

**Lic. en Administración de Negocios**



**Trabajo final de grado**

*“El esfuerzo mancomunado y coordinado a través de políticas monetarias y regulaciones homogéneas de las principales naciones del mundo podrían evitar una nueva crisis mundial”*

**Alumna:** Loydi Ortiz Victoria

**DNI:** 37805219

**Tutor:** Medina Amicone, Pablo Eugenio

**Profesor:** Bogliolo, Sergio

**Director de la carrera:** Medina Amicone, Pablo Eugenio

## INDICE

<b>1. Introducción</b>	<b>3</b>
<b>2. Crisis en la historia</b>	<b>4</b>
2.1 Pánico de 19016	
2.2 El pánico de los banqueros	6
2.3 Crack del 29, La Gran Depresión	6
2.4 La crisis olvidada de 1993	10
2.5 La gran crisis del petróleo en 1974	11
2.6 El Lunes Negro	11
2.7 La crisis financiera asiática	11
2.8 La Burbuja de las Puntocom	11
<b>3. Crisis del 2008</b>	<b>12</b>
3.1 Inicios	16
3.2 Desregularización de los mercados	17
3.3 Década del '9020	
3.4 El nuevo milenio	22
3.5 Caso Michael Burry	26
3.6 Avisos e intentos de regulación	28
3.7 Cronología del estallido	31
3.8 Un sistema colapsado	41
<b>4. Nuevas medidas</b>	<b>44</b>
<b>5. Entrevista realizada a un especialista en cambios disruptivos</b>	<b>53</b>
<b>6. Conclusión</b>	<b>60</b>
<b>7. Referencias</b>	<b>63</b>

## **1. Introducción**

En este trabajo de tesis, analizando las probabilidades de una nueva crisis en el mercado financiero, haremos un breve repaso sobre los momentos clave en el desarrollo de este para llegar a la situación actual, haciendo hincapié sobre todo en la crisis del 2008, tanto en sus causas, como en las consecuencias, para abordar así la posibilidad de que las medidas que se adoptaron durante los últimos años, mitiguen de cierta forma los riesgos que podrían impactar en el desarrollo de una nueva crisis.

La idea en todo momento será lograr un entendimiento básico del funcionamiento del mercado actual, familiarizarnos con el lenguaje relacionado, conocer las causas que generaron la última gran crisis mundial y las consecuencias que trajo aparejadas, quienes fueron los principales participes y causantes, de qué manera pudo haberse evitado y que medidas se tomaron para evitar que todo esto vuelva a suceder.

¿Serán estas medidas lo suficientemente efectivas como para poder asegurar que una nueva crisis es improbable?.

## 2. Crisis en la historia

Haciendo referencia y apoyando el pensamiento de autores que abordaron este tema en los últimos años, como es el caso de John Kenneth Galbraith, quien fuera uno de los pensadores influyentes en la teoría económica contemporánea, es destacable que a lo largo del tiempo la historia haya repetido, a grandes rasgos, los mismos patrones una y otra vez. Unos pocos haciéndose ricos a costa de otros muchos, condena pública a aquellos detractores que persiguen un ápice de moral o que se abstraen de la euforia creciente para analizar que es realmente lo que está sucediendo, junto con la alta falta de aprendizaje de justamente “la historia”, o bien aquellos porfiados que miran para el costado por la histórica tendencia a la falta de represalias o leves represalias por las cuales a muy bajo costo se pueden tener ganancias realmente significativas.

En referencia a la línea de pensamiento de Galbraith, no puede negarse el carácter cíclico de las crisis a lo largo de la historia y la manera en que estas suelen gestarse en líneas generales por razones similares. Lo cierto es que analizando desde el presente la gestación de estas puede parecer a veces hasta irrisorio, lo difícil que puede ser detectarlas antes de que los primeros síntomas comiencen a impactar negativamente en los mercados o antes de que las consecuencias afecten a sus participantes. Pero también hay que destacar que, en muchas ocasiones, aquellos que prevén la situación e intentan advertir ciertas prácticas o detalles que a veces se pasan por alto en la euforia que se genera en los periodos de grandes crecimientos, son ignorados o a veces hasta ridiculizados, ya sea por intereses propios o bien por la tendencia a creer que estos periodos de crecimiento pueden ser mantenidos a largo plazo. Es así, que los mercados han sufrido a lo largo de los años, periodos de crisis y recesiones, que con el pasar de los años y con la globalización e interrelación que existe en los diferentes mercados de muchos países parecen intensificarse.

Una de las primeras crisis financieras de las que se tiene registro data del año 1637, conocida como la “Tulipomanía Holandesa”, donde el comercio de bulbos de Tulipán se popularizó y se generó un valor especulativo inflado, que luego de retirarse algunos inversores, creó pánico y llegó el fin de la burbuja provocando así pérdidas significativas a los participantes y especuladores del mercado. De esta misma forma y hasta la actualidad se afrontaron alrededor del globo crisis de diferentes magnitudes, como la “Burbuja de los mares del sur” en el año 1720 que arrastró a gran parte de Europa a una recesión luego de la quiebra de la compañía de los mares del sur de

Inglaterra y la Banque Royale de Francia. Los Pánicos de 1797, 1819, 1837 y 1857 relacionadas en gran parte a la convertibilidad de las diferentes monedas en oro y plata, burbujas especulativas y medidas por parte de los bancos de diferentes países. La primera gran recesión ocasionada por la desmonetización de la plata en Alemania y Estados Unidos, una vez más la acumulación de inversiones especulativas, la guerra franco-prusiana y otros factores vaciaron las reservas de muchos bancos americanos y la quiebra financiera de Viena lo que provoco que se extendiera también por toda Europa.

El comienzo del nuevo siglo no iba a ser la excepción, la segunda revolución industrial que se gestaba desde mediados del siglo pasado, pautaba nuevas reglas de juego, de orden social, de orden económico y también político. Aparecían nuevas potencias industriales y económicas como Alemania, Francia, Estados Unidos y Japón. Surgieron nuevos modelos económicos y se provocó una expansión de los mercados, de esta manera, historiadores casi siempre señalan como punto de inflexión el periodo de la década del '80 por la desaparición del bloque soviético, el fuerte auge industrial y tecnológico de Japón, el inicio de la reintegración China en la economía internacional, el triunfo del libre comercio y la supuesta desregularización “neoliberal” como el salto hacia la globalización. Este punto de vista fue ampliamente aceptado por el publico en general gracias a pensadores de gran prestigio como lo fue Thomas Friedman visto mas desde una postura social. Desde un punto de vista económico, se ha demostrado en más de una ocasión que la globalización actual, viene gestándose desde finales del siglo XIX y dependiendo que criterios se apliquen, hasta el primer cuarto del siglo XX. Ejemplos claros refieren a los flujos migratorios y la convergencia de precios de los bienes, la tierra y la mano de obra o la extraversion de la economía británica, incomparablemente más abierta que economías dominantes de nuestros tiempos. Ya en 1900 era posible realizar una orden de compra en tiempo real entre la Bolsa de Paris y la Bolsa de Londres por la aparición de nuevas tecnologías (Wilfert, 2020). Es de esta forma que este periodo de globalización que se venía gestando, integraba aún mas los mercados, lo que puede ser una de las razones que puede explicar la magnitud de la crisis mas grande de la historia en el año 1929. La serie de sucesos que creo relevantes en el XX serán desarrollados a continuación para enriquecer la investigación y para ser ilustrativa de algunas causas, practicas y pensamientos que repiten los sucesos antes mencionados y se siguieron repitiendo hasta la crisis del 2008, la última gran crisis.

## **2.1 *Pánico de 1901***

El primer crack de la bolsa de Nueva York fue causado por una lucha entre E. H. Harriman, Jacob Schiff y J. P. Morgan/James J. Hill por el control financiero del Ferrocarril del Pacífico Norte. Los grandes banqueros acabaron por llegar a un acuerdo, pero miles de pequeños inversores se arruinaron.

## **2.2 *El Pánico de los banqueros***

Varios bancos de Nueva York retiraron liquidez del mercado. Los depositantes perdieron la confianza en los bancos porque no había un prestamista de última instancia y por la falta de regulación. En esta ocasión, J. P. Morgan convenció a varios grandes banqueros para mantener el sistema a flote a base de inyectar capital.

## **2.3 *Crack del 29, La Gran Depresión***

La mayor crisis, la más larga y la que afectó a un mayor número de países en todo el siglo XX. Los grandes márgenes y beneficios que daba la especulación bursátil desde 1925 se truncaron con los desplomes del 24 de octubre, el «jueves negro», y cinco días más tarde, el «martes negro». El contagio hizo temblar las bolsas de todo el planeta. La recesión se sintió hasta finales de la II Guerra Mundial. Sin lugar a duda, el Crack del 29 fue la peor caída de Wall Street (Barría, 2017).

Tuvo lugar entre los días 24 y 29 de octubre de 1929 en Nueva York tras la explosión de una burbuja especulativa sin precedentes hasta el momento y que marcó el inicio de la Gran Depresión, pero como toda crisis económica o financiera viene dada por sucesos anteriores.

El 28 de julio de 1914 comenzaba la primera Guerra Mundial. Este conflicto bélico se extendió hasta el 11 de noviembre de 1918. Este suceso provocó cambios en el orden económico y político del planeta.

Las consecuencias de la Guerra fueron devastadoras para el viejo continente. Para ese entonces habían perdido entre un 30% y 40% del potencial industrial (Dale, 2018). Las principales potencias de Europa se encontraban destrozadas.

Las pérdidas humanas, la destrucción de materiales e infraestructura eran devastadoras. Podemos decir que Estados Unidos se vio beneficiado por este

conflicto, ya que, en lo económico, pasó a ser un gran proveedor de productos industriales y materia prima, apoderándose de mercados que tradicionalmente eran ocupados por Europa y en lo político, se convirtió en la gran potencia mundial.

Hacia 1919, Estados Unidos era dueño de un gran porcentaje de los recursos industriales del planeta y se encontraba sobrefinanciado. Para ese entonces, había emergido como una de las principales potencias mundiales tras la Primera Guerra Mundial. El entusiasmo de la opinión pública respecto al auge económico y a las políticas nacionales e internacionales, configuraron el escenario conocido como “Los felices años 20”.

La reconstrucción de Europa también generó un beneficio para Estados Unidos, no solo fue el principal proveedor de productos industriales, también favoreció las inversiones y se convirtió en un gran prestamista para sus aliados.

Para costear la guerra, Estados Unidos, comenzó a emitir los llamados “Bonos de Libertad”, los cuales podían ser adquiridos por los ciudadanos a un precio accesible y obteniendo grandes sumas como ganancia. Con la emisión de estos bonos se creó un público inversor que antes no existía. Charles E. Mitchell, Presidente del National City Bank, viendo a este nuevo público como una oportunidad, impulsó la estructuración y comercialización de bonos corporativos y acciones, considerados inversiones fiables y con poco riesgo. Las acciones y los bonos se comenzaron a vender a precios que se encontraban debajo de su valor real, lo cual permitía a los ciudadanos que los adquirirían vivir por encima de sus posibilidades reales, situación que terminaría en deudas que resultarían imposibles de pagar. Estos instrumentos no solo se vendían a un valor menor a lo que realmente valían, sino que se calcula que 2/3 de las acciones y bonos fueron adquiridos con prestamos (Zelaya, 2020). Posteriormente con el auge de los años 20, Mitchel abrió casas de corretaje alrededor del país, entre otros que se sumaban a la oferta mientras el mercado estaba en pleno crecimiento.

La demanda continua de bonos y acciones tuvo como consecuencia la creación de una burbuja financiera en la cual se había tornado difícil percibir la realidad financiera. La especulación y el exceso de confianza en el mercado provocaron que, ante la demanda continua, se alcanzaran niveles que se encontraban por encima del valor real de las empresas.

Para 1925, los conflictos de la primera guerra parecían haber sido superados por Estados Unidos, y se creía que el tiempo de prosperidad nunca iba a terminar. Comienza un apalancamiento financiero y la especulación ante una rentabilidad rápida y hasta el momento vista como segura dado el rápido crecimiento de Estados Unidos en los últimos años, esto hacia crecer la burbuja. Las acciones crecían ininterrumpidamente, lo que generaba más demanda y llevando los precios de las acciones de las empresas muy por encima de los reales. Con el auge de la inversión y la Reserva Federal ofreciendo créditos a tipos muy bajos el endeudamiento creció, haciendo famosa la frase de “Compre ahora, pague después”. Con esta euforia especulativa, se empezó a hacer común la venta de acciones a crédito, es decir, la gente se endeudaba para comprar acciones, hasta el punto de que se calcula que dos terceras partes de lo invertido provenía de dinero prestado.

