistema Financiero?
5. En su opinión, ¿Cuándo cree que los efectos de la Crisis se van a revertir?
6. ¿Qué medidas considera se podrían adoptar para evitar que suceda algo similar en el futuro?

### RELATIVAS A LA EMPRESA EN PARTICULAR

1. ¿Afectó la Crisis a su empresa? ¿Cómo?
2. ¿En qué momento en su empresa se vislumbraron los primeros síntomas de la Crisis?
3. ¿Qué directiva estableció su Casa Matriz para apalejar los efectos de la Crisis?
4. ¿Se redefinieron procesos u operaciones dentro de su organización?

**Entrevista realizada a Gerente del área “Corporate Bank Head Global Corporate & Commercial Bank” de importante Banco afectado por la Crisis.**

*A su entender y en términos generales, ¿Cuáles fueron las principales causas que dieron origen a la Crisis Financiera? ¿Entiende que los organismos de supervisión fallaron en su tarea de contralor?, ¿Cómo?*

Hay que tener en cuenta que estamos mirando desde Latinoamérica algo que sucedió en EEUU y fue un golpe jamás pensado; me parece que en términos generales los orígenes están en una política gubernamental iniciada ya desde la época de Clinton que consistía en fomentar el “housig”, es decir que las familias accedieran a su vivienda (“The American Dream”) y fomentar todo lo relacionado al tema inmobiliario (construcción, venta, entre otros). Esto comenzó a generar a principios del nuevo siglo un muy buen negocio y un encarecimiento en los precios de la Economía Americana; ya la gente, acostumbrada al financiamiento a largo plazo comenzó a mirar mas el “Down Payment” que el precio del bien, en definitiva llegar al 10%-20% que necesitaba entregar era lo que les preocupaba y después lo veían como una cuota; los incentivos fiscales que tenían para deducir los intereses y parte de la cuota hipotecaria eran motivos para que la gente se inclinara a comprar en lugar de alquilar. Se empezó a generar un círculo vicioso en aquel momento, vicioso cuando lo vemos en perspectiva; esto produjo buenos negocios para las instituciones financieras, para las empresas constructoras, para intermediarios; todo esto se produjo no solo en los EEUU sino que también en muchos países y ahí ocurrió lo que ya se sabe, 10-12 años de aumento incesante de los precios de las viviendas, lo cual llevó a la utilización (y ahí creo que fue una falla inicial) del sistema no solo para primera o segunda vivienda sino que tenemos entendido que mucha gente lo usó como un negocio de especulación. A mí me consta tener colegas trabajando en el Banco que lo hicieron varias veces vendiendo boletos de reserva y ganando mucha plata.

¿Qué organismos de supervisión fallaron?

Yo creo que lamentablemente no hay un solo responsable, fue el propio sistema el que lo fue llevando.

El gran cambio me parece que fue cuando la Ingeniería financiera comienza a generar los famosos papeles garantizados por coberturas de hipotecas, en esa ingeniería entre los Bancos, Bancos de

Inversión, Aseguradoras, Calificadoras de Riesgo, Inversores y Fondos que se iban armando se generó el tema de los famosos papeles que eran “antibalas”, segmentando las categorías de riesgo de las cedulas hipotecarias, que al final fueron transados en el mercado como un papel sin mirar demasiado que había atrás; nuevamente a mi entender y visto en perspectiva creo que se llegó a cruzar la raya en cuanto a la independencia de todos éstos organismos, de hecho conozco algún Uruguayo que trabajó en algún cargo junior en New York en la generación de estos papeles que obviamente no sabía que se estaba haciendo a nivel macro, pero que llamaba a las Calificadoras y mas o menos iba agrupando los grupos de hipotecas hasta que la propia Calificadora dijera con esto llegas a tal o cual nota o sea que se generó una suerte de trabajo en equipo (que me parece que no era la idea) entre los Bancos con necesidades de generar la base de los papeles, las Calificadoras que decía esto es lo que necesitas para que tengas esta nota y los Bancos de Inversión generando mas papeles y vendiéndolos a todo el mundo.

***En su opinión ¿Quiénes fueron los Agentes con mayor influencia en el desencadenamiento de la Crisis? ¿Que puntuación del 1 al 5 (siendo el 1 altamente involucrado y el 5 tangencialmente involucrado) le asignaría a los siguientes agentes?:***

- ***FED***
- ***Bancos***
- ***Calificadoras de Riesgo***
- ***Fideicomisos***
- ***Aseguradoras***
- ***Otros (Detallar)***

Me parece que los Bancos, Bancos de Inversión generando esos papeles, Fondos de Pensión y el nuevo “bicho” de este siglo que son los “Fondos” (las grandes maquinas de plata que necesitaban tener papeles), las Calificadoras de Riesgo no quedan afuera, los Auditores.

Por otro lado los papeles fueron creados por gente muy inteligente que no analizó en el fondo lo que estaba ahí, había una sensación de que toda esta nueva modalidad tenía de repente “olor raro”, la gente se preguntaba cuando y cómo terminaría este fenómeno pero nadie pudo frenar el desastre, por ende todos estos agentes tuvieron su influencia. Lo que ocurrió también fue que los ideólogos, que son genios en finanzas, no se quedaban con los papeles, las Calificadoras daban la nota y tenían

un “track record” de 8-10 años en los que no había pasado nada, los Auditores hacían un sample y las hipotecas estaban (existían), por ende nadie era “el” responsable.

Esto visto en perspectiva parece que fue el error más grave, generar instrumentos financieros que nadie tenía muy claro nada acerca de los mismos. Por otro lado lo que ocurría era que cuando los Bancos o Bancos de Inversión segmentaban el portafolio, las de mejor calificación (triple A) las vendían rápidamente y el residuo de menor categoría lo sacaban en vehículos offshore para que quedaran fuera del Balance ocurriendo de ésta manera que nadie se hacía responsable de la generación de ellos. Cuando la Materia Prima (los CDO) era escasa se fomentaba a los intermediarios que vendieran más y más hipotecas.

Yo conocía un Uruguayo que tenía una oficina en Zona Franca que se dedicaba a llamar a familias Mexicanas que vivían en California a ofrecerles reperfilamiento de todas sus deudas (en EEUU es muy transparente la información); por ejemplo a una familia que se habían endeudado para comprar un auto, para pagar la universidad de sus hijos, que tenían las tarjetas al “tope”, les hacía ver que su casa valía mucho más que antes, y que por ende tomaran una hipoteca y de ésta forma podía cancelar toda la deuda, y le sobraba dinero para cambiar el auto, irse de viaje y la nueva cuota de la deuda era menor ya que el financiamiento era a mayor plazo; se creó una suerte de intermediarios frente a los cuales la gente creía y pensaba “soy mas rico, no solo no estoy ajustado como antes con tantas cuotas, sino que me sobraba plata”.

Creo que la sociedad americana, a mi entender no había tenido una Crisis tan profunda desde la del 29’, no supo como actuar, nunca pensó que se podía llegar a donde se llegó. Creo que a los Americanos les faltó la “viveza criolla” saber como manejarse en ese contexto. Pienso que un gran error fue el tema de “Mark to Market”, de repente se generó un psicosis, una histeria en el concepto de “Mark to Market” que al final fue cambiado. Creo que en Latinoamérica sabemos más como manejar estas cosas, y a los Bancos no se les hacía castigar ciertas cosas de una manera tan fuerte como sí se les hacía en EEUU.