La burbuja inflacionista hizo que la Bolsa no dejase de subir desde 1924 hasta multiplicar por tres su valor. Sin embargo, en 1928 estos felices años 20 empezaban a dar señales de agotamiento y para el 24 de octubre de 1929, después de varias sesiones de mucha volatilidad, la confianza de los mercados comenzaba a perderse, llegaba el famoso “Jueves Negro”, la bolsa se desplomó y aunque llegaron a ofrecerse paquetes de acciones por un tercio de su precio, con la tendencia a la baja, y una demanda en pánico era una situación que parecía no tener freno. Luego de la inyección de varios bancos como JP Morgan o el Chase National Bank los mercados tenían un alza leve y la tranquilidad parecía apoderarse de Wall Street nuevamente. Sin embargo, el 29 de octubre la bolsa vuelve a desplomarse, el “Martes Negro” fue considerablemente peor que el jueves negro y la fecha que sentenciaba la caída de Wall Street. El Índice Dow Jones de Industriales caía por encima del 25% de su valor (Para 1932, la caída fue cercana al 80%). El desplome de las bolsas acarrea serias consecuencias para todos sus participantes, por un lado, los inversores que perdieron gran parte de su patrimonio y con inversiones a crédito, no podían hacer frente a los compromisos de deuda que había asumido. Gran parte de la sociedad en el intento de retirar el dinero de sus cuentas bancarias se encontraba con que no podían hacerlo y comienza la repetida quiebra de las entidades bancarias. La caída de la banca arrastraba a miles de empresas comerciales e industriales,



provocando un efecto dominó que paralizó el consumo, empresas caían y con ello el aumento del desempleo creció rápidamente.

El mundo hacia repercusión de la situación, en Europa, el crack de la bolsa hizo que muchos inversores optaran por el oro y el dinero en efectivo frente a otros productos financieros, paralizando de esta manera la inversión. Además, ante tal situación económica, el comercio internacional decreció drásticamente, incluyendo la repatriación de inversiones en el extranjero que provocaron aún más el aumento del desempleo que fue la consecuencia más grave del crack, dejando millones de personas sin empleo y aumentando la desigualdad social a nivel sin precedentes.

Tras la crisis, muchas economías se volcaron a regímenes más totalitarios para salir de la situación financiera en la que se veían envueltos. Sin embargo, en Estados Unidos, decidieron apostar por un cambio en la política. Las elecciones de 1932 las ganaba el partido demócrata, con su candidato F.D Roosevelt. El partido demócrata, con una visión más keynesiana de los mercados financieros llegaba al poder con medidas más intervencionista y reguladoras.

Tras la Crisis de 1929, muchos países se volcaron hacia regímenes totalitarios para salir de la catastrófica situación financiera en la que se encontraban. Sin embargo, en Estados Unidos decidieron apostar por un cambio en la política de la nación y las elecciones de noviembre de 1932 las ganó el demócrata F.D. Roosevelt. El Partido Demócrata era conocido por realizar una política económica intervencionista, por lo que el nuevo presidente tenía como objetivo frenar las consecuencias negativas (paro, bajada del consumo) que se habían producido tras el “crack” bursátil tres años atrás.

Roosevelt se rodeó de lo que se llamaban en ese momento “Brain Trust”, un equipo de políticos liberales y reformadores con inspiraciones del economista inglés, Keynes. La crisis, para ellos, era el resultado de un excedente de producción y de una insuficiencia del consumo. Por lo tanto, abogaban por una nueva distribución de las rentas, lo que se conoció como New Deal, para reducir la capacidad de producción mientras aumentaba el poder adquisitivo (Fernández, 2012). El New Deal estaba ideado para sostener a los sectores más pobres de la población, reformar el mercado financiero y dinamizar una economía muy golpeada por el crack. El New Deal, marcado por los conocidos como “100 días de Roosevelt”, con base en la triple “R” y método del presidente, Relief,

Recovery and Reform, o Asistencia social, Recuperación y Reforma, que apuntaban a una mejoría de corto plazo, como leyes de reforma para los bancos, programas de asistencia social, ayuda para el trabajo o programas agrícolas de producción. La situación indudablemente mejoró, aunque las políticas ayudaban, lo cierto es que, con una economía desplomada, las medidas tomadas, aunque débiles, pueden lograr revertir la situación y llevarlo al alza.

Se creó la FDIC o Federal Deposit Insurance Corporation, que permitía asegurar los depósitos de hasta 5 mil dólares de los ahorradores en los bancos y también el New Deal asistió en la creación de la Security Exchange comisión (SEC), y su primero al frente fue Joseph Kennedy. Se dejó atrás el patrón oro, se pasó la Ley de Emergencia Bancaria, Ley formulaba un plan según el cual se clausuraban definitivamente todos los bancos de manifiesta insolvencia, permitiendo operaciones sólo a los bancos que demostraran ser los suficientemente solventes para sostenerse. La orden Ejecutiva 6102, que prohibía la acumulación de oro amonedado, en bruto, o en certificados por parte de los ciudadanos estadounidenses y la Ley Glass Steagal (Ley derogada por la Gramm-Leach-Bliley durante la era de desregularización y que tuvo un rol importante en la burbuja inflacionaria del 2008 y que desarrollaremos más adelante), la cual controlaba la especulación, destacando la separación entre la banca de depósito y la banca de inversión. Además, las ya mencionadas leyes de ayuda agrícola y social que apoyaban fuertemente a la baja del desempleo. El éxito del new deal es innegable, aunque un poco conservador, el desarrollo fue leve pero constante y Estados Unidos gracias a las políticas adoptadas ingresó en un periodo de casi 40 años sin mayores sobresaltos o por lo menos mucho menos significativas que la recién desarrollada.

#### **2.4 La crisis olvidada de 1933**

En 1933, la economía y el empleo norteamericanos se habían recuperado del crack del 29. El presidente Franklin D. Roosevelt creía que era momento de retirar los estímulos, para reducir el gasto público y las políticas monetarias expansivas. Pero la economía estaba más débil y asistida de lo que pensaban y en el 37 volvió a caer la bolsa y a crecer el desempleo.

## **2.5 *La crisis del petróleo en 1974***

La Organización de Países Árabes Exportadores de Petróleo cerró el grifo del petróleo a los países que habían apoyado a Israel durante la guerra de Yom Kippur, que enfrentaba a Israel con Siria y Egipto. Especialmente a Estados Unidos y los Países Bajos. Dos años antes, Nixon había abandonado el patrón oro y el dólar se devaluó varias veces. La subida del precio del crudo llevó a la economía global a una recesión durante 1974.

## **2.6 *La crisis financiera asiática.***

Lo que hasta el momento se había llamado el «milagro económico asiático» se derrumbó, entre otras cosas, por la debilidad de sus monedas frente al dólar. La devaluación de la moneda tailandesa fue la primera. Le siguieron Malasia, Indonesia y Filipinas. El contagio se notó en casi todos los países de Asia y en las bolsas de todo el globo, lo que llevó a llamarla la primera gran crisis de la globalización, teniendo cuenta lo antes mencionado en relación a esta en el previo desarrollo.

## **2.7 *La Burbuja de las puntocom***

Atraídos por las nuevas empresas de internet y la economía digital, los inversores encontraron en esta nueva industria el lugar perfecto para invertir. Los grandes movimientos especulativos convirtieron rápidamente este mercado en una burbuja. Al no dar los resultados esperados, los inversores huyeron y en el año 2000 empezaron a caer. El NASDAQ, bolsa de empresas electrónicas, pasó de cotizar por encima de los 5.000 puntos en el año 2000 a 1.300 en octubre de 2002. Cerca de 5.000 empresas puntocom cerraron.

Luego de este breve repaso por las diferentes crisis a lo largo de la historia, llegamos a la última gran crisis, sobre la cual vamos a hacer hincapié, debido como se mencionó antes, a la cercanía temporal y dado que los efectos se perciben hasta el día de hoy; La crisis del año de 2008, también conocida como la burbuja hipotecaria o crisis Subprime. El estallido fue el 15 de septiembre cuando el banco de inversión Lehman Brothers se declaró en bancarrota, Estados Unidos Colapsó arrastrando al resto de las economías desarrolladas. Sin embargo, desde el año anterior la crisis venía

manifestándose y se intensificó a principios de 2008 dejando graves consecuencias en la economía de varios países alrededor del mundo.

Si bien la burbuja hipotecaria estalló en el 2008, las causas que la provocaron comenzaron mucho tiempo antes. A pesar de que muchos registros y sitios difieren en opiniones en cuanto a que, cuando o quienes fueron los causantes de la crisis, incluyendo a políticos y empresarios; dentro de los cuales podemos encontrar, la baja de las tasas de intereses de un 6% aproximadamente a solo un 1% en el año 2002 durante el gobierno de George W. Bush, las medidas tomadas por su predecesor Bill Clinton, quien forzó a las hipotecarias a relajar sus requisitos a la hora de conceder hipotecas a los más desfavorecidos y por otro lado que en 1999 revocó la ley que garantizaba la completa separación entre los bancos comerciales, que ofrecían depósitos y la banca de inversión, que es la que invierte y asume los riesgos. Esta decisión supuso el nacimiento de la era de la superbanca que favoreció el desarrollo y la extensión de las hipotecas *Subprime*. (Elena Sanz, 2015).

Lo cierto es que, si a la historia nos remontamos, todos los actores fueron responsables de la crisis, tanto Autoridades regulatorias, Bancos, instituciones financieras como también los compradores, todos con diferentes grados de participación por supuesto.

### **3. Crisis del 2008**

Como hemos mencionado en el punto anterior y remontándonos a la historia, no solo hay que analizar como punto de partida las medidas tomadas en los últimos años, ya que, si bien estas contribuyeron a potenciar e inflar la “burbuja”, con el fin de lograr un entendimiento total y dar un contexto a nuestra investigación, retrocederemos aún más hasta lo que considero como el inicio de esta gran crisis.

En primera instancia cabe aclarar que para entender en profundidad lo que va a ser desarrollado, debemos estar familiarizados con cierto vocabulario y algunas palabras clave que serán de gran ayuda a la hora de ahondar en la información, por lo tanto, a continuación se incluirá una breve explicación de lo que creo pertinente para una total comprensión.

- Mortgage backed securities o “MBS”

Un valor respaldado por hipotecas, en adelante MBS por sus siglas en inglés («Mortgage backed securities»), es una estructura financiera que promete una serie de pagos que están respaldados por un conjunto de hipotecas. De este modo, existirá un flujo de dinero desde los pagos que hace cada propietario de su hipoteca hasta los poseedores de estos valores en forma de rentabilidad e inversión. Estas hipotecas están en manos de un administrador de la entidad emisora, que será el encargado de estructurar (este proceso se llama titulización) el valor y de gestionar el flujo de dinero antes mencionado. Este flujo es conocido como «pass-through» en inglés, y es la forma más simple en la que los intereses y el principal de la hipoteca son enviados directamente a los tenedores de este activo financiero (una vez deducidas las comisiones u intereses por parte del administrador en forma de servicios y de garantizar el pago a los propietarios del MBS). Alfonso Peiro Ucha (30 de junio, 2017).<sup>i</sup>

- Hipoteca “Subprime”

El término *subprime* proviene de Estados Unidos y hace referencia a la calificación de los productos financieros. El sistema hipotecario estadounidense, a diferencia de otros alrededor del mundo, utiliza una escala de calificación para determinar el riesgo de las operaciones según el perfil del cliente. Así, a los que tienen una puntuación de más de 660 puntos se les considera prime, mientras que a los que puntúan por debajo se les considera *subprime*. Sin embargo, las hipotecas concedidas a estos clientes no son necesariamente de mala calidad. Esta calificación indica, simplemente, que el perfil de los titulares no es el mejor (*prime*), ya que, normalmente, el único requisito era cumplir una serie de aspectos establecidos por el gobierno estadounidense. Miquel Riera, 2021<sup>ii</sup>.

- Swaps

Un swap es un acuerdo de intercambio financiero en el que una de las partes se compromete a pagar con una cierta periodicidad una serie de flujos monetarios a cambio de recibir otra serie de flujos de la otra parte. Estos flujos responden normalmente a un pago de intereses sobre el nominal del swap. La finalidad de un **swap** es convertir un esquema de pagos en otro de una naturaleza diferente, más adecuada a las necesidades u

objetivos de los participantes, que pueden ser tanto clientes minoristas como inversores y grandes empresas<sup>iii</sup>.

- Credit Default Swap o “CDS”

Son las siglas de Credit Default Swap (Swaps de Incumplimiento Crediticio). ¿En qué consisten? Los CDS son un contrato similar a un seguro, en el que una de las partes compra protección frente a un riesgo de crédito durante un determinado tiempo, a cambio de un pago periódico o prima. La diferencia con el seguro es que el bien asegurado no es tangible, como puede serlo una persona o una casa, por ejemplo. En los CDS, el vendedor de protección (que normalmente es un banco) se compromete a realizar un determinado pago en el supuesto de que ocurra un evento de crédito (es decir, un impago, una reestructuración o una situación concursal del emisor del activo, por ejemplo) sobre el activo de referencia. Si no ocurre ningún evento de crédito, la entidad vendedora de protección no realiza ningún pago. Los CDS se utilizan en el aseguramiento de grandes compañías, de paquetes de referencia crediticia (CDO) o de bonos de deuda soberana.

- Collateralized Debt Obligation o “CDO”

Son las siglas de Collateralized Debt Obligation (Obligación de deuda garantizada). Los CDO son productos que incluyen bajo un solo paraguas varias emisiones de deuda distinta, pero que pueden comercializarse por tramos o bien como un solo producto de renta fija. Durante la gestación de la burbuja crediticia, los bancos de inversión utilizaron los CDO para combinar emisiones de deuda de distinta calidad, desde hipotecas sin riesgo hasta productos subprime. Los CDO solían recibir altas calificaciones crediticias por parte de las agencias de rating: combinaban tramos de mucha calidad con tramos de muy poca, pero estaban diseñados de tal forma que, en teoría, diversificaban de forma suficiente el riesgo.

- CDO sintéticos

Esto ya es una especie de superestructura de derivados de crédito. Es como si fueran una apuesta secundaria sobre el devenir de algunas empresas. En los CDO

sintéticos los poseedores de deuda del CDO absorben el riesgo, pero no la propiedad legal de los activos.

- Rating o calificación crediticia

El rating o, en castellano, la calificación crediticia, es el establecimiento de la solvencia de una entidad para determinadas emisiones de deuda o acceso al crédito. Califica la solvencia de empresas públicas o privadas y de países y proporciona un indicador de la probabilidad de pago en la fecha prevista, tanto del principal como de los intereses, por parte del emisor de deuda. Las calificaciones de rating suelen distinguirse mediante unas siglas de letras o de letras y números, diferenciándose según sean para deudas a corto o largo plazo. Las principales agencias de rating son Standard and Poor's Corporation (EEUU), Moody's Investor Service (EEUU) y Fitch IBCA (Reino Unido).

- Ventas en corto

Son las ventas de un activo no poseído por el inversor, pero prestado a través de un intermediario y más tarde recomprado para pagar el préstamo. El beneficio se obtiene si la venta inicial se realiza a un mayor precio que el precio de recompra. Con una posición corta el inversor obtiene mayor beneficio si el precio del activo disminuye.<sup>iv</sup>

- Derivados

Los derivados son acuerdos financieros cuyo valor se establece a través del valor de un activo subyacente, no tienen valor propio. En ellos, el vendedor del contrato no tiene que poseer obligatoriamente el activo, sino que puede darle el dinero necesario al comprador para que éste lo adquiera o bien, darle al comprador otro contrato derivado. Estos derivados financieros se usan para cubrir inversiones y para especular. De este modo, si un operador desea especular sobre un derivado, podrá obtener ganancias si el precio de su compra es menor que el precio del activo subyacente. A esta definición se agregan los Over the Counter (OTC) los cuales pueden ser transados por 2 o mas participantes de manera privada, prácticamente sin restricción alguna.

Por ejemplo: si deseas comprar un contrato de futuros, para cualquier activo que tenga un precio de \$1000 y el precio de este al finalizar el contrato aumentó a \$1100, estarías ganando \$100. Además, también podrías beneficiarte por la caída del precio de venta del activo que hayas seleccionado.

De igual forma también pueden ser utilizados como cobertura, o para minimizar los riesgos de una operación a corto plazo donde podrías verte afectado por las fluctuaciones en el precio del activo.

Ahora bien, no existe un único tipo de derivado financiero, existen muchos. Sin embargo, los tres más utilizados son: Opciones, Futuros y Permutas (Options, Futures y Swaps por sus nombres en inglés).<sup>v</sup>

### **3.1 Inicios**

Retomando, a finales de la década del '70, Lewis S. Ranieri, Ex comerciante de bonos, socio fundador y actual presidente de Ranieri Partners<sup>vi</sup>, se unió a la mesa de negociación de nuevas hipotecas de la compañía Salomon Brothers. Ranieri fue el creador y propulsor de lo que se conoce como “Mortgage Backed Securities o MBS”, concepto brevemente desarrollado más arriba. Lewis en una entrevista brindada a *Institutional Investor* para el programa *War Stories over Board Games* y entrevistado por Julie Segal, Escritora Senior, contaba lo difícil de vivir con la culpa de haber creado lo que, en la teoría, era una idea muy rentable sin partes afectadas, pero que se convirtió en el principio de la crisis que explotó unos 40 años después. Ranieri explica que ante la idea del poder crediticio que poseía Estados Unidos en conjunto con la necesidad del sector demográfico conocido como Baby Boomers, quienes son normalmente definidos como personas nacidos entre 1946 y 1964, de adquirir viviendas propias, trabajó en un proyecto durante 4 años que consistía en agrupar créditos hipotecarios en un valor comerciable, para en 1978 emitir el primer MBS. Estos valores respaldados por hipotecas junto a la baja tasa de riesgo de default recibían una alta “calificación crediticia” y sumado a esto como seguro colateral, estaban las respectivas propiedades. Todo esto en conjunto creó una falsa expectativa de seguridad total, en la cual se ayudaba a los Baby Boomers a acceder a la compra de una propiedad y formar parte del famoso “Sueño Americano” de una manera más accesible, y que las propias instituciones que entregaban estos créditos, pudieran comercializar estas hipotecas a



otros entes, lo que las hacía más rentables y a su vez, transferían el riesgo, esto en palabras del propio Lewis.

Esta idea, la cual en la teoría como mencionaba antes, era una idea sin participantes afectados, en la puesta en marcha tuvo un giro que cambió por completo el funcionamiento de la financiación hipotecaria, con muchos participantes involucrados, astronómicas ganancias, anormal crecimientos de los precios, lo cual son las claras señales de una burbuja, pero con la falsa certeza de que no podía serlo al tratarse del negocio inmobiliario, considerado durante mucho tiempo como uno de los sectores más estables de la economía.

El primer gran problema al que se enfrentó Ranieri fue que no había hasta el momento leyes que apliquen y/o regulen este mercado, ya que era uno completamente nuevo, por lo que aquellas que se impusieron, cabe destacar que unos años después, no fueron suficientes para mitigar el riesgo.

Desde aquí en adelante, el primer cambio notable, es en la relación tradicional de las hipotecas, la cual consiste simplemente en que una persona adquiere en forma de crédito, dinero de una entidad bancaria, quien, a cambio, recibe un papel, la cual representa a la respectiva hipoteca. De esta manera, el prestatario, se compromete a emitir una serie de pagos con respecto al dinero adquirido más los intereses acordados, si esta persona por alguna razón no es capaz de afrontar la deuda adquirida y deja de pagar, el préstamo cae en default y el dueño de la hipoteca se queda con la casa como daño colateral.

Tradicionalmente, era difícil conseguir un crédito hipotecario si el prestatario tenía un mal perfil crediticio o no poseía un trabajo estable, ya que los prestamistas intentaban mitigar su riesgo de un posible default del préstamo. A partir de los cambios introducidos por Ranieri, estas hipotecas individuales, transformadas en MBS transferían el riesgo a un tercero, lo que genera directamente un empobrecimiento en el análisis crediticio de los potenciales prestatarios.

### ***3.2 Desregularización de los mercados***

Continuando con la serie de factores influyentes, tras el Crack Bursátil de 1929 y la Gran Depresión se fraguaron una serie de disposiciones encaminadas a prevenir futuras crisis. Como resultado, Estados Unidos tuvo un período de cuarenta años sin

mayores sobresaltos en el mercado financiero, aunque sí algunos golpes. Una de estas medidas fue la *Ley Glass-Steagal*<sup>1</sup> que prohibía a los bancos de depósitos participar en las actividades de los bancos de inversión, separando de este modo sus actividades. Quedando así, por un lado, los Bancos de depósitos quienes eran las entidades en las que la gente ingresaba su dinero y a las que pedía créditos, hipotecas, etc., y por el otro lado los bancos de inversión, que se dedicaban a la comercialización de acciones y bonos con el dinero de los socios participantes.

Para el año 1981, Ronald Reagan, quien era presidente de los Estados Unidos en ese tiempo, y quien tenía una visión completamente desregularizadora de los mercados, nombró a Donald Regan, ex CEO de Merrill Lynch, secretario del tesoro (que sería prácticamente y a efectos de familiarizarse con el contenido, el equivalente a un ministro de Economía en Argentina) y con ello, se inicia una tendencia de desregularización de los mercados financieros. Ya en 1982, se eliminó la regulación que impedía a los bancos de depósitos realizar inversiones de riesgo con el dinero de sus clientes.<sup>vii</sup> Para el final de la década, muchas de estas entidades habían quebrado, generando pérdidas millonarias a costa de los contribuyentes particulares quienes fueron los más afectados, pero llenando el bolsillo de quienes estaban a cargo. Muchos funcionarios fueron perseguidos y encarcelados, pero uno de los casos de más repercusión, fue el de Charles Keating.

Si bien no voy a profundizar en detalle sobre los sucesos ocurridos en la década del 80, si voy a mencionar algunos puntos clave y algunos nombres involucrados, los cuales tendrán relevancia en los años posteriores, ya que la crisis de las entidades de ahorro y prestamos, es considerada como el peor desastre financiero de Estados Unidos, desde la gran depresión y un hito relevante para el desarrollo de esta investigación.

Unos años antes, específicamente en el año 1979, Charles Keating fue acusado por la *Security Exchange Commission* o mejor conocida como “SEC”<sup>2</sup>, por fraude en contra de los accionistas para favorecerse a sí mismo, por el cual mantuvo su inocencia

---

<sup>1</sup> Glass-Steagall fue una creación del senador Carter Glass de Virginia y el congresista Henry B. Steagall de Alabama, y a menudo se considera parte del New Deal del presidente Franklin Delano Roosevelt. Intentó solucionar estos problemas reconociendo que debería haber dos tipos de bancos: bancos de inversión y bancos comerciales. A los bancos comerciales se les permitiría recibir depósitos y otorgar préstamos a empresas y ciudadanos, pero ya no se les permitiría participar en la especulación, aunque se hizo una excepción que permitió a estos bancos seguir suscribiendo bonos del gobierno. Bancos de inversión, por otro lado, todavía se le permitiría participar en la especulación, pero ya no podría estar asociado de cerca con los bancos comerciales (como ser propietarios de acciones o directores). Después de que se aprobó el proyecto de ley en 1933, las instituciones bancarias recibieron un año para decidir si querían calificar como bancos de inversión o bancos comerciales.

<sup>2</sup> SEC son las siglas de la Securities and Exchange Commission de Estados Unidos. Se trata de un organismo de la Administración estadounidense que regula los mercados y protege los inversores en Estados Unidos, además de supervisar las fusiones y absorciones.

y solo fue multado. Luego, ya en el año 1980 estableció una compañía de bienes raíces “American Continental Corporation”. Posteriormente, adquirió la compañía “Lincoln Savings and Loan”, con base en Irvine, California. Tan solo en 4 años, generó un crecimiento en los activos que rondaba el 500%, aunque muchos de esos activos eran meramente ficticios. Este crecimiento atrajo la atención de los entes reguladores, pero Keating, quien contribuía fuertemente en campañas políticas contaba con el apoyo de algunos senadores, que solo para mencionarlos, se los conoció como “Keating Five” y tuvo mucha cobertura en los medios de la época. Fue así que el *Federal Home Loan Bank Board o FHLBB*<sup>3</sup> posteriormente, retiró sus acusaciones en contra de Lincoln. En Febrero de 1985, Charles Keating también contrató a un economista, Alan Greenspan, quien luego fuera cinco veces designado como Presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos 1987 - 2006<sup>viii</sup> (Puesto similar al presidente del Banco Central en Argentina) y gran participante de las serias medidas tomadas para mantener la desregularización de los derivados, para dirigirse en su representación a la FHLBB solicitando una excepción a la regla #12 C.F.R 563 9-6 anunciada un tiempo antes, la cual establecía una limitación del 10% en inversiones directas, sobre el total de activos de la institución, con la única excepción de que sea directamente aprobado por el ente regulador.<sup>ix</sup>

Alan Greenspan, en su carta fechada a febrero 13, 1985 y dirigida a Thomas F. Sharkey, Agente Supervisor de FHLBB, alegando los conocimientos y habilidades de Keating, afirmaba que no había ningún riesgo previsible en dejar que este pudiera exceptuar la regla e invertir el dinero de los depósitos. Unos Años después, en 1989, Keating perdió el control de Lincoln, que para ese momento era completamente insolvente y su colapso requirió alrededor de \$3 billones para cubrir las pérdidas, la cual fue la más grande entre las más de 1,000 caídas de la industria, para terminar siendo declarado culpable de múltiples cargos por fraude, crimen organizado y Conspiración. (Elizabeth R. Purdy, 2021). En cuanto a Greenspan, quien había avalado a Keating como sumamente competente para saltarse las limitaciones establecidas, fue nombrado en 1987, por el presidente Ronald Regan como presidente de la reserva federal, cargo que mantuvo durante los mandatos del presidente Bill Clinton y George W. Bush, es decir, hasta el año 2006, lo que sentó un precedente de cinco mandatos consecutivos.

---

<sup>3</sup> FHLBB junta creada en 1932 que gobernaba los bancos federales de préstamos para viviendas, fue abolido y reemplazado por la junta federal de financiamiento de la vivienda y la oficina de supervisión de ahorros en 1989 debido a la crisis de ahorros y prestamos de la década del 1980, ya que los bancos federales de préstamos hipotecarios otorgaron prestamos favorables a los ahorros que regulaban, lo que condujo a la captura regulatoria.