Puntuación:

No tengo elementos para decir quien fue el más responsable, a mi me parece que estaban altamente involucrados (de repente porque trabajo en un Banco) y por eso les asigno 1 a los Bancos, porque en definitiva fueron los generadores, 2 a las Calificadoras a las Aseguradoras y a la FED.

***Dado el papel protagónico que tuvieron en el desencadenamiento de la Crisis, ¿Considera conveniente que las Calificadoras de Riesgo sean sometidas a una mayor regulación Estatal?***

La respuesta a esto es obvia, lo que me parece es que después de que pasa algo como esto se produce un efecto péndulo (pasó lo mismo acá en la Crisis de 2002, yo creo que estamos heredando normas Banco Centralistas que buscan limitar aquello que pasó, como ser las actividades con empresas vinculadas que hoy en día no tiene mucho sentido al ser todos los Bancos Internacionales) por ende lo que digo es que no hay que regularlas tanto, de por sí es obvio esto no va a pasar en el corto plazo, entonces ser extremadamente pendular creo que no es bueno porque lo único que te agrega son gastos y controles, entonces en mi opinión se les “va a ir la mano” en controles y regulaciones como se les “fue la mano acá”

***¿Cree que se podría haber tomado alguna medida en los Estados Unidos a nivel Estatal que evitara el colapso del Sistema Financiero?***

Nuevamente, es parecido a lo que pasó acá en el 2001, capaz que piensas que si el Banco Galicia seguía siendo Casa Financiera y no Banco, no hubiera pasado lo que pasó, si de repente hubieran actuado rápido con los Bancos Montevideo y Comercial no hubiera pasado lo que pasó, en este caso ocurre lo mismo; si en Setiembre de 2008 se hubiera actuado diferente con Lehman de repente hubiera sido distinta la reacción. Los americanos venían de una cultura de que se cae PANAM y no pasa nada, visto en perspectiva la realidad los superó.

***En su opinión, ¿Cuándo cree que los efectos de la Crisis se van a revertir?***

Todavía estamos en un momento difícil; nuestro Banco dice que los síntomas son positivos, que se está revertido, pero un 13% de déficit fiscal, sumado a la deuda pública que está manejando el gobierno Americano hace pensar a algunos del fenómeno de la teoría de la “W”; por un lado están

los que dicen que la recuperación se empieza a dar ahora y por otro los que dicen que los estímulos que está dando el gobierno no los puede resistir por mucho tiempo, entonces ya con un déficit del 13% sobre el producto probablemente en algún momento el gobierno tenga que soltar los estímulos y venga una nueva recaída. Tiendo a pensar que de a poco la situación se va acomodando y lo elementos van a ser positivos; positivos en un escalón menor, porque no creo que el consumo americano que ha sido el motor de su economía vaya a volver a los niveles anteriores, ya que todavía están dolidos, todavía están estructurados, el desempleo roza el 10% y va a seguir aumentado.

Se dice que las pérdidas de las tarjetas de crédito tienen relación 1 con el desempleo, cuando el mismo llegue a su máximo nivel recién 5 o 6 meses después vamos a poder ver la pérdidas crediticias totales, por lo tanto cuando el desempleo empiece a bajar, vamos a ver un poco desfasado que de a poco las pérdidas crediticias por tarjetas de crédito (todos los Bancos Americanos estamos posicionados en ellas) van a ir disminuyendo.

Nuestro Banco ha dicho que esta Crisis tuvo 3 fases: la primera que tenía como principal elemento los papeles malos que tuvimos todos los Bancos adentro; esa fase ya está terminada por las “limpiezas” que hubo, las capitalizaciones, los aportes monetarios del Gobierno Americano. La segunda abarca el tema del consumo que cayó drásticamente y que “pegó” en las tarjetas de crédito; si el desempleo va llegando a su techo esta fase debería estar terminando. La tercer fase es la que impacta sobre el denominado “Comercial Real Estate”, o sea muchas empresas de Shopping y grandes empresa comerciales que padecieron el doble efecto negativo de la disminución del consumo y de los problemas de las Tarjetas de Crédito provocando que las misma empresas tengan problemas crediticios de reestructuración. Igualmente soy optimista de que las cosas se están acomodando.

***¿Qué medidas considera se podrían adoptar para evitar que suceda algo similar en el futuro?***

Estoy convencido que algo similar no va a pasar, va a haber otra cosa que no va a tener nada que ver y el golpe va a venir por donde nadie lo está viendo. Creo que las medidas tomadas efectivamente van a ser buenas, no se van a generar nuevamente papeles. Yo estuve en una conferencia hace 1 año (en plena Crisis) en donde un Senior del Banco decía que el problema de esto además de todo lo ocurrido, es que antes (hace 10 años) cuando existía una crisis de confianza se juntaban los 10 Bancos u Operadores mas grandes en Nueva York y “acomodaban” las cosas poniendo “freno” a lo

que estaban haciendo, ahora con el nacimiento de los “Fondos” han surgido una diversidad y cantidad de nuevos agentes financieros que es imposible que se pongan de acuerdo, es mas, muchos se van a poner en contra de tu estrategia porque saben que de esa forma ganan; antes se ponían de acuerdo y “aflojaban” un poco, esperaban que se acomodara la economía y después seguían “jugando”, en eso el mundo cambió.

***¿Afectó la Crisis a su empresa? ¿Cómo?***

***¿En qué momento en su empresa se vislumbraron los primeros síntomas de la Crisis?***

Si, la acción de nuestro Banco se desplomó; la verdad fue un golpe durísimo y la acción del Gobierno Americano fue sustancial para nosotros.

Los primeros síntomas de la Crisis se vislumbraron en Julio de 2007.

El Banco vió los síntomas por el lado de los CDOs; el Banco no tuvo un impacto tan grande por el negocio de los préstamos hipotecarios (tuvo su impacto pero normal); en donde nuestro Banco se equivocó fue en la estrategia de Tesorería, al tener en un excedente de liquidez impresionante invirtió en esos Papeles, gran parte de éstos eran triple A por lo que salió de la orbita del Risk Management; los Risk Managers miraban porqué se les prestaba a determinadas empresas, porqué se daban hipotecas en EEUU, pero la estrategia de Tesorería era la de invertir en papeles que se negociaban en mercados secundarios y eso (el Banco aprendió) salió de la orbita del manejo del Riesgo y no sabía que poseía una puntita de iceberg en el negocio hipotecario pero tenía una cantidad impresionante en papeles de Inversión. El gran golpe del Banco fue por el excedente líquido que tenía invertido en papeles. Los Risk Managers no miraron las Inversiones Temporarias.

***¿Qué directiva estableció su Casa Matriz para apalea los efectos de la Crisis? ¿Se redefinieron procesos u operaciones dentro de su organización?***

Honestamente y afortunadamente el Banco en Latinoamérica vivió la Crisis de una manera excepcional, a diferencia del 2002 que la Crisis fue en Latinoamérica en donde teníamos un “padre” (Casa Matriz) muy sano por lo que teníamos esa tranquilidad. Se redefinieron muchos procesos allá (en EEUU) no acá; me imagino que hay normas que todavía están fijando la FED, la SEC, la OCDE que seguramente van a impactar en políticas, informes pero no en el día a día.