### **3.3 Década del '90**

Mientras el poder que se gestó en Wall Street durante esos años acaparaba diferentes facciones del gobierno, las políticas desregularizadoras continuaban. Por consiguiente, para fines de la década del 90, el poder del sector financiero estaba concentrado en grandes compañías, tan grandes, que la caída de alguna podría amenazar al sistema financiero.

En 1998, CITICORP y Travelers Group anunciaban su fusión, para convertirse en Citigroup y pasar a ser la compañía financiera más grande del mundo, fusión que violaba la ley Glass-Steagal, mencionada anteriormente, que surgió luego del crack del 29 y que impedía que los bancos con depósitos participaran de actividades riesgosas de inversión con el dinero de sus clientes, lo cual básicamente quiere decir que la fusión era considerada ilegal bajo esta ley. Sin embargo, la Reserva Federal y repito, a cargo de Alan Greenspan, les dio una exención para que se desprendan de los activos que estaban en incumplimiento de la Glass-Steagal. Esto no sucedió, debido a que tan solo un año después, fue aprobada la ley Gramm-Leach-Bliley<sup>4</sup> que derogaba parte de la primera, eliminando barreras en el mercado entre compañías bancarias, compañías de valores y compañías de seguros que prohibían a cualquier institución actuar como una combinación de banco de inversión, banco comercial y compañía de seguros, abriendo el camino para futuras fusiones. Es importante destacar que muchas de estas compañías poseen tal magnitud, que su caída puede arrastrar consigo a otras y crear desestabilidad, por lo que mientras más poder se les otorgue, menos posibilidad de caer, ya que ante la posibilidad de un desequilibrio en muchas ocasiones son rescatadas por los mismos gobiernos para mantener el orden.

Hago aquí un apartado extra del desarrollo de la crisis del 2008, para mencionar una crisis que tuvo lugar a finales de la década y que debido a la cercanía involucra mismos mecanismos, comparten causas y participantes, por lo que me parece pertinente mencionarla en el desarrollo brevemente. Ya para finales de la década y principios de los 2000s, estalla una nueva crisis, incluida anteriormente también dentro del primer

---

<sup>4</sup> Nombre de la ley de modernización de los servicios financieros de 1999, legislación bancaria de los Estados Unidos que derogaba parcialmente a la ley Glass-Steagal, parte del new deal.

capítulo. La llamada crisis de las Puntocom, en donde las bancas de inversión potenciaron una burbuja en acciones de compañías en el rubro de internet.

Una investigación de Eliot Spitzer, en ese momento Fiscal General del estado de New York, señalaba irregularidades en los precios de salida a la bolsa de muchas de estas compañías, las cuales salían a cotizar en sus primeros días con cifras de tres dígitos, lo cual era muy poco frecuente. Dentro de los principales apuntados, se encontraban los ya mencionados, Merrill Lynch, Citigroup, Salomon, Goldman Sachs, entre otros, quienes salieron adelante con algunos despidos, renunciaciones, y multas insignificantes para los valores y las ganancias que se transaban. (Revista “el País”, sección Mercados, 2002).

Sin ánimo de ahondar demasiado, y para comenzar el desarrollo del mercado de Derivados, cabe destacar que si bien, este tipo de activos derivados o a plazo, pueden parecer recientes, lo cierto es que han existido durante siglos y han ido de la mano del desarrollo del comercio, como menciona en “Política” Aristóteles, donde un sabio enriqueció con uno de estos al hacer una correcta previsión sobre la evolución de las cosechas, o aún más tiempo atrás durante la edad media, del cual existen menciones sobre la utilización de estos contratos a plazo entre agricultores y comerciantes (Enrique Castellanos, 2017). Es así que, con la complejización del comercio a lo largo de los años, estos fueron evolucionando hasta llegar a ser hoy los activos que conocemos. Durante la década del 90, de la mano de la desregularización y los avances tecnológicos, el mercado de derivados tuvo un crecimiento exponencial, para convertirse así para finales de esa década en un mercado sin regulaciones de más de 50 billones de dólares.

En el año 1994, el presidente Bill Clinton, nombró a la ex socia de la firma Arnold & Porter, Elizabeth Born como presidente de la Commodity Futures Trading Commission (CFTC). Born, quien hasta ese momento como socia de A&P estaba al mando de la práctica de derivados y estando interiorizada en el mercado de los mismos, ya en el cargo de presidente de la CFTC y trabajando junto con Michael Greenberger, Ex subdirector del mismo ente, advertían sobre el riesgo potencial de desestabilización que representaba el mercado de Derivados, debido a la magnitud que había adquirido durante esos años y la falta de regulaciones estrictas sobre los mismos.

Ya para mayo de 1998, en la reunión de los grupos representantes del mercado financiero de los Estados Unidos, la CFTC emitió una propuesta para regular el mercado de derivados. Propuesta que tuvo una fuerte resistencia por parte del sector

financiero, de la “Federal Reserve” (FED) siendo Alan Greenspan el presidente, la SEC con Arthur Levitt de presidente y el secretario del tesoro, Robert E. Rubin. Estos, tan solo unos días después emitieron conjuntamente un comunicado:

**“JOINT STATEMENT BY TREASURY SECRETARY ROBERT E. RUBIN,  
FEDERAL RESERVE BOARD CHAIRMAN ALAN GREENSPAN AND  
SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION CHAIRMAN ARTHUR LEVITT**

5/7/1998

*On May 7, the Commodity Futures Trading Commission (“CFTC”) issued a concept release on over-the-counter derivatives. We have grave concerns about this action and its possible consequences. The OTC derivatives market is a large and important global market. We seriously question the scope of the CFTC's jurisdiction in this area, and we are very concerned about reports that the CFTC's action may increase the legal uncertainty concerning certain types of OTC derivatives.*

*The concept release raises important public policy issues that should be dealt with by the entire regulatory community working with Congress, and we are prepared to pursue, as appropriate, legislation that would provide greater certainty concerning the legal status of OTC derivatives.”<sup>x</sup>*

En el Comunicado se cuestionaba la competencia y el alcance de la CFTC sobre el mercado de derivados OTC, los cuales eran negociados de manera privada. En palabras del mismo Greenspan, en un alegato en Julio de 1998, “regulaciones sobre las transacciones de derivados que son negociadas en privado, por profesionales, es totalmente innecesaria.” De esta forma, el gobierno de Clinton rechazó la propuesta de Born. Tan solo 2 años después, en el año 2000, el Congreso de EE.UU aprobó la “Ley de Modernización de Futuros” la cual prohibía la regulación de los derivados.

### **3.4 El nuevo milenio**

Regresando al principio, es aquí donde la idea introducida por Ranieri en el año 1978 comienza a tomar una relevancia totalmente inesperada en ese momento, debido entre otras cosas, a la obsolescencia de las leyes y regulaciones establecidas hasta el

momento por el avance y estructuración de nuevos instrumentos financieros. Dominando la industria podemos mencionar cinco bancos de inversión, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brothers, Merrill Lynch y Bear Stearns, por otro lado, tres aseguradoras de valores como AIG, MBIA y AMBAC, tres agentes calificadoros, Moody's, Standard & Poor's y Fitch, por último, dos conglomerados financieros, CITIGROUP y JP Morgan. Donde las hipotecas mutaron de la simple relación, prestamista/prestatario, a un mercado mucho más complejo.

Dejando atrás la definición de hipoteca y habiendo desarrollado la creación de los MBS, introduciremos ahora el concepto de "Collateralized Debt Obligation". Con los MBS el prestatario dejaba de pagar al prestamista, ya que este vendía las hipotecas a los bancos de inversión, lo que disminuía el análisis crediticio directamente ya que los primeros no asumían el riesgo, quienes a su vez combinaban un gran número de estas con otros préstamos, incluyendo préstamos comerciales, estudiantiles, deuda de compra corporativa, deudas de tarjetas de crédito, entre otras, para crear derivados más complejos, los CDOs. Estos derivados eran comercializados con diferentes inversores y de esta manera, cuando un prestatario cumplía con sus obligaciones de pago, el dinero iba a inversores alrededor de todo el mundo.

Previo a la comercialización de estos CDOs, los bancos de inversión pagaban a los agentes calificadoros para calificar, cabe el pleonismo, estos derivados. Muchos de estos recibían ratings AAA, la calificación más alta, que solo reciben las inversiones más seguras y por consiguiente de menos retorno. Estos CDOs no solo eran inversiones AAA, si no que proporcionaban un alto retorno debido al elevado volumen de transacciones incluidas dentro de los mismos. A la falta de interés por parte de los prestamistas por el recupero de su capital, ya que transferían el riesgo a los bancos de inversión, a su vez, estos hacían lo mismo comercializando los CDOs y mientras más vendían, mayores eran las utilidades, a este fenómeno se lo llamó "Securitization Food Chain". Recordemos que era un mercado sin regulaciones y a esto se sumaba que las agencias calificadoras no eran responsabilizadas si sus calificaciones fallaban. De esta manera, agregando el hecho de la falta de preocupación por default de todos los participantes involucrados en la cadena y como consecuencia, aumentó considerablemente la emisión de los ya definidos anteriormente, préstamos Subprime. (Figura 1)

Figura.1



Fuente: Center for Responsible Lending/Inside Mortgage Finance

Al combinar estos préstamos Subprime con muchos otros préstamos para convertirlos en CDOs, muchos de ellos aún seguían recibiendo calificaciones AAA, pero poseían un alto riesgo de default y cabe destacar en este punto que los préstamos Subprime, por su naturaleza, conllevaban una alta tasa de interés y por consiguiente, más utilidades.

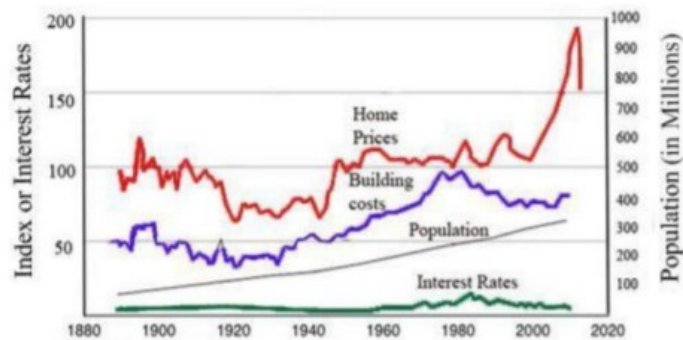
Como se puede intuir, la suma de todos estos factores incrementó fuertemente la demanda de préstamos, ya que, debido a la ley de demanda los precios de las casas se dispararon por lo fácil de obtener un préstamo hipotecario, mientras más préstamos otorgados, más demanda en la compra de casas, esto conlleva a que comience a crecer notablemente el precio de las mismas, dejando así, en el peor de los casos un colateral valioso para los inversores si ocurriera un default.

Ya durante el mandato de George W. Bush (2001-2009) y bajo la ya brevemente explicada política permisiva del gobierno para que más personas pudieran acceder al “sueño americano” y con las tasas de interés en sus niveles más bajos de las últimas décadas, disminuyendo las tasas de interés, que para 2003 rondaban el 1% bajo las políticas ejecutadas por la FED al mando de Alan Greenspan. A medida que el tiempo



iba pasando, más y más variables se sumaban, la política monetaria expansiva, las tasas hipotecarias históricamente bajas, el aumento de la demanda de viviendas, una creencia conjunta de que el precio de las viviendas continuaría al alza sin detenerse, las políticas desregularizadoras, la falta de controles, el encubrimiento por parte de los principales acreedores, entre otras. Como se puede observar en la Figura 2, el precio de las viviendas se desprendió muy por encima de los costos de construcción, crecimiento de la población y las tasas de interés, por lo que se puede concluir que el aumento de la demanda estaba directamente relacionado con las políticas financieras, mas no, con un fenómeno natural de crecimiento.

Figura. 2



Fuente: Irrational Exuberance (Schiller, 2005)

Los Brokers comenzaron a ofrecer hipotecas NINJA (No Income, No Job and Assets, por sus siglas en inglés o sin ingresos, sin trabajo y sin activos). Si no podían hacer el pago inicial sobre la propiedad porque no el prestatario no poseía activos, se financiaba el 100% del valor de la propiedad, si no podía pagar la amortización de capital, se le otorgaba una hipoteca con solo amortización de intereses, si no podía hacer frente a una cuota fija, se le ofrecía una hipoteca 2/28 en la que la tasa es fijada a un nivel bajo por dos años y luego se ajusta a un nivel mucho más alto que el de las tasas de mercado, si de esta forma, tampoco podía afrontar el pago, se extendía el plazo a tasas bajas, en el caso de que de esta manera tampoco pueda hacer frente, se capitalizaba el interés aumentando el valor nominal de la hipoteca por un tiempo para que tenga una amortización negativa y así desde el principio tendrá patrimonio neto negativo en su casa. El inconveniente por debajo de todas estas facilidades de

adquisición de crédito es que jamás se mencionaba que luego del plazo de gracia, la cuota mensual podría aumentar hasta un 500% una vez que se tuviera que empezar a pagar tasas de interés de mercado sobre un saldo creciente de la deuda hipotecaria (Roubini, 2007).<sup>xi</sup>

La tendencia alcista, desde las perspectivas de los bancos de inversión, generó la búsqueda constante de generar nuevos mercados para incrementar la comercialización de CDOs, de esta forma y luego de ciertas presiones por parte de estas entidades, en abril de 2004, en una reunión que duraría no más de una hora, la SEC emitió una norma que apoyaba el planteo de los bancos de inversión, quienes sostenían que debían operar con fuertes regulaciones en una época de pleno crecimiento internacional. Con personajes como la directora Annete L. Nazareth y el presidente William Donaldson, quienes bajo el nefasto argumento que las firmas mantenían un alto nivel de confort con los nuevos niveles propuestos y con votación unánime, levantan las restricciones sobre el capital mínimo que debían mantener en sus balances los bancos.