**Entrevista realizada al Cr. Carlos Saccone (Jefe del Área Servicios Financieros Personales y Asesoría en Productos e Inversiones) y José Luis Peláez (Gerente de Servicios Financieros Personales)**

**Banco HSBC**

*A su entender y en términos generales, ¿Cuáles fueron las principales causas que dieron origen a la Crisis Financiera?*

Las causas son varias y complejas; entre ellas la inevitable política monetaria que tuvo que adoptar la Reserva Federal, no por negligente sino porque es como funciona la política monetaria, cuando la economía se desinfla bajas la tasa para reactivarla, el tema es que con la bajada de tasa entraron muchos jugadores como los Bancos de Inversión.

Los Bancos de Inversión no atienden a individuos para sus inversiones sino que son los grandes operadores, las mesas de dinero que estructuran productos de inversión, hacen paquetes, dentro de los cuales estaban los créditos hipotecarios, incluyendo a los Subprime.

Cuando volvió a reactivarse la economía las tasas de interés comenzaron a subir y mucha gente con créditos Subprime, como tenían tasas variables, no pudo pagar sus deudas desencadenado un efecto dominó: no pagaban los créditos-el producto fallaba-el que tenía el producto se preguntaba que estaba pasando y así sucesivamente.

Ni que hablar que hay una responsabilidad muy grande de las empresas de calificación; se está revisando toda esa estructura, de hecho la SEC está pensando en redactar normas más severas, entre ellas, brindarle a un inversor que tiene una inversión de alto grado (triple o doble A) mayores facilidades para hacerle un juicio a las Calificadoras en el caso que el producto falle, también van a obligarles a que revelen quienes son sus principales clientes, cuánto le pagan, todo esto para que el inversor tenga mayor información, que exista mayor transparencia.

***¿Entiende que los organismos de supervisión fallaron en su tarea de contralor?, ¿Cómo?***

Sin duda, la SEC sobre todo; existían inversiones calificadas triple A que al final eran basura por lo que hubo una falta clara de regulación.

***En su opinión ¿Quiénes fueron los Agentes con mayor influencia en el desencadenamiento de la Crisis? ¿Que puntuación del 1 al 5 (siendo el 1 altamente involucrado y el 5 tangencialmente involucrado) le asignaría a los siguientes agentes?:***

- FED
- Bancos
- Calificadoras de Riesgo
- Fideicomisos
- Aseguradoras
- Otros (Detallar)

Los agentes con mayor influencia fueron el propio Ser Humano (filosóficamente), Las Instituciones Financieras, los Bancos de Inversión y la SEC. La FED tiene una responsabilidad pero menor comparada con los otros, ya que la principal falla estuvo en la supervisión del mercado, cosa que no hace la FED sino la SEC.

Las Aseguradoras también tuvieron su influencia, el caso de AIG fue un desastre, invertía en productos muy malos incluso hasta el día de hoy siguen teniendo problemas con un portafolio de CDS. El problema mayor lo van a tener cuando puedan valorar esos productos y reflejarlos en sus balances (ya que hasta el día de hoy no pueden hacerlo).

***Dado el papel protagónico que tuvieron en el desencadenamiento de la Crisis, ¿Considera conveniente que las Calificadoras de Riesgo sean sometidas a una mayor regulación Estatal?***

Si, considero conveniente, mas que nada para que haya más transparencia.

***En su opinión, ¿Cuándo cree que los efectos de la Crisis se van a revertir?***

Para mí algunos ya se están revirtiendo, otros no se van a revertir nunca y otros se van a revertir en los próximos meses.

***¿Afectó la Crisis a su empresa? ¿Cómo?***

Si, la Crisis afectó al Banco, el HSBC fue el primero en advertir que la Crisis empezaba, en Julio de 2007 (aproximadamente), salimos al mercado a decir que algo raro estaba pasando en EEUU, que estaba empezando a haber algo raro en el sector Hipotecario, pero el mismo mercado hizo caso omiso a eso. El Banco a su vez había comprado una empresa de créditos hipotecarios en Chicago, siendo éste la primer área del Banco que se empezó a desengranar.

El HSBC en un momento era el Banco que encabezaba las pérdidas a nivel del sistema financiero internacional, pero poco a poco fueron apareciendo otros jugadores. En definitiva, sí afectó bastante al Banco, afectó en términos de Resultados (usd 50.000.000.000, cincuenta mil millones de dólares). Por otro lado (esto es información publica) el Banco decidió salir del negocio hipotecario en EEUU por lo que tomó una pérdida bastante importante que llevó a que el Banco cambiara de rumbo.

***¿En qué momento en su empresa se vislumbraron los primeros síntomas de la Crisis?***

Durante el primer semestre del 2007.

***¿Qué directiva estableció su Casa Matriz para apalea los efectos de la Crisis? ¿Se redefinieron procesos u operaciones dentro de su organización?***

Varias; por un lado se apuntó a tener mayores controles en todo lo relativo al Risk Management, también los criterios para suscribir hipotecas fueron revisados (particularmente en EEUU el Banco como decíamos se salió de ese negocio) y como cualquier empresa en una época de crisis lo que se hizo en forma rabiosa fue controlar los costos.

Se redefinió sobre todo el proceso de compra de determinados papeles para que puedan ser parte del portafolio de inversiones del Banco.

**Entrevista Realizada a Ec. Mercedes Aguirre****Bolsa Electrónica de Valores****(Ex Funcionaria de Víctor Paullier & Cia: Sociedad de Bolsa S.A.)**

*A su entender y en términos generales, ¿Cuáles fueron las principales causas que dieron origen a la Crisis Financiera? ¿Entiende que los organismos de supervisión fallaron en su tarea de contralor?, ¿Cómo?*

Todo se basó para mi en que los Bancos tenían mucha plata, había mucho dinero en el mercado y cuando hay mucho dinero, se empieza a bajar el criterio de en qué invertir, sumado también a que al haber tanto dinero se podía prestar más, bajando así el criterio para otorgar las hipotecas, dando lugar a los créditos ninja, se le pasó a prestar a personas que antes no accedían a este tipo de préstamos.

Así fue que se formaron todos estos instrumentos que formaron los famosos **tranches**, donde vos comprabas uno y no sabías bien hasta donde era seguro o no, y el proceso era que el Trust Fiduciario le compraba los CDOs al Banco y ahí era donde luego los grandes bancos de inversión le compraban a estos.

Otra causa podría ser que en EEUU la gente consume mucho más de lo que tiene, y produce que la economía se recaliente, eventualmente esto explota por algún lado.

Cuando hablamos de organismos de supervisión nos referimos a las SEC y desde mi punto de vista que soy pro-liberalismo, a mi no me gustan más que las reglas necesarias en el mercado, porque de por sí las cosas deben funcionar bien, es un área muy gris, si hablamos de las calificadoras, son empresas privadas, y el desprestigio que sufrieron de credibilidad para mí ya tendría que ser un incentivo para funcionar bien, de por sí esta pérdida de credibilidad tiene que ser un incentivo mucho más fuerte que la regulación.

Por ejemplo si te pones a regular un Hedge Fund lo matás, deja de existir.

***Dado el papel protagónico que tuvieron en el desencadenamiento de la Crisis, ¿Considera conveniente que las Calificadoras de Riesgo sean sometidas a una mayor regulación Estatal?***

Para mí si metemos al Estado y este determina qué calificás y que no, esto también es muy complicado, porque pasamos a tener a la política adentro y no se que es más peligroso si incentivos políticos o privados. De todas formas para mí esto va a ir a regulación, creo que es inevitable porque funciona así, lo que no deja de ser excesivo.

Como conclusión diría que las calificadoras deberían actuar bien pero más que nada por la pérdida de prestigio y no por la regulación que le puedan llegar a poner, creo que dar vuelta la pérdida de prestigio tiene que ser un incentivo mucho mayor.

***¿Cree que se podría haber tomado alguna medida en los Estados Unidos a nivel Estatal que evitara el colapso del Sistema Financiero?***

Sinceramente no creo, porque tendría que haber salido a regular indiscriminadamente, y la gente no lo hubiera entendido en un momento que estaba todo perfecto. El estado no iba a aplicar una medida que desde el punto de vista político era contraproducente.

***En su opinión, ¿Cuándo cree que los efectos de la Crisis se van a revertir?***

Se habla de muchas letras L; W; V, en mi opinión, me da la sensación estamos en una especie de primavera, pero producto de todos los paquetes de apoyo financiero que se saco en todo el mundo, por lo que es una primavera generada, de modo que tendrían ir retirando esa ayuda, sino se va a generar un recalentamiento nuevamente de algo que no existe, ya que no es plata generada.

Entonces si hacen las cosas más o menos bien tendrían que ir retirando ese dinero paulatinamente, y de esta forma la economía se va a enfriar un poco. Básicamente esto a corto plazo.

***¿Que medidas considera que se podrían adoptar para evitar que suceda algo similar en el futuro?***

Para mí es muy difícil, porque cuando todo está bien en el mercado, nadie tiene el incentivo para frenarlo, ni desde el punto de vista de los Bancos, ni Político, es muy difícil salirse. La verdad no sé si hay alguna medida. Sí se va a venir seguro una super regulación, pero como ya dije no es del todo bueno esto tampoco.

Un caso que me parece importante resaltar el lo que sucedió con el caso Madoff.

Como sabrán Madoff a sus cliente no le daba nada de información, ni siquiera un estado de cuenta, solamente te pagaba el 10%. Con la crisis quebró, porque en realidad el no invertía en nada es lo que se llama el esquema Ponzi, de las estafas mas comunes del mundo. Entonces los primeros reciben el dinero, pero cuando la economía cae, y todos vienen a retirar el dinero, sale a la luz que Madoff ya no tenía el dinero.

Cuesta creer que el Banco Santander no le haya pedido comprobantes de en que invertía su dinero. Creo que si no hubiera llegado esta crisis Madoff seguiría operando; ésto sí lo veo como un gran error de la SEC o de los Bancos, porque si bien los Hedge Funds no tiene casi regulación, esta debería haber pedido por lo menos algún comprobante de las inversiones que Madoff estaba realizando.

Si pensamos también en como los bancos reconocieron estos activos en sus balances mediante la utilización de modelos, me atrevería a decir que el error fue, la incorrecta valuación del riesgo del activo, supongo que aquí se alejaron bastante de la realidad.

Por eso resalto este caso porque si bien es muy difícil regular los Hedge Funds considero que la SEC debería haberle solicitado por lo menos información básica.”

***¿En que momento se vislumbraron los primeros síntomas de la Crisis?***

En el Periodo pre-crisis hubo una euforia, todo el mercado rendía muy poco, es decir un huguier (que es todo aquello que no es invertir en investment rate), estaba rindiendo muy poco, por lo que la

percepción del riesgo se encontraba completamente distorsionada, por decir un ejemplo un bono Uruguayo lo menos que rindió fue 2 puntos por arriba del bono **risk free** (Libre de Riesgo -bono del gobierno Norteamericano), quiere decir que vos estabas pagando dos puntos solamente por invertir en Uruguay y el riesgo nuestro no tiene relación.

A esto es a lo que yo le llamé la etapa de pérdida de la capacidad de percibir los riesgos, la advección al riesgo calló, por lo que teníamos una gama de instrumentos, en los cuales se invertía sin saber nada de ellos, por decirte algo un T-Bill<sup>28</sup> pagaba un 5% entonces la gente invertía en otras cosas más riesgosas, buscando mayor rendimiento.

Así fue que en el caso de los CDO la gente no sabía lo que estaba comprando, tenía un riesgo grande, pero te lo vendían como AAA, es decir lo vendían como Government, pero en realidad, Fannie Mae y Freddie Mac son empresas respaldadas por el gobierno, pero no son el gobierno, entonces la gente dejó de ver que una cosa es un T-BILL y otra cosa es un bono de estas empresas que si bien estaban respaldadas, no son el gobierno norteamericano. Entonces por un lado es bueno que se generen productos de este tipo porque hacen crecer al mercado pero por otro lado la gente tiene que saber y estar conciente de lo que esta comprando. En esta etapa también sucedió que se vendían acciones preferidas como si fueran bonos, vemos que el mercado estaba súper engañado.

Entonces con todo este escenario pre-crisis nosotros que somos una oficina súper conservadora nos dimos cuenta que algo raro estaba pasando y que el mercado no podía estar comportándose de esta forma, sentíamos que algo iba a pasar, pero como no sabíamos por donde iba a estallar, tampoco sabíamos exactamente que medidas tomar, entonces apostas a la diversificación, hacer portafolios donde te posicionas en un poco de todo, porque no tenes ningún indicio de que algo este mal.

### ***¿Afectó la Crisis a su empresa? ¿Cómo?***

Para nuestra empresa, las ventajas de esta crisis fueron dos: que se dió a nivel mundial, entonces nadie quedo afuera, por lo que ningún cliente se quejaba, venían entregados, sintiendo que podían

---

<sup>28</sup> **T – Bill:** Bono emitido por el Departamento de Tesoro de los Estados Unidos. Los T-Bills son instrumentos de deuda- utilizados por el gobierno para financiar los servicios gubernamentales. Cuándo hay un déficit, el gobierno tiene que recaudar capital, y lo hace publicando la deuda

haber perdido mucho mas, y además la gente estaba mas informada, por lo que si te habías diversificado no estabas tan mal. Entonces en ese momento lo que podías hacer era amortiguar, pero no salir ileso de la crisis.

A nivel de nuestra empresa tener una política tan conservadora, la diversificación, nos permitió salir bastante bien de esta crisis. Generalmente cuando nos sentamos frente a un cliente desde el vamos le ofrecemos una cartera lo más diversificada posible, luego si el cliente quiere asumir más riesgo ya forma parte de sus decisiones. Entonces podemos decir que sí nos pego esta crisis, pero gracias a la diversificación salimos bastante bien, con esto no quiero decir que tuvimos una visión y dijimos en cualquier momento se cae todo, porque si hubiéramos tenido esa visión, nos hubiéramos puesto todo en cash.

De todas formas también sacamos mucho y aprendimos de esta crisis, siento que antes mirábamos los instrumentos no con tanto cuidado, y creíamos mas en las calificaciones, por decirte algo hasta antes de la crisis nunca vimos no pagar una acción preferida un dividendo, entonces si un cliente me preguntaba, para mi era un muy buen instrumento, y si me preguntaban si dejaba de pagar hasta ese momento no había historia.

Lo que se dió también no tanto en la empresa pero si a nivel mundial, es lo llamado fly to quality, lo que paso es que la gran parte de las cartearas (bonos, acciones) se paso a T-Bill y cash.”

***¿Qué directiva estableció su Casa Matriz para apalear los efectos de la Crisis? ¿Se redefinieron procesos u operaciones dentro de su organización?***

Lo que se pasó a hacer, fue tener un contacto mucho más asiduo con los clientes, y nos tomábamos el trabajo de establecerle todos los pro y los contras y revisiones de las carteras.