El grado de apalancamiento en el sistema financiero fue abrumador, con algunas entidades apalancándose 30:1, escenario donde una mínima variación del valor de sus activos mayor al 3% los dejaría incapaces de afrontar sus compromisos de deuda y por lo tanto insolventes. El apalancamiento, para explayar aún más el tema antes mencionado, hace referencia básicamente a la adquisición de deuda para inversión, en nuestro caso, los bancos de inversión pedían préstamos para la compra de más y más hipotecas, las cuales crecían sin control inflando más la burbuja y como ya mencioné antes, en algunos casos con niveles enormes de endeudamiento, consecuencia de la nueva norma emitida por la SEC.

### ***3.5 Caso Michael Burry***

Ya para este momento, con la burbuja inmobiliaria en su apogeo, y habiendo mencionado previamente algunos casos de personas que intentaron elevar su preocupación a lo largo de los años o proponer regulaciones y/o soluciones, siendo ridiculizados, frenados o simplemente ignorados, el estallido de la crisis comenzaba a divisarse. Es por esto que un inversor llamado Michael Burry, fundador de Scion Capital (2000-2008) conocido como el primero en realizar una inversión y beneficiarse de la crisis hipotecaria.<sup>xii</sup> Burry se dio cuenta que el mercado hipotecario estaba al borde

de derrumbarse, tras un análisis detenido de miles de prospectos inmobiliarios, notó el peligroso entramado que se gestó alrededor de las hipotecas. Tras ver todo lo antes mencionado, como la falta de análisis crediticio sobre los prestatarios, el alto de riesgo de default de las hipotecas brindadas, la combinación de los préstamos de altísimo riesgo junto con otros más seguros comercializados como CDOs y sobre todo el hecho de que muchos de estos eran otorgados a tasa fija solo durante un periodo determinado, por lo que en promedio, muchas de estas para 2007 pasarían a ser de tasa variable, lo que era grave porque implicaba que las cuotas de los créditos subirían de forma masiva a medida que los tipos de interés de mercado subían, lo que conllevaba a un aumento en el riesgo de impago. Así pues, Michael Burry se daba cuenta, probablemente antes que nadie, que el mercado hipotecario se vendría abajo, con una fecha ya en mente decide tomar una posición en corto contra el mercado hipotecario y de esta forma intentar beneficiarse de la tendencia bajista, hasta ese momento vaticinada por el inversor y teniendo en cuenta que para 2005 la FED ya había comenzado a subir los tipos de interés, lo que reforzaba aún más la teoría de Burry.

Aquí el inversor se encuentra con la primera traba para su estrategia, ya que simplemente no existían los instrumentos financieros para invertir en corto contra el mercado inmobiliario, es decir, solo se podía adquirir una posición alcista. Por lo que debía el mismo desarrollar el derivado financiero que le permitiera ponerse en corto y convencer a los bancos que le vendieran el instrumento. Luego de analizar varias alternativas, las cuales eran costosas o muy riesgosas, Burry dió con la idea de estructurar los Credit Default Swaps o CDS, seguro de incumplimiento crediticio que lo cubrirían ante la hipotética situación de default. La creación de estos data alrededor de 1990 aunque no eran instrumentos muy utilizados, pero a Michael Burry le pareció una buena alternativa para apostar contra los CDO a cambio de una prima anual. Comienza de esta forma una recorrida por varios bancos de inversión, seleccionando a los menos expuestos en el mercado hipotecario de alto riesgo, ya que de ocurrir lo que él pensaba, estos tras la quiebra no hubiesen podido afrontar el pago por el seguro de Michael. Goldman Sachs y el Deutsche Bank mostraron interés en esta propuesta y decidieron estructurar el instrumento financiero para comercializarlo con el inversor, todo esto a un muy bajo costo ante la supuesta imposibilidad de que sucediera y el bajo riesgo que esto conllevaba para la aseguradora. Para julio de 2005, Michael Burry ya poseía \$750 millones en CDS y aunque a sus clientes no les gustó la inversión, debido a las políticas

de Scion Capital, quedaron estancados y a pesar de las reiteradas quejas, mucho no pudieron hacer. Este, en el intento de llevar las cosas a un nuevo nivel, abrió otro fondo totalmente dedicado a los CDSs pero no tuvo ningún éxito, ya que los inversores no vieron el potencial y aún seguían incrédulos a la burbuja (Shawn Mclsaac, 2018). Retomaremos el caso más adelante.

### **3.6 Avisos e intentos de regulación**

En noviembre de ese mismo año el economista Raghuram Rajan, jefe de economistas del Fondo Monetario Internacional en ese momento, en su Working Paper #11728 titulado “*Has financial development made the world riskier*”<sup>xiii</sup> presentado en un simposio ante las personalidades bancarias más importantes, como Alan Greenspan, Ben Bernanke, Larry Summers, entre otros, apuntaba directamente contra los incentivos bancarios, que ya eran montos millonarios y que básicamente alentaban a los banqueros a asumir más y más riesgos para aumentar las utilidades. Rajan en su paper mencionaba que “La estructura de los incentivos de los administradores de inversiones hoy en día difiere de la estructura de incentivos de los gerentes bancarios del pasado de dos maneras importantes, primero, la forma en que la compensación se relaciona con los rendimientos implica que, por lo general, hay menos desventajas y más ventajas al generar retornos de inversión y de esta manera los gerentes tienen mayores incentivos para asumir más riesgos y en segundo lugar, su desempeño en relación con otros gerentes pares es importante, ya sea porque está directamente incluido en su compensación o porque los inversionistas ingresan o salen de los fondos sobre esa base. El conocimiento que los gerentes están siendo evaluados frente a otros puede inducir un desempeño superior pero también una variedad de comportamiento perverso.” El economista, completamente en contra de la forma en que los incentivos daban grandes compensaciones por ganancias en el corto plazo, pero sin ninguna consecuencia por pérdidas posteriores, alegando que esto debía ser regulado. Una vez más, esta postura fue denegada y puesta en duda, argumentando que el mercado estaba en pleno cambio y que las regulaciones solo harían frenar este crecimiento.

Para referirnos al riesgo que acarrearía la introducción de este nuevo instrumento, mencionado anteriormente en el caso Michael Burry, a la ecuación que

potenciaba la burbuja y a diferencia de un seguro tradicional, los CDSs permitían no solo que los dueños de CDOs los compren, sino también los especuladores, sobre CDOs que no poseían y regresando en el desarrollo, ya que los Credit Default Swaps no estaban regulados, las aseguradoras no estaban obligadas a apartar dinero para afrontar posibles pérdidas, en cambio, estas pagaban a sus empleados astronómicas bonificaciones por la firma de estos contratos.

En una conferencia en agosto 2007, ya muy cercano a la explosión de la crisis, Joseph Cassano, Director financiero de AIG (una de las empresas más envueltas en la venta de CDSs), quien según el diario The Sunday Times, recibió más de 300 millones en bonos, lanzaba una frase icónica “Es difícil para nosotros, sin ser petulantes, concebir una situación dentro de lo razonable, que nos haga perder un dólar de esas transacciones”, frase que reflejaba la postura de un gran porcentaje de inversores, bancos de inversión y aseguradoras. Sin embargo, durante el mismo año, algunos auditores de AIG ya alertaban acerca de la problemática, el caso más conocido es el de Joseph Saint Denis, quien renunció a la firma luego de ser constantemente frenado al intentar investigar la contabilidad de la firma.

Un caso interesante para analizar es el caso de los últimos años de Goldman Sachs antes de la crisis, quien no solo estaba muy involucrado en la masiva venta de CDOs, sino también en la adquisición de CDSs, por lo que estaba comercializando estas inversiones calificadas como AAA pero a su vez, apostaba en contra de ellas, adquirieron Credit Default Swaps en caso de que estas cayeran, algo incoherente si asumimos que los directivos no estaban al tanto que estos CDOs estaban lejos de ser inversiones tan seguras como las del gobierno. Según The Wall Street Journal en un artículo de 2009, Goldman Sachs adquirió \$22.000 millones de dólares de seguros de impago de deuda a AIG. Varias firmas harían lo mismo durante estos últimos años y haciendo referencia a lo antes mencionado, las firmas que estructuraron los CDSs para Burry, ahora intentaban recomprarlos, el conflicto de intereses que esto representaba en las firmas de inversión era enorme, varios fueron puestos bajo declaración frente al comité de ética y las firmas comenzaron a recibir demandas colectivas por fraude por la venta de falsas inversiones seguras.

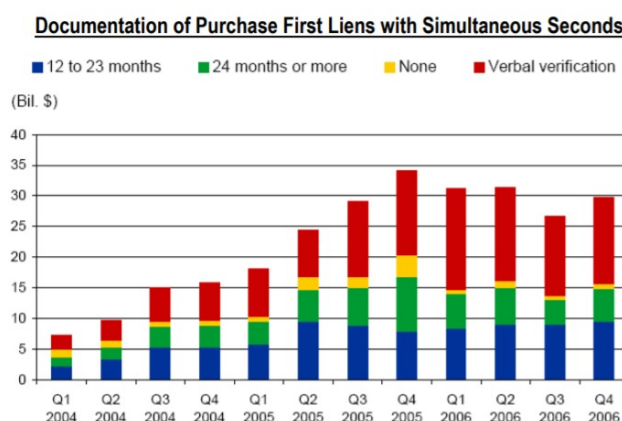
A pesar de las reiteradas advertencias a través de los años, algunas desarrolladas anteriormente, como Raghuram Rajan en la presentación de su paper en el simposio de 2005 o Nouriel Roubini, profesor de economía en la Universidad de Nueva York, quien

El 7 de septiembre de 2006, dos años antes del estallido de la crisis se paró ante una audiencia de economistas del Fondo Monetario Internacional y anunció que se estaba gestando una crisis. En los próximos meses y años, advirtió, es probable que Estados Unidos se enfrente a una crisis inmobiliaria única en la vida, una fuerte disminución de la confianza del consumidor y, en última instancia, una profunda recesión. Expuso una secuencia desoladora de eventos: propietarios que incumplen sus hipotecas, trillones de dólares en valores respaldados por hipotecas que se deshacen en todo el mundo y el sistema financiero global se paraliza. Estos desarrollos, continuó, podrían paralizar o destruir fondos de cobertura, bancos de inversión y otras instituciones financieras importantes como Fannie Mae y Freddie Mac. (Stephen Mihm, para The New York Times, 2008). Publicaciones por parte del FBI acusando fraude hipotecario desde el 2004, las publicaciones de Allan Sloan en 2007 donde hablaba de la magnitud que estaban alcanzando empresas como Goldman Sachs<sup>xiv</sup>, la antes mencionada renuncia de Joseph Saint Dennis de la firma AIG, también repetidas advertencias por parte del Fondo Monetario Internacional como declaraba en una entrevista en 2009, Dominique Strauss-Kahn, Director del FMI en ese momento y cito “Esta era una crisis enorme y se lo remarque al tesoro, a la FED, a todos”. En 2007 también la presentación de Bill Ackman, Fundador y CEO de Pershing Square Capital Management, fondo que poseía posiciones bajistas en CDSs, en la cual mostraba como se iba desarrollando la burbuja, y todo lo que fuimos mencionando a lo largo de este trabajo de investigación. Ackman sostenía que los standares estaban muy por debajo de lo esperado y que nos aproximábamos a una recesión, cosas que reflejaba de la siguiente manera en su presentación, ver Figura 3 y 4.

Figura 3.

### Sub-Prime: Relaxed Lending Standards

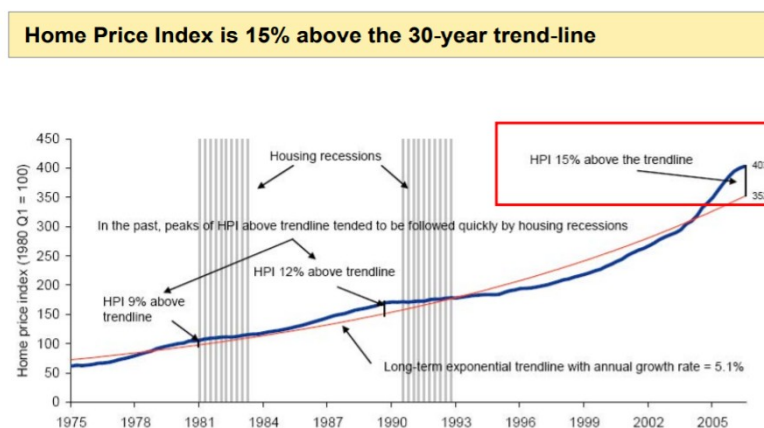
#### Growth in higher-LTV loans fueled by lower verification standards



Fuente: Standard & Poor.