Como proceso, se definió una política que mirara más a fondo las calificaciones.

**Entrevista realizada al Ec. Umberto Della Mea**

**Gerente, Asesoría Económica**

**Banco Central del Uruguay**

**Profesor de Economía y Finanzas Internacionales**

*A su entender y en términos generales, ¿Cuáles fueron las principales causas que dieron origen a la Crisis Financiera? ¿Entiende que los organismos de supervisión fallaron en su tarea de contralor?, ¿En qué?*

Empecemos por el principio, las causas que dieron origen a la crisis financiera y si los organismos supervisores fallaron en las tareas de contralor, son dos preguntas diferentes.

Crisis Financieras, uno no debería observar por razones idiosincráticas, si se cumple lo que autores como Eugene Fama definen como la hipótesis de los mercados eficientes, es decir, si toda la información está correctamente reflejada en el pricing de los activos no debería haber un problema, salvo derivado de que la información que llegue al mercado sea una información totalmente imprevista, que alguien esté ocultando algo y eso cambie el precio.

Pero de hecho hay dos cosas en los mercados que fallan bastante. Una es que los mercados no son totalmente eficientes, por distintas razones no incorporan adecuadamente toda la información disponible o no toda la información relevante está disponible, y eso da origen a efectos que se llaman “no strading”, gente que entra y negocia, pero que en realidad no lo hace sujeto a reglamentos, sino que lo que hace es meter ruido en el mercado.

Entonces, por un lado está ese problema, por otro lado hay otro problema que es que la sofisticación de los instrumentos financieros hace que su valoración sea muy compleja. Por ejemplo, la historia de las finanzas es la historia del surgimiento de instrumentos que después se teorizó sobre ellos, pero no eran instrumentos complejos, o sea los préstamos, los bonos, los mercados a término, hasta los futuros se conocen desde hace siglos, pero por ejemplo, las opciones, que son instrumentos mucho

más complejos, nunca se desarrollaron sino hasta los años 70, y no se desarrollaron porque como son instrumentos contingentes nadie sabía exactamente como valorar ese instrumento.

Es muy difícil entonces, desarrollar un mercado en donde yo proveo cobertura de forma contingente, sin saber exactamente como valorar lo que cubro. Recién cuando Black, Merton y otros, desarrollaron sistemas de valuación de opciones (entre los años 73 y 76), se desarrolló el mercado porque por primera vez se supo como valuarlas, ahora, esa valuación se hace de acuerdo a hechos estilizados y se hace de acuerdo a supuestos muy fuertes, como normalidad de los residuos, que pueden reflejar o no la realidad.

Entonces, tenemos dos problemas, un problema es el derivado de la falta de disponibilidad de toda la información que uno necesita para tomar decisiones y el otro es que dada la información que hay, uno maneja modelos matemáticos para la valuación, que son simplificaciones de la realidad y que dejan muchas cosas de lado.

Por ejemplo, en el caso de las hipotecas, hay un artículo que habla de cómo uno puede empaquetar hipotecas, sin tener en cuenta las correlaciones internas que hay entre los deudores, cuando en realidad es bastante normal pensar que si yo dejo de pagar, el vecino de enfrente también deje de pagar. Entonces, hay cosas que uno está perdiendo de vista y sucede que de alguna forma los precios de los activos no reflejan necesariamente el valor intrínseco del activo, y ahí es donde viene algo muy interesante que es lo que se llama el “Momento Minsky”.

Minsky establece algo que a veces en economía se llama el “Efecto Correcaminos”, uno viene corriendo y de repente sale de la carretera y sigue corriendo en un precipicio un rato hasta que de repente mira para abajo y no hay nada y se cae. Bueno, el momento Minsky tiene algo que ver con eso. Minsky lo que dice es que en los mercados cuando la economía está en crecimiento, cuando los mercados crecen, cuando todo está bien, cuando todo está apuntando a la buena dirección, hay mucha gente que lo que hace es apalancarse, toma deuda para invertir en activos, y los flujos de pagos que generan esos activos, por dividendos o por lo que sea, alcanzan para pagar el servicio de la deuda que se contrató.

Entonces hay una primera etapa de desarrollo de mercado, la etapa de crecimiento, en la cual los mercados crecen y los activos generan por su dinámica flujos que dan como para pagar la deuda que fue tomada para adquirir.

Después hay un momento en esa propia dinámica, en la cual sube el precio del activo, y su retorno cae, uno ve el rendimiento cayendo, pero hay una ganancia de capital que hace que entremos en una fase especulativa, es decir, ya el retorno del activo no me cubre tanto la deuda, pero como eso está creciendo, pienso que va a repuntar. Hasta que viene el momento del “Correcamino”, el momento Minsky, el activo por el flujo que me está dando, no vale el precio que estoy pagando, entonces ahí el precio empieza a caer. Pero cuando el precio empieza a caer, esa gente que se endeudó, esas instituciones que se endeudaron para comprar esos activos, tienen que cerrar posición, con lo cual salen todos a vender, entonces hay comportamiento de masas que hace que el mercado se desplome.

Entonces, los mercados en general tienden a obrar de esa forma, los mercados no se desarrollan linealmente. Tienen una cierta volatilidad, hay una volatilidad que es más o menos de corto plazo, que es que bueno, algo subió, yo obtengo ganancias, luego baja un poco, ahí entra otro al mercado y así sigue. Pero después hay grandes momentos, que son grandes burbujas, que pasa esto.

Yo creo que el momento Minsky o la idea del momento Minsky es algo claro, es algo que funciona así, y lo que hay acá es una crisis que tiene que ver con el desarrollo de dos grandes productos, y los dos grandes productos comparten este problema. Uno son los CDOs, las Collateralized Debt Obligations, y otros son los CDSs, Credits Default Swaps.

Los CDOs tienen el problema típico de los Subprime, es decir hay gente que le presta dinero a cualquiera, los empaqueta y al empaquetarlo lo vende y nadie tiene muy claro los riesgos intrínsecos que hay allí, compra el paquete, sin saber el riesgo que contiene. Y ese problema aparece exacerbado por otro problema, que es la forma en que se configura el sistema financiero, que es que los administradores de fondos de inversión y de Hedge Funds se comparan contra un benchmark, o sea si tú manejas tu propio dinero, tú empezas a preocuparte por cuanto te rinde y cuanto no te rinde.

Pero cuando ese dinero está en manos de una institución, el portfolio manager de esa institución no se compara respecto de mucho, poco, ganancia real o no, él se compara contra un promedio de

mercado. Entonces si el mercado está comprando basura, el tiene que tener basura en su portafolio, no puede no tener basura, porque no puede apartarse demasiado. Le pasa a las AFAPs acá, le pasa a cualquier fondo de inversión en EEUU, la idea es comportarse básicamente como el mercado, tratar de mejorarlo aprovechando nichos de información, pero no tener una actitud totalmente distante al mercado.

Esto hace que haya una toma de riesgos totalmente grande, porque además son tipos de instituciones que cuando el mercado va al alza ganan mucho y si el mercado no va al alza, si caen durante un año o dos no ganan nada, pero en realidad están cubiertos cuando sube. Hay un problema de Moral Hazard en la regulación sobre como se remunera a esa gente o sea los bonus que reciben son demasiado altos, sumado al hecho de que no tienen que tener un rendimiento, estos fondos simplemente ganan, ganan, ganan y si un año pierden el 20%, pierden el 20%, eso sí cuando ganan el 20% el fondo se queda con la 3era. parte, entonces hay como un incentivo a tomar riesgo, porque uno se beneficia del buen estado de la naturaleza, pero no se perjudica tanto del mal estado de la misma. Por lo tanto, todo eso genera actitudes que son pro toma de riesgos.

Entonces en el caso de los CDOs pasó un poco eso, hubo una compra un tanto inconsciente, sin saber exactamente, o sin tener correctamente evaluado, cual era el riesgo intrínseco que había dentro de los paquetes que estaban comprando.

Y el problema de los CDOs trae consigo el problema de los CDSs, los CDSs lo que hacen es asegurar a un inversor contra el riesgo crediticio, contra el riesgo de que alguien no pague. Entonces cuando el mercado se pone más volátil, la gente busca más protección contra el riesgo crediticio, y hay gente que vende el riesgo crediticio, pero claro es difícil valorar ese riesgo. Por ejemplo, uno quiere un seguro contra el hecho de que General Motors no pague dentro de dos años, empresas como AIG vendían ese seguro y muchas otras también, ahora, el tamaño del mercado de CDOs, aún en esta situación, es 4 veces el PIB de EEUU. Entonces, cuando eso se cae y los CDOs se vuelven exigibles comienza el problema (todo eso funciona mientras no es exigible) esto es como tener una compañía aseguradora en California, mientras no hay terremotos yo doy ganancia, el día que haya un terremoto quiebro. Bueno, entonces, los CDOs generan eso.

Entonces bueno, ahí lo que hubo es una mezcla de cosas, o sea empezó a desvalorizarse una cosa, una cosa trae la otra y terminó mal.

Por lo tanto vemos que hay un problema de Moral Hazard, de los incentivos que tenían determinados fondos para meterse en determinado tipo de inversiones. Hay también un problema de información disponible sobre el tipo de activos que estaban comprando, y hay un problema de que los modelos que se usan son modelos muy incompletos, y como alguien bien dijo, los modelos están hechos para circunstancias mas o menos normales, no para los Epsilon, para las perturbaciones de la función. El modelo no explica cosas raras, el modelo es una serie de variables mas un Epsilon, donde ese Epsilon refleja las perturbaciones aleatorias. Cuando entramos en el mundo de los Epsilon la cosa se complica bastante.

Y lo peor de todo es la interconexión que hay en el sistema, o sea la exposición de determinados agentes, éste es otro tema regulatorio. Acá, sin querer hablamos de otro tema regulatorio que es los incentivos que hay a los portfolio manager para comprar o no determinados activos, pero también hay otro problema regulatorio que es la exposición cruzada a determinados activos y como se reflejan esos activos en la hoja de balance, y el stress test, es decir las pruebas de tensión sobre las hojas de balance de que si pasa determinada cosa, cómo sufre mi hoja de balance en ese caso.

Yo creo que hay dos tipos de agentes, hay agentes sofisticados y hay agentes no sofisticados, hay agentes que trabajan mas con el sistema bancario y hay agentes que no trabajan con el sistema bancario, que buscan otro tipo de inversiones, y bueno ahí el problema es hasta donde uno deja que las personas elijan el perfil de riesgo que quieren.

Y bueno, si la gente es menos rica, ahí lo que hay que evaluar es la importancia sistémica, por ejemplo (dejemos de lado los bancos, porque los bancos tienen una connotación muy especial porque son parte del sistema de pagos y ahí la cosa se complica mucho más), pongámosle intermediarios financieros que no son bancarios, que no tienen una importancia sistémica desde el punto de vista del sistema de pagos y que tienen a gente un poco más sofisticada. Yo creo que allí hay instituciones que se pueden convertir en pasivos contingentes para el gobierno, por ejemplo una AFAP, supongamos que por un motivo equis mañana todas las AFAPs quiebran, por ejemplo compran papeles uruguayos, Uruguay no paga la deuda y los fondos quedan en cero. Bueno, es mas que evidente que el dinero que está en esas instituciones desaparece, pero el Estado tiene que entrar, porque los jubilados van a reclamar. Termina siendo un pasivo contingente para el BPS, entonces, ahí la regulación es mucho mas fuerte, por un lado para proteger a gente que está obligada a poner

allí porque tiene que ahorrar para su vejez, pero por otro lado, porque además es un pasivo contingente para el Estado si eso no anda bien.

Ahora, dejando de lado eso, vamos a la otras instituciones, a los corredores de Bolsa que me recomiendan invertir en tales activos, y mañana esos activos caen, y bueno, mala suerte, lo que va a haber va a ser una destrucción de riqueza muy grande, la gente se volverá más aversa al riesgo, el mundo recomenzará, pero la naturaleza sigue su marcha, o sea yo en lo personal, no veo que esas exijan una mayor regulación, un mayor paternalismo que el que se deriva de tener una correcta información y una correcta valoración.

Y después viene el tema de los Bancos, que es complicado porque tienen una importancia sistémica muy grande, los bancos atienden gente de menos recursos, menos sofisticada, que no sabe exactamente los riesgos que está corriendo y además que si no pagan cortan la cadena de pagos, porque si cae un banco y ese banco tiene una importancia sistémica, después los clientes de ese banco mientras recuperan la inversión o lo que puedan recuperar (que cuando un banco quiebra lo que pueden recuperar es un 20 o 30% no más) no le van a pagar a los otros, que no le van a pagar a los otros, es un efecto dominó. Entonces, como bien dijo un anterior presidente de esta institución, uno hace cosas por un Banco que no hace por una pizzería, o sea tiene una importancia sistémica que la pizzería no tiene, cuanto más grande, más grande la importancia sistémica, entonces ahí ve uno a la Reserva Federal y al Tesoro de EEUU saliendo a apoyar.

Entonces, ese tema fue resuelto en el año 29 con el acto GLASS STEAGALL, que prohibía a los Bancos meterse en actividades de Bancos de Inversión. O sea, había Bancos Comerciales, que recibían depósitos, prestaban plata y punto, y había otros bancos que eran Bancos de Inversión. Incluso en los años 30 hubo otra propuesta, que es lo que se conoce como la Banca SIMONS, que era mucho más radical todavía y que yo no dejo de mirarla con cariño en algún caso, que es que los Bancos sean solamente depósitos de dinero transaccional, o sea los Bancos tienen cajas de ahorro, cuentas corrientes y tienen encajes del 100%, no prestan plata, o sea el banco no corre ningún riesgo. Esa propuesta se manejó mucho en la crisis del 2002, no acá sino en Argentina. O sea, el Banco funciona como un depósito de dinero y cobra una comisión por administrarlo y de eso funciona el banco.

Y después, la otra actividad del Banco, que es la de prestar plata se hace con certificados negociables, es como una acción, uno es accionista del Banco. El Banco junta una masa de dinero para prestar, emite acciones y uno en vez de depositar a plazo fijo compra esa acción y después la vende en el mercado cuando quiere dinero.

Esa es forma más radical de regulación, desde lo más radical está la banca Simons en una punta, está el Glass Steagall, que es lo que pasó en el 29, y después fue relajándose hasta el momento en que los bancos aparecen con exposición a activos que no pueden valorar. Por ejemplo, Citibank, como banco de inversión vendía CDOs con puts de liquidez, o sea que si los clientes tenían problemas con esos CDOs el Citigroup se los recompraba, con lo cual tenía un pasivo contingente brutal.