En la figura 4 específicamente muestra como en años anteriores con picos por arriba de la tendencia de largo plazo con un ratio de crecimiento del 5.1% produjo recesiones en el mercado inmobiliario, en los dos casos anteriores, el HPI o Housing Price Index por sus siglas en inglés, tuvo picos de un 9% y un 12% por encima de la tendencia respectivamente, para el 2007 se encontraba en un 15% por encima de la curva exponencial, por lo que el riesgo podía verse.

Figura 4.



Fuente: Office Federal Housing Enterprise and Oversight, Deutsche Bank.

### 3.7 Cronología del estallido

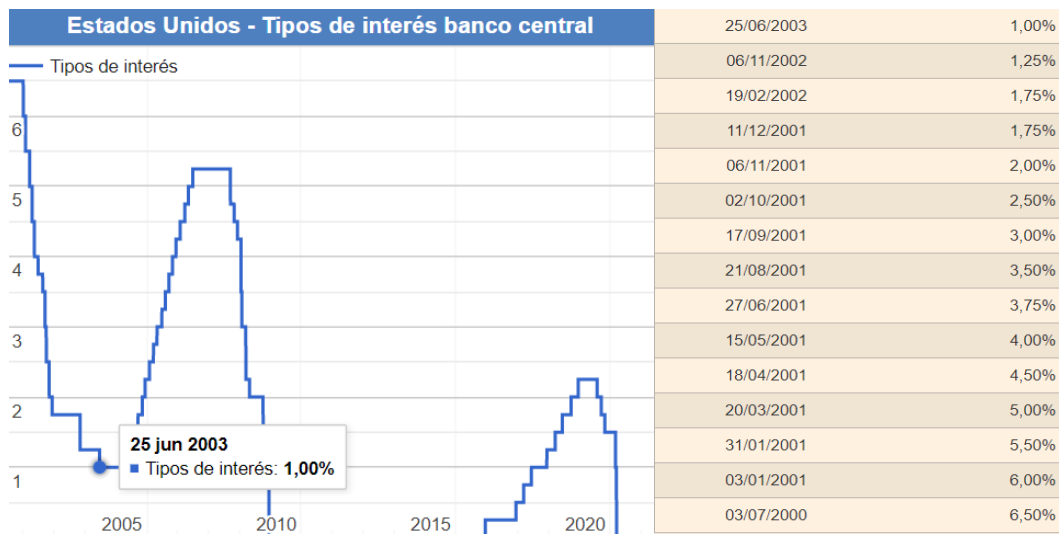
Si bien desarrollaré la cronología de los hechos ocurridos, cabe destacar que solo me enfocaré en los que creo más relevantes, por lo que quedarán excluidos algunos datos que podrían ser causantes de otros desarrollados, consecuencias o bien asuntos relacionados con los mismos, ya que excedería el propósito del desarrollo y la intención de la investigación. Es un periodo muy rico en sucesos históricos, no tan lejano como la gran depresión y debido a esta cercanía hay un sinnúmero de artículos, noticias, papers, entrevistas, declaraciones frente a los diferentes comités y entes reguladores documentados hasta en material filmográfico, lo que nos da una vista mucho más

amplia de todo lo sucedido, a diferencia del crack del '29, que si bien presenta mucha documentación debido a ser la crisis más importante de la historia, se entiende que con el paso del tiempo, muchos datos quedaron atrás.

## 2006

Para el 2006, ya se sentían algunos vestigios de lo que ocurriría un tiempo después, la FED, que tan solo unos años antes, precisamente desde el 2000 en adelante, había bajado los tipos de interés (una de las herramientas más importantes, utilizadas por los bancos centrales, para llevar adelante su política monetaria) en 3 años al 1%, ver figura 5, a partir del 2004, había comenzado a elevarlos para llegar a este año tocando un tipo del 5,25%, ver figura 6.

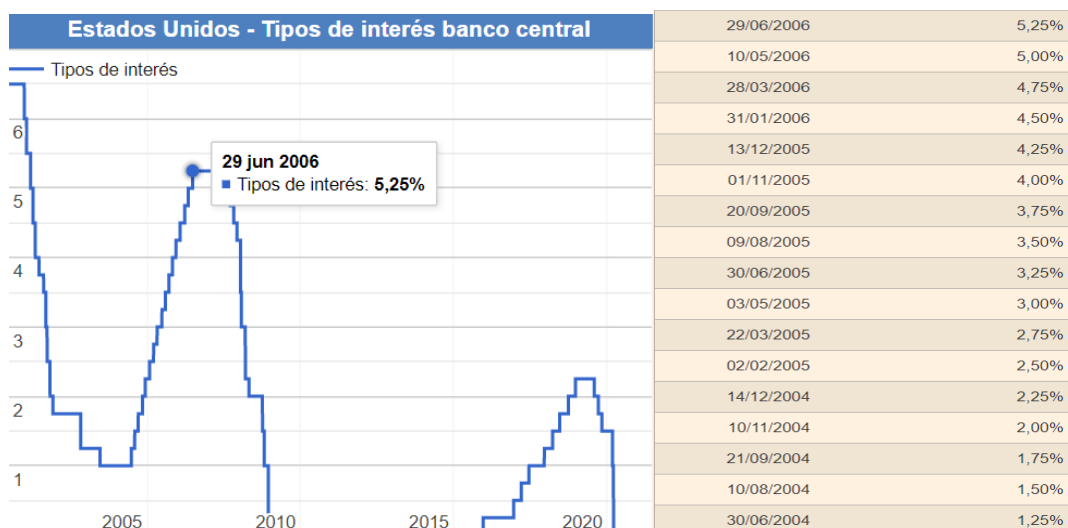
Figura 5.



Fuente: Datos Macro expansión.

Figura 6.





Fuente: Datos Macro Expansión.

Los préstamos subprime, que habían sido adquiridos a tasas en principio fijas, al pasar luego del periodo correspondiente, como se mencionó previamente, a ser tasas variables y al estar en su gran mayoría indexados al tipo de cambio decidido por la FED. Los prestatarios, con el cambio de la tasa comenzaban a llegar a sus límites y muchas hipotecas comenzaron a caer en default. En un principio, el colateral que poseía el banco reducía preocupaciones, pero ante el gran incremento en los defaults y la alta crecida en las viviendas ofrecidas en subasta, los precios de las mismas comenzaron una caída, de esta manera comenzaba a rodar la bola de nieve y los medios ya reflejaban el problema.

Un artículo de la BBC, publicado el Viernes 27 de octubre de 2006, titulado “EE.UU sufre por la industria de la vivienda” por ejemplo, mostraba una disminución en el crecimiento económico de Estados Unidos y referenciando al Departamento de Comercio, mostraba que la caída en el mercado inmobiliario tenía la responsabilidad principal por la pérdida de impulso. Se revelaba una caída anual de 17,4% en el gasto en vivienda nueva.

### **Primer semestre 2007**

Durante el primer mes de 2007 ya la tasa de impago de las hipotecas subprime aumentaba rápidamente y llegaba a niveles récord, es así, que para febrero algunos bancos especializados quedaban insolventes, la burbuja se rompió y comenzaba a arrastrar instituciones. Por su parte la central del multinacional banco de inversión

HSBC, el 7 de febrero emitía un “Profit Warning”, que no es más que un aviso a los inversores sobre resultados futuros, ya sea un menor beneficio que el esperado, beneficios por encima de los esperado o bien, pérdidas. En el caso del HSBC, el profit warning anticipaba pérdidas relacionadas a deudas subprime y declaraba que debía crear una reserva de US\$1.8 millones para cubrir inesperados incrementos de default en su subsidiaria estadounidense (Evanoff, Haldane y Kaufman, 2014)<sup>xv</sup>.

La financiera estadounidense New Century Financial Corporation, especializada en hipotecas de alto riesgo, segundo mayor acreedor detrás de HSBC de hipotecas subprime, presentó un pedido de protección por bancarrota bajo el capítulo 11 de la ley de quiebras, procedimiento jurídico temporal que provee protección de pago contra sus acreedores. Esta no era la primera en declarar bancarrota, más de otras 20 competidoras estaban en la misma situación, como Fremont General, Ownit Mortgage Solutions, Mortgage Lenders Network, ResMae Mortgage Corp, People’s Choice Financial, entre otros, han dejado de operar o se han declarado en bancarrota (Pozzi, 2007).

### ***Julio 2017***

El 18 de Julio el banco de inversión Bear Stearns confirmaba en una carta remitida a los inversores y publicadas por “The wall Street Journal” que dos de sus hedge funds<sup>5</sup>, “High Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund” y “High Grade Structured Credit Strategies Fund”, los cuales gestionaban una cartera valorada en casi 20 mil millones de dólares, en gran parte en obligaciones de deuda ligadas a los prestamos subprime, habían perdido la totalidad o casi la totalidad del dinero invertido en los mismos, el banco afirmaba que “las estimaciones preliminares confirman que efectivamente no queda valor efectivo para los inversores en el fondo Enhanced Leverage y queda muy poco valor para los inversores en High-Grade, a la luz de estos datos, la compañía buscara la reducción ordenada de los fondos a lo largo del tiempo. Se trata de un difícil desarrollo para los inversores en estos fondos y, ciertamente, no es característico de la gestión de Bear Stearn”

Ben Bernanke, para esa época el presidente de la Reserva Federal, anuncia que la inminente crisis de las hipotecas subprime, en una previsión un poco pobre, podría llegar a costar hasta 100 mil millones de dólares. La preocupación aumentó sobre la

---

<sup>5</sup> también conocido como fondo de cobertura o fondo de inversión libre, es un vehículo de inversión alternativa o fondo de alto riesgo en el que los gestores toman decisiones de inversión con menos limitaciones legales.

situación inmobiliaria arrastrando al Dow Jones de industriales<sup>6</sup> a la baja. El 27 de julio de Julio el Dow Jones mostraba un derrumbe fuerte.

### ***Agosto 2007***

El estrés en el mercado bancario internacional se haría notable para el 9 de agosto, cuando el BNP Paribas anunciaba la suspensión de los reembolsos de tres de sus fondos, Parvest Dynamic ABS, BNP Paribas ABS Euribor y BNP Paribas ABS Eonia, debido al colapso de liquides en el mercado de Estados Unidos relacionado a las subprime, el banco estableció “La completa evaporación de liquides en ciertos segmentos de mercados del mercado de valores de Estados Unidos ha hecho imposible valorar ciertos activos sin importar su calidad o rating” y esto llevo a acciones extraordinarias tomadas por el banco central europeo que inyectó 95 mil millones de Euros en un intento de mejorar la liquides (Evanoff, Haldane y Kaufman, 2014). Seguido a esto, la FED inyectó 24 mil millones para intentar restablecer la confianza, en los días seguidos, el Banco Central Europeo y la FED vuelven a inyectar dinero, el canco de Japón, el banco Nacional Suizo y el banco de Canadá toman medidas similares. Las bolsas a nivel mundial comenzaban una caída en conjunto, pero con las inyecciones y durante unos días las bolsas se calmaron.

La comisión europea anuncia que investigara a las agencias de calificación de riesgo por no haber reaccionado para alertar a los inversores sobre los riesgos de invertir en valores respaldados por hipotecas subprime. La FED recortó la tasa en la que se presta a los bancos por un medio punto porcentual a 5,75% y advirtió que la falta de crédito podría ser un riesgo para el crecimiento económico.

### ***Septiembre 2007***

La crisis que en un principio se pensaba que eran meros problemas de liquidez de los bancos, se materializó. Estos problemas se fueron trasladando poco a poco a Europa, donde numerosos e importantes bancos comenzaron a admitir que estaban 'contaminados' con estos créditos basura. El caso más sonado fue el de Northern Rock, que se convirtió en la primera entidad del Reino Unido rescatada por el Banco de

---

<sup>6</sup> El Dow Jones es un índice bursátil constituido por las 30 empresas con mayor capitalización bursátil de la Bolsa de valores de New York (NYSE), con excepción de transporte y servicios públicos.

Inglaterra ante los problemas de liquidez. La FED para el 4 de septiembre inyectaba nuevamente 5 mil millones y unos días después la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (organismo de cooperación internacional compuesto por 38 estados, cuyo objetivo es coordinar sus políticas económicas y sociales) bajó las previsiones de crecimiento para los países del G-7 y señaló que la crisis hipotecaria puede llegar a presentar un factor de ralentización más fuerte de los estimado.

Para el 7 de septiembre la FED vuelve a inyectar dinero, esta vez 2 mil millones y el Mortgage Bankers Association anunciaba que las hipotecas en default habían alcanzado el mayor nivel en medio siglo, y el ex presidente de la FED, Alan Greenspan reconoce luego de una década de negación, que no supo prever la crisis de la financiación hipotecaria. El 17 de septiembre a declaraciones para el diario Financial Times, Greenspan afirma que la caída de precio de la vivienda de Estados Unidos “Va a ser mayor que lo que la mayoría de la gente espera”, Asimismo, explica que, cuando él dirigía la FED evitó cuidadosamente utilizar el término "burbuja" para referirse a la fuerte inflación existente en el mercado de la vivienda, pero que en realidad los eufemismos que empleaba significaban lo mismo. Ya para fines de septiembre, la FED había puesto a disposición del mercado 366.700 millones de dólares desde agosto en adelante.

### ***Octubre 2007***

La magnitud de la crisis comenzaba a golpear a entidades financieras alrededor del globo, los ejemplos de los bancos suizos UBS y Credit Suisse se sumaban al ya mencionado Northern Rock, que fue rescatado por el banco de Inglaterra para evitar la quiebra, aunque en el caso de los suizos aun no enfrentaban una quiebra, anunciaban pérdidas a causa de inversiones relacionadas con los subprime y despidos considerables como el presidente de UBS y su jefe ejecutivo. Por otra parte, el banco Citigroup también presentaba pérdidas millonarias y una caída de sus beneficios en el tercer trimestre ligada a las turbulencias en el mercado.

Tras nuevos intentos por frenar la caída, como la unión de Citigroup, Bank of America y JP Morgan, además de otras instituciones, que creaban nuevos instrumentos para adquirir activos en el sector inmobiliario y aliviar la presión sobre los mercados crediticios, Diario El mundo reflejaba declaraciones por parte de Bank of America,

“Una vez establecido, permitirá, por un periodo de tiempo determinado, comprar activos de ciertos Vehículos de Inversión Estructurados que elijan aprovechar esta nueva fuente de liquidez.

El acceso a esta liquidez permitirá a los vendedores participantes hacer frente a amortizaciones pendientes y facilitar la refinanciación de letras de cambios respaldados con garantías de activos, añade el comunicado, que precisa que el fondo estará operativo en 90 días.”

Merril Lynch se sumaba a la lista de los anuncios de pérdidas, declarando una pérdida neta de 2,240 millones de dólares para el tercer trimestre, debido a la depreciación de activos y la primera en más de 6 años y renunciaba su presidente, Stanley O’Neal.

### ***Noviembre 2007***

Citigroup anunciaba pérdidas y anunciaba la desvinculación de su jefe Charles Prince, lo que arrastró a la bolsa a la baja, la FED inyectó a disposición del mercado cerca de 50 mil millones de dólares más. Los bancos británicos y su precio de las viviendas arrastradas a la baja también; por otro lado, los bancos suizos y sus aseguradoras declaraban pérdidas cada vez más importantes. A fines de noviembre, en una transacción que involucraba al emirato Abu Dhabi se desprendía de 5% de su capital por 7.500 millones de dólares.

### ***Diciembre 2007***

El presidente Bush, junto al secretario del Tesoro, Henry Paulson, en la sala Roosevelt de la Casa Blanca, anunciaban la primera jugada fuerte del gobierno para frenar la ejecución de hipotecas de alto riesgo, que se concedieron en los últimos años a personas con mal historial crediticio y que permitirá congelar durante 5 años los intereses en miles de hipotecas. Anticipando que muchas hipotecas otorgadas comenzarían a transitar el periodo de tasas variables durante todo el 2008, lo que agravaría la ejecución de muchas más hipotecas. La FED recortaba nuevamente su tipo de interés hasta el 4,25%, la tercera en tres meses e iniciaba un esfuerzo concentrado en cinco principales bancos centrales de todo el mundo para ofrecer préstamos a los bancos

para luchar contra la falta de liquidez, El BCE, la FED, el Banco de Canada y el Banco Nacional Suizo eran parte.

La agencia de Índice Standard and Poor's degradó su calificación de inversión de varias aseguradoras especializadas en el aseguramiento de bonos, ya que la preocupación de que no podrían pagar las deudas era latente, sin embargo, muchas de ellas siguieron con calificaciones altísimas, como mínimo A2. A su vez, el banco de inversión Morgan Stanley anunciaba pérdidas de 9 mil millones asociadas al mercado inmobiliario y la venta del 10% de sus acciones al gobierno chino.

## **2008**

En primer lugar, y como en gran parte del 2007, los bancos alrededor del mundo seguían declarando perdidas, ya sea por su alta participación en el mercado hipotecario o bien, arrastrados como consecuencia. Los medios reflejaban diariamente los récords de expulsiones de viviendas, la FED seguía inyectando dinero, para el 7 de marzo, en su mayor intervención lo hizo por 200 mil millones, al igual que sus pares internaciones, Reino unido, Canada, Suiza y el BCE, los cuales acudían a la misma herramienta para mantener estables los niveles de liquidez y para febrero Standard & Poor informaba que el precio de la vivienda había caído ya un 8,9%, su máximo en 20 años.

En marzo de 2008, el banco Bear Stearns quedo insolvente, sus acciones perdieron el 83,97 por ciento de su valor en bolsa luego de que JP Morgan anunciara su compra por 2 dólares la acción. Las acciones de Bear Stearns, quien ya había suspendido la presentación de los resultados del primer trimestre fiscal de 2008. Tan solo un año antes en 2007 las acciones de Bear Stearns cotizaban 172 dolares el título, y a lo largo de ese año perdieron poco más de la mitad de su valor, para terminar siendo adquirida en 2008 a solo 2 dólares. Esto subrayaba la magnitud del problema, recalcando que Bear Stearn fue fundado en 1923, sobrevivió a la Gran Depresión y a las dos guerras mundiales, entre otros sobresaltos importantes. La adquisición del banco de inversión por parte de JP Morgan Chase se realizó con la ayuda financiera de la FED quien participo con 30 mil millones de dólares.

El 2 de abril Ben Bernanke testifica ante el Comité Económico del Congreso, "Es probable que el Producto Interior Bruto real no crezca mucho, si es que crece, durante el primer semestre de 2008, e incluso podría contraerse ligeramente" declaraba

y se mostraba mucho más optimista para el segundo semestre. Pese a ello, Bernanke no ha querido ahondar en su pronóstico ante el Comité Económico Conjunto del Congreso. "Una recesión es posible, pero es una palabra técnica basada en datos que estarán disponibles más adelante", por lo que admite "no estar listo para decir si la economía estadounidense enfrentará o no esa situación". Bernanke cree que los mercados siguen bajo una tensión considerable, pero considera que sus inyecciones extraordinarias han sido útiles para aliviar los problemas de liquidez. "Ya se ha producido gran parte del ajuste financiero y económico necesario", ha declarado, por lo que mantiene su confianza en las perspectivas económicas a largo plazo". (Weisman, 2008). Declaraciones similares hacia Henry Paulson en la reunión del G7 el 9 de febrero en Tokyo, donde decía "Vamos a seguir creciendo, y obviamente si estas en pleno crecimiento, no podrías entrar en una recesión".

El FMI se involucraba advirtiendo que los efectos de las hipotecas se estaban extendiendo a bienes de otros sectores, tales como propiedad comercial, el crédito al consumo y las deudas de las empresas entre otros. Exige a los gobiernos que actúen para evitar la crisis bancaria. Por otro lado, JP Morgan, Merrill Lynch, Citigroup y Bank of America, por nombrar a los más reconocidos, anunciaban pérdidas millonarias, en el caso de JP Morgan, sus acciones habían caído un 50% con respecto al 2007, Bank of America un 77% con respecto al año anterior, Merrill Lynch anunciaba pérdidas de 9 mil millones para el primer trimestre del año, al igual que Citigroup quien anunciaba 3,200 millones y la desvinculación de casi 10 mil empleados.

Llegando al final de primer semestre, Lehman Brothers anunciaba pérdidas por 2,300 millones de dólares para su segundo trimestre y las acciones de Fannie Mae y Freddie Mac cayeron un 45% y 47% respectivamente, dos gigantes del mercado hipotecario. Las autoridades financieras decidieron ayudarlas debido a la dimensión que ambas tenían, ya que, poseían cinco billones de dólares de préstamos para la vivienda. La semana anterior, se había producido un pánico entre los inversores de que podría derrumbarse, causando la caída de los precios. El objetivo del plan era señalar que el gobierno estaba dispuesto a tomar todas las medidas necesarias para evitar la agitación del mercado de crédito. El mismo día, la Reserva Federal aprobó las normas de vivienda para dar más protección en contra de prácticas peligrosas por los prestamistas. Además, se mismo día, la entidad reguladora de la Bolsa de Nueva York suspendió la negociación de los títulos del banco

En agosto la desconfianza mundial ya se notaba y hacia tambalear las bolsas, La bolsa de Frankfurt cayó un 2,34%, la de Londres un 2,38%, la de París un 2,61%, la bolsa de Tokio un 2,28% y la de Hong Kong un 2,93%. Así, la pandemia se sentía en todos lados. Ben Bernanke volvía a las declaraciones, retractándose de lo que había dicho para el primer trimestre y esta vez afirmaba que esto iba a continuar.

La administración de Bush, el 7 de Septiembre, anunció de la mano de Henry Paulson que Freddie Mac y Fannie Mae, al borde del colapso, se colocaran bajo la tutela del Tesoro de los Estados Unidos, para permitirles reestructurar sus finanzas. El Tesoro ofreció garantías de hasta 100.000 millones de dólares para solventar las deudas de cada una de esas instituciones. Dos días después, Lehman Brothers anunciaba pérdidas récord por 3,200 millones de dólares para su tercer trimestre, haciendo que sus acciones se derrumbaran. Henry Paulson y Timothy Geithner, presidente de la reserva Federal de Nueva York convocaron a una junta a los presidentes de los bancos más importantes para poder rescatar a Lehman. De todas maneras, Lehman Brothers se declaraba en quiebra el día 15 de septiembre, cuando anunció su colocación en virtud del capítulo 11 de la ley de quiebras explicada brevemente en el desarrollo anterior. Todas las transacciones se detuvieron, los fondos de cobertura con activos en Lehman de Londres por ejemplo, debido a que las oficinas bajo la ley británica debían cerrar con efecto inmediato luego de la quiebra, no podían recuperar sus activos. La quiebra, provocó la caída del Papel comercial (valor del mercado emitido para obtener fondos para cumplir con deudas de corto plazo, respaldado por el banco emisor) del que muchas compañías disponen entre otras cosas para pagar los sueldos, por ejemplo.

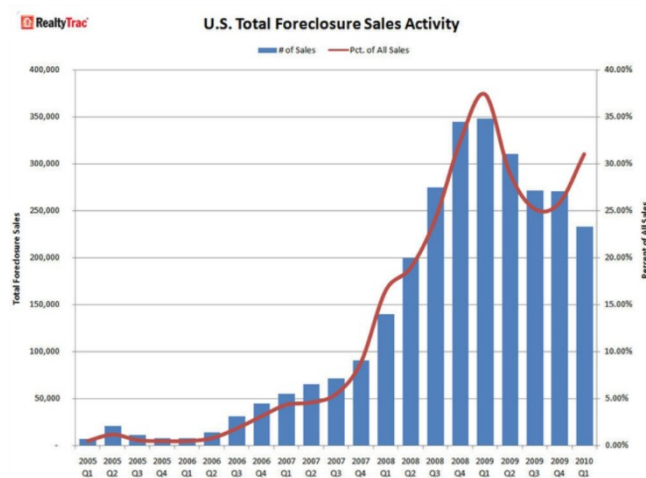
Volviendo un poco atrás en el desarrollo, el Caso Michael Burry, comienza a tomar relevancia. En la misma semana del colapso de Lehman, las aseguradoras comenzaban a acumular deudas por los pagos de CDS, en el caso de AIG, una de las más relevantes, tenía una deuda en CDS por 13 mil millones de dólares, pero no tenía liquidez suficiente para afrontarla. Entonces, el 17 de septiembre el gobierno se apropia de American International Group, proporcionando una asistencia millonaria a cambio del 79,9% del capital. Henry Paulson y Ben Bernanke proponen al congreso un bailout (término utilizado en inglés para extender soporte financiero a una compañía o país que enfrente una posible quiebra) de 700 mil millones de dólares al congreso, que luego de ser rechazado por la cámara de representantes de Estados Unidos en septiembre, fue firmado por la administración de Bush y puesto en marcha en octubre.



Morgan Stanley y Goldman Sachs, los últimos dos bancos de inversión en pie, para salvaguardarse, se convirtieron en bancos comerciales de menor riesgo y estrictamente regulados. Acosados por la caída de los precios de las acciones y alarmados por la desaparición de los competidores, tomaron licencias de la Reserva Federal que les permiten tomar depósitos del público, respaldados por garantías gubernamentales. Si bien protege el dinero de los clientes, el cambio restringía radicalmente las actividades de las empresas al imponer límites estrictos a los riesgos que sus comerciantes pueden asumir en los mercados y a la cantidad de dinero que pueden pedir prestado. Morgan Stanley reforzó aún más su posición financiera vendiendo una participación de hasta el 20% a Mitsubishi Financial Group de Japón por un valor estimado de alrededor de \$9 mil millones. El cambio acordado apresuradamente en el estado de los dos bancos ocurrió sin el período de espera habitual de 30 días.