Entonces, ahí hay un tema regulatorio que hasta ahora no se arregló y nadie tiene muy claro como acomodarlo, pero como la cosa empezó a andar mejor ya el problema pasó.

Es así que yo les diría que los desafíos de regulación vienen por esos lados, por la internalización de riesgos, por crear compartimientos estancos de tal forma que los que asumen determinado riesgos no perjudiquen a otros que no están dispuestos a asumir ese riesgo y más aún si tienen importancia sistémica, o sea que habría que hacer una graduación de acuerdo a la sofisticación, al tipo de riesgo que uno quiere asumir y a la importancia sistémica que tiene eso. Y ahí, hacer barreras estancas, y que cada uno haga su negocio y que esté correctamente informado sobre los riesgos que corre. Yo no puedo impedir que alguien asuma riesgo, sí puedo pedir que este correctamente informado sobre todos esos riesgos.

***En su opinión ¿Quiénes fueron los Agentes con mayor influencia en el desencadenamiento de la Crisis? ¿Que puntuación del 1 al 5 (siendo el 1 altamente involucrado y el 5 tangencialmente involucrado) le asignaría a los siguientes agentes?:***

- ***FED***
- ***Bancos***
- ***Calificadoras de Riesgo***
- ***Fideicomisos***
- ***Aseguradoras***
- ***Otros (Detallar)***

Yo creo que el que tuvo mayor influencia acá no está puesto, que son los Hedge Funds, por el tipo de negocio que hacen, que en realidad hacen cualquier cosa, menos Hedging, porque Hedge es cobertura, pero en realidad los Hedge Funds son tomadores de riesgos, lo único que hacen es tomar un riesgo preciso, identifican un riesgo y toman ese riesgo. Se manejan con apalancamientos brutales. Yo creo que esa actividad es la principal.

Creo que las aseguradoras contribuyeron, sobre todo a nivel de CDOs y después puede haber habido responsabilidades por omisión.

Creo que a las calificadoras de riesgo y los Bancos les asignaría una menor calificación. Yo creo que los Bancos claramente estuvieron en el epicentro, pero no fueron los que desencadenaron, una cosa es desencadenar el problema, otra cosa es ser afectado. No creo que ellos hayan sido el gatillo del problema, pero después que se gatilló quedaron en el centro.

***Dado el papel protagónico que tuvieron en el desencadenamiento de la Crisis, ¿Considera conveniente que las Calificadoras de Riesgo sean sometidas a una mayor regulación Estatal?***

NO. El Estado lo que puede pedir es que se cumplan con determinadas normas, pero las calificadoras de riesgo tienen que hacer su trabajo independientemente, después el mercado dirá si lo hicieron bien o mal. De hecho el mercado condena determinadas calificadoras y usa otras, a veces no confía en ninguna, pero yo creo que si el Estado empieza a decirle a las calificadoras como tienen que calificar y más cuando es parte interesada, porque las calificadoras también califican al Estado y también califican a agencias gubernamentales, empiezan las presiones sobre como tienen que calificar a alguien.

Es esencial que hagan su trabajo de forma independiente, ahora también creo que deben estar sometidas a censura, si se equivocan hay que darles sin piedad y creo que han recibido bastante. Lo que pasa es que por ahora no tenemos mejor sistema.

***¿Cree que se podría haber tomado alguna medida en los Estados Unidos a nivel Estatal que evitara el colapso del Sistema Financiero?***

No soy tan experto en esto porque la supervisión en EEUU es bastante compleja, hay Bancos que son supervisados por el Estado y hay Bancos que son supervisados por la OCDE. O sea, no hay una superintendencia única como hay acá. Hay Bancos Estatales, Bancos chicos que son supervisados por el propio Gobierno Estatal y hay otros que son supervisados por el Gobierno Federal.

Yo lo que creo es que cuando las cosas van bien es muy difícil ser autocrítico, es el viejo lema de que “no hay que arreglar las cosas cuando van bien”. Acá es lo mismo, había pasivos contingentes a nivel del sistema pero nadie se preocupaba, porque las cosas andaban bien, pero eran burbujas que se iban armando, y de hecho hubo gente que las vió venir y que las anunció, hasta que llegó un momento que reventaron.

Yo creo que los supervisores estuvieron bastante lentos en ver el problema venir y creo además firmemente que debería haber, aunque las cosas estuvieran bien y no hubiera problemas, una lógica de comportamiento de segmentos estándar.

***En su opinión, ¿Cuándo cree que los efectos de la Crisis se van a revertir?***

Bueno, se están revirtiendo. Los mercados son como baterías, cargan y descargan. Las descargas del mercado son momentos de limpieza, se lleva los momentos malos.

***¿Afectó la Crisis a su empresa? ¿Cómo?***

***¿En qué momento en su empresa se vislumbraron los primeros síntomas de la Crisis?***

Si, claramente, la afectó en principio de 2 formas, primero afecta a una de las líneas de negocio del BCU que es la política monetaria, de hecho el BCU tuvo que dejar flotar la tasa de interés el último trimestre del año pasado, el BCU fue incapaz de controlar la tasa de interés porque pasó algo que no mucha gente esperaba que es que, con una crisis con epicentro en EEUU, el dólar se fortaleció, y se fortaleció por la sencilla razón de que EEUU es el único mercado en el mundo que provee liquidez como para entrar y salir rápidamente de una inversión.

O sea, Europa es un mercado grande, en tamaño igual al de EEUU, pero Europa es una suma de muchos países donde a veces los operadores ni siquiera hablan el mismo idioma. Entonces, uno puede comprar bonos del Gobierno Francés, bonos del Gobierno Alemán, pero son emisiones ilíquidas, al lado de lo que son las emisiones de EEUU.

Cuando el dólar se fortalece, se fortalece en todo el mundo y por supuesto que acá subió también, pero además como no se sabe el impacto en la periferia, el riesgo de Uruguay también aumentó.

Y bueno, es muy difícil mantener una tasa de interés cuando el tipo de cambio está subiendo, entonces el BCU tuvo que dejar flotar la tasa de interés porque no tuvo como controlarla. Entonces, ahí tuvimos que poner reservas en juego, para evitar una volatilidad excesiva del tipo de cambio. O sea tratar de acompañar los fundamentos del tipo de cambio, pero acompañarlos, no yendo contra, sino suavizando el movimiento. Entonces, ya hay un área que fue totalmente afectada.

Pero también hay otra área más importante, que es el tema del endeudamiento del sector público y la gestión de reservas, porque las reservas son como los encajes, uno los tiene para las malas situaciones. Entonces cuando la situación es buena, yo tengo encajes grandes, pero cuando el momento malo llega, hay que usarlo. Es como una situación que se retroalimenta, porque uno lo usa, y cuando lo usa las reservas caen. Entonces, viene todo el problema de ver como reforzar el acceso a la liquidez. Porque Uruguay es un país que tiene mucha deuda, tiene deuda en moneda extranjera también, hay que servir esa deuda, hay que pagar intereses y hay que pagar amortizaciones.

Entonces, si tú tenés un mercado fluido, pagás por lo menos intereses. Ahora, cuando se cierra el mercado es un problema, porque no se sabe cuando se va a poder volver al mercado, entonces ahí es cuando se empieza a comer lo que tiene en la reserva. Y cuando la despensa se empieza a vaciar, ahí también es otro problema, entonces, ahí empieza la carrera por ver, de las escasas fuentes de financiamiento (que además son caras), que es lo que hago. Por ese lado afecto mucho al negocio.

El diagnóstico de la naturaleza de la crisis y la duración de la crisis es fundamental para definir la política financiera.

*¿Qué directiva estableció su Casa Matriz para apalea los efectos de la Crisis?*

No tenemos Casa Matriz

*¿Se redefinieron procesos u operaciones dentro de su organización?*

No, creo que porque en cierta medida ya estábamos preparados, quizás un poco porque la función del BCU es pensar en el plan B de las cosas, nosotros por costumbre siempre estamos pensando en todo lo malo que puede pasar.

**Entrevista realizada vía telefónica a Gerente General de un Banco de Nueva York**

En mi opinión los organismos de contralor no fallaron, considero que históricamente cuando los mercados afrontan épocas de bonanza, es muy difícil frenar esto.

Es decir entiendo que la FED si salía a poner medidas que pusieran barreras a lo que estaba sucediendo, no lo iban a entender, el gobierno la iba a frenar.

En cuanto a la SEC considero que debería de repente haber pedido o solicitado más información, pero también es entendible que por ejemplo si le pedís mucha información a un Hedge Funds lo matas, deja de existir.

Creo que uno de los agentes con mayor influencia a mí entender son los Bancos de Inversión. Considero que tuvieron mucho que ver en esta crisis, y por decirte algo, se esta hablando de poner un Banco de Inversión en Uruguay, pero no hay que perder de vista que todas la operaciones que pueda realizar y los riesgos que pueda tomar, en ultima instancia van a ser afrontados por un Banco Comercial, en este caso de su país por el BROU. Entonces hay que tener mucho cuidado con estas cosas. Lo mismo paso en Estados Unidos, las acciones de los Bancos de Inversión no son ajenas al resto del mercado.

En cuanto a una mayor regulación de las calificadoras por parte del Estado, es relativo, por un lado al ser privada la regulación podemos tener incentivos privados, que se pagara por tener determinada calificación por parte de las empresas, pero al poner regulación estatal, hay que ver que es peor si incentivos políticos o privados.

Una de las medidas que considero que se debería adoptar es centralizar el sistemas de contralor por lo menos para empezar dentro de EEUU, el cual tiene una serie de organismos que regulan diferentes cosas, y esto hace que se pierda un poco de vista la información, esta todo muy fragmentado. Po ejemplo AIG esta regulada únicamente por el estado de Nueva York.

# BIBLIOGRAFÍA

## CAPÍTULO 1

---

- Bellod Redondo, J. F.: “Crecimiento y Especulación Inmobiliaria en la Economía Española”; revista Principios – Estudios de Economía Política, nº 8, 2007, pp. 59 – 84
- FMI: “Perspectivas de la Economía Mundial” - Abril de 2007
- Iturburu, Diego: “El colapso de Wall Street” - Abril 2009.
- Suárez, Jorge (CNN): Seminario: “ La Primera Crisis del Tercer Milenio” - Mayo 2008
- Talvi, Ernesto: Conferencia CERES “El Uruguay que vendar: entre la crisis global y el cambio político” - Mayo 2009.

### Paginas de Internet Consultadas

[www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com)

[www.irrationalexuberance.com](http://www.irrationalexuberance.com)

[www.imf.org](http://www.imf.org)

[www.eleconomista.com](http://www.eleconomista.com)

## CAPÍTULO 2

---

- Abadía, Leopoldo: “La crisis Ninja y otros Misterios de la economía actual”- 2008
- Clasificadora de Riesgo HUMPHREYS LTDA An affiliate of MOODY’S INVESTORS SERVICE: “Disposiciones en el Área Bancaria Internacional; Acuerdo de Capital Basilea II” - Junio 2004.
- Escutti, Ignacio A: “Títulos de crédito: letra de cambio, pagare, cheque” -1998.
- García Céspedes, Juan Carlos : “Un Modelo Analítico de Gestión del riesgo de Crédito de Titulizaciones”

- IIF (Institute of International finance): “La Crisis Subprime: mejores practicas de la industria internacional” - Noviembre 2008.
- Lucas del Portillo, José María: “Modelos de Análisis de Correlación de Crédito” Universidad Pontificia Comillas (Madrid).
- Ottonello, Pablo: Conferencia CERES “Cuatro focos de tensión global y regional y su impacto en Uruguay” - Julio 2008.
- Pérez Ramírez, Jorge: “Los Derivados de Crédito”.
- Revista Finanzas y Desarrollo: “Los países de bajo ingreso de cara al futuro” - Setiembre del 2008.
- Ribeiro Rodrigo, Aisenberg, Luis: “Tratamiento contable y tributario del fideicomiso” - 2004.
- The Federal Reserve Board: “Guía para el consumidor sobre hipoteca a tasa ajustable(ARM)”
- UDELAR: Material del Curso de Contabilidad Bancaria.

### CAPÍTULO 3

---

- BPI 79: “Informe Anual” –Junio 2009.
- Finanzas y Desarrollo: “Los tentáculos de la crisis Hipotecaria”- Diciembre 2007.
- FMI: Ben S. Bernanke Discurso, “La crisis y la respuesta política”-Enero 2009.
- Iturburu, Diego: “El colapso de Wall Street” - Abril 2009.
- Pernice, Sergio: “La Crisis Financiera Global” Universidad del CEMA (Fideicomisos).
- Revista Portafolio: “Fondos de Inversión Tradicionales y Hedge Funds”.
- Talvi, Ernesto: “La Crisis Financiera en Estados Unidos: Diagnostico e Impacto” - Julio 2008. (Ceres)

### **Páginas de Internet Consultadas**

[www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)

[www.eurekahedge.com/indices/default.asp](http://www.eurekahedge.com/indices/default.asp)

[www.eurekahedge.com/indices/hedgefundindices.asp](http://www.eurekahedge.com/indices/hedgefundindices.asp)  
[www.nytimes.com/2008/04/16/business/16wall.html](http://www.nytimes.com/2008/04/16/business/16wall.html)  
[www.ft.com/indepth/hedgefunds](http://www.ft.com/indepth/hedgefunds)  
[online.wsj.com/public/page/news-economy.html](http://online.wsj.com/public/page/news-economy.html)  
[www.economist.com/displaystory.cfm?story\\_id=8173853](http://www.economist.com/displaystory.cfm?story_id=8173853)  
[www.bis.org/publ/arpdf/ar2009\\_es.htm](http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009_es.htm)  
[www.elmundo.es](http://www.elmundo.es) (Bancos)  
[www.sec.gov](http://www.sec.gov)

## CAPÍTULO 4

---

- Boletín del FMI: “Las Américas y la Crisis Global” - Febrero 2009.
- CEPAL: “El Impacto Real de la Crisis Económica Global: una visión desde América Latina y el Caribe”.
- CERES: “El Uruguay y la Región antes las Turbulencias Globales: Altos Riesgos y Oportunidades Estratégicas”.
- Finanzas y Desarrollo: “Grietas en el Sistema” - Diciembre 2008.
- FMI: “Perspectivas Económicas para las Américas” - Mayo 2009.
- Lacaixa: “Informe mensual” - Abril 2009.
- Ottonello, Pablo: Conferencia CERES “Cuatro focos de tensión global y regional y su impacto en Uruguay” - Julio 2008.
- Talvi, Ernesto: Conferencia CERES “El Uruguay que vendar: entre la crisis global y el cambio político” - Mayo 2009.