Las ejecuciones de hipotecas crecían sin freno (ver figura. 7) acompañadas por el crecimiento del desempleo a nivel global.

Figura 7.



Fuente: RealtyTrac "U.S Foreclosure Market Report"

Las bolsas del mundo se desplomaban en octubre, las inyecciones de dinero de los bancos centrales y la reducción de tipos de tasa de interés no eran suficientes para mitigar la situación. Islandia, uno de los países mas afectados hasta el momento, a parte de Estados Unidos, en palabras de Geir Haarde, su primer ministro, anunciaba que estaba sufriendo una “quiebra estatal” y tomó el control sobre el sistema bancario nacionalizando las tres entidades, asumiendo de esta manera una deuda que equivalía a dos años de presupuesto publico e igual al PBI anual del país y esto amenazaba con una bancarrota nacional. La isla acude al FMI para solicitar un rescate por 1.700 millones de euros y otros países hacían sus aportes, como Gran Bretaña y Holanda (Manaut, 2008).

### 3.8 Un sistema colapsado

Situándonos en el último trimestre del 2008, ya nadie cuestionaba que la magnitud de la crisis aun mayor de lo que algunos anticipaban, la peor desde la gran depresión. Los hechos ocurridos desde mediados de 2007 se habían transformado en una crisis financiera sistémica, cuyo epicentro para 2008 ya no se ubicaba solo en Estados Unidos, sino que se había desplazado a Europa, Japón, la ya mencionaba isla y hasta ese momento muy poco reconocida en el mundo financiero Islandia, además del fuerte impacto que presentaba en el crecimiento de las economías emergentes. (ver figuras 8 y 9). La crisis ya globalizada, se reflejaba en una caída en el PBI a nivel global según el banco mundial, las altas tasas de desempleo, falta de liquidez, una alta pérdida de confianza en los mercados financieros y el mercado interbancario, sumado a esto el desplome de las bolsas y el descontento social. Nuevamente, la clase media y baja sufrían las peores consecuencias de las crisis y las protestas se hacían notar alrededor del globo.

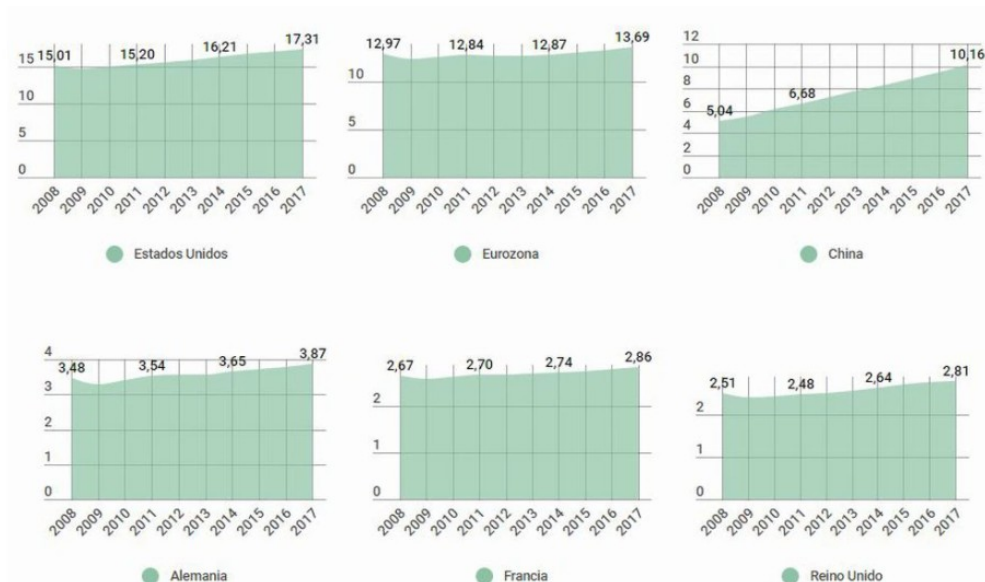
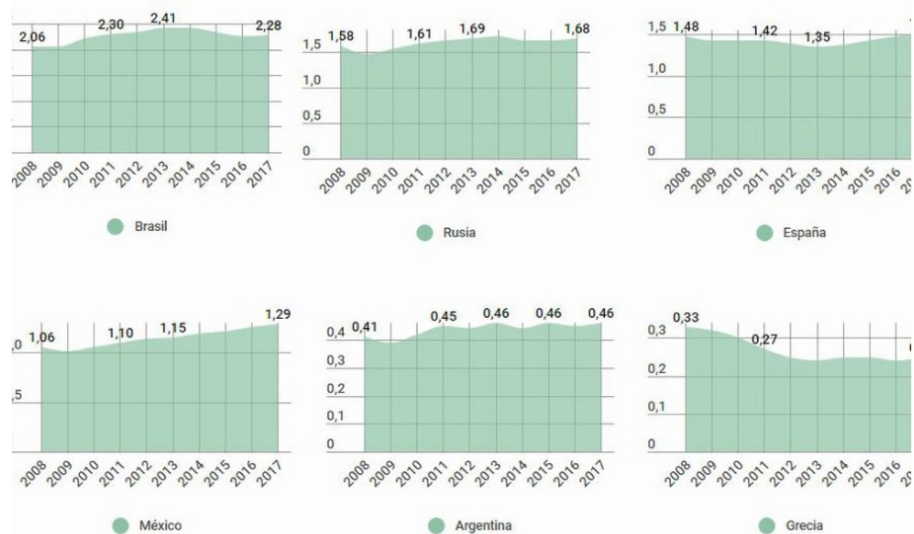


Figura 8.

Selección de países, medido en billones de USD a precios constantes (conversión a valores de 2010)

Fuente: Banco Mundial

Figura 9. Selección de países, medido en billones de USD a precios constantes (conversión a valores de 2010)



Fuente: Banco Mundial

Se puede observar que el crecimiento exponencial de China desde la apertura de sus mercados y su exportación de capital de trabajo, dado que las industrias buscando abaratar costos, acuden al mercado chino, esto hace que no se haya reflejado en este el impacto, si no lo contrario y presenta una economía en constante crecimiento.

La banca de inversión había desaparecido luego de que los últimos en pie, Goldman Sachs y Morgan Stanley decidieran abandonar su estatus para resguardarse como bancos comerciales, los paquetes de rescate lanzados por los diferentes gobiernos alcanzaban cifras multimillonarias. Como el TARP o Troubled Asset Relief Program, por sus siglas en inglés, aprobado por el congreso de Estados Unidos mencionado anteriormente, dotado de 700 mil millones de dólares, que finalmente cuando fue aprobado, destino una parte a la compra de activos tóxicos y el resto a inyectar fondos para recapitalizar a la banca. Es así como el 18 de septiembre, el secretario del tesoro norteamericano, Henry Paulson, anunció un plan de intervención para permitir que las firmas financieras puedan deshacerse de sus activos tóxicos y devolver la confianza y liquidez a los mercados. El plan consistía en la creación de una agencia gubernamental que compraría los activos tóxicos y luego los vendería mediante subasta en los mercados.

El Reino Unido, también mencionado anteriormente, había nacionalizado su sistema bancario y aseguraba los créditos interbancarios. Europa, seguía el modelo británico, pero cada país habilitó cuantías diferentes para la compra de acciones o para el apoyo de sus problemas de financiación a corto plazo. Además, los bancos centrales abrieron nuevas vías para aumentar la liquidez, por ejemplo, en Estados Unidos, la FED comenzó a prestar directamente al sector privado a través de la compra de papel comercial sin garantías y saltarse, de esta manera, a los intermediarios financieros bancarios. El Banco Central de Inglaterra decidió asegurar las emisiones de deuda a corto y medio plazo a los bancos y el Banco Central Europeo eliminó las subastas, lo que suponía poner a disposición del sistema bancario la liquidez necesaria para hacer frente a la crisis. Resumiendo, las autoridades de los países del primer mundo dejaban claro que estaban dispuestos a facilitar la liquidez necesaria, para garantizar los depósitos y rescatar a las instituciones en riesgo para recuperar la confianza en el sistema financiero, como también en el sistema interbancario, para que el dinero vuelva a fluir hacia las empresas.

Lo que en un principio parecía sólo un problema de liquidez se reveló además como un problema de solvencia que requería una fuerte recapitalización del sistema bancario en los países avanzados, que necesariamente pasaba por un rescate del sector público (la pregunta que surgía, sobre todo en EEUU, es en qué medida el Estado nacionalizaría la banca). También era imprescindible un paquete de estímulo fiscal

coordinado en el que los países emergentes, sobre todo China, deberían jugar un papel. Aumentar el gasto y recapitalizar la banca no evitaría la recesión, pero reduciría su duración y su impacto sobre el empleo siempre que se haga de forma coordinada (las soluciones unilaterales corren el riesgo de ser inefectivas y servir sólo para aumentar la deuda pública de los países ricos). Por último, era muy necesario mejorar la regulación financiera, reforzando la supervisión de los mercados de derivados de crédito y elevando los requerimientos de capital de las instituciones financieras para evitar niveles de apalancamiento y riesgo tan elevados como los permitidos en la era de desregularización.

El 2008 finalizaba con investigaciones por parte del FBI que durarían por un tiempo, declaraciones ante el comité y juicios, pero pocas condenas.

#### **4. Nuevas medidas**

En septiembre de 2008, asumía la presidencia de Estados Unidos Barack Obama, haciendo en muchas de sus movidas políticas o campañas, alusión a la falta de regularización de los mercados y condenando la avaricia de Wall Street. Una vez en el poder señalaba la necesidad de tomar medidas de reforma, y en sus primeros meses de mandato aprobaba un rescate de 800 mil millones de dólares, seguido al poco tiempo del Plan de estabilidad financiera. Este Plan estaba compuesto por una serie de acciones como el Stress Test and Capital Assistance Program (CAP) que consistía de dos partes, la primera era un programa de evaluación de capital (La prueba de estrés) para determinar si alguna de las organizaciones bancarias de Estados Unidos, con un patrimonio de más de 100 mil millones, tenían la necesidad de establecer un fondo de reserva. La segunda, el acceso al capital del tesoro en virtud del CAP en forma de acciones preferentes convertibles obligatorias (CAP Preferred Stock), medida necesaria para recobrar la confianza en los bancos y estabilizar el sistema financiero; El plan de viviendas con el objetivo de evitar que los propietarios que no puedan hacer frente a sus deudas, sufran ejecuciones de su hipoteca sin antes disponer de instancias previas que prevean diferentes opciones de refinanciación; El Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) pensado para estimular los préstamos de crédito al consumo. Tenía como objetivo respaldar la emisión de valores respaldados por activos (ABS) garantizados por préstamos estudiantiles, préstamos para autos, deuda de tarjetas de crédito y préstamos garantizados por la administración de pequeñas empresas, cabe

destacar que el TALF se desintegro en 2010; por último el Programa de Inversiones Públicas y Privadas (PPIP) que otorgó ayuda al capital privado para reactivar los mercados.

El 5 de junio de 2009, el presidente de Obama presentaría una propuesta para una reforma radical del sistema de regulación financiera de los Estados Unidos. Los principales componentes de la propuesta general incluían los siguientes aspectos:

- La consolidación de las agencias reguladoras, la eliminación de la Carta de ahorro nacional, y el nuevo Consejo de Supervisión para evaluar el riesgo sistémico;

- Regulación integral de los mercados financieros, incluida una mayor transparencia de los derivados;

- Reformas de protección del consumidor como una agencia de protección al consumidor y estándares uniformes para los productos, así como fortalecer la protección del inversor;

- Herramientas para la crisis financiera, incluyendo un régimen de resolución que complementa el existente Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) la autoridad para permitir el desmantelamiento ordenado de empresas en quiebra, y que incluye una propuesta de que la Reserva Federal reciben la autorización del Tesoro por otorgamiento de créditos en "circunstancias inusuales o extremas".

- Diversas medidas encaminadas a aumentar los estándares internacionales y la cooperación, incluyendo en este apartado fueron las propuestas relacionadas con la contabilidad mejorado y reforzado la regulación de las agencias de calificación crediticia.

Se convoca a una cumbre del G-20 (Grupo de países desarrollados y los más grandes de los países en desarrollo) propuesta por la unión europea, celebrada en Washington el 15 de noviembre y la primera para tratar la crisis inmobiliaria, donde se aprobó un plan de acción para mejorar la cooperación internacional. Por un lado, el jefe de estado francés, Nicolas Sarkozy, planteaba que se debía replantear el sistema financiero desde cero, como se hizo en Bretton Woods (Acuerdo celebrado en 1944 tras la Segunda Guerra Mundial que convertía el dólar estadounidense en moneda internacional). El G-20 en la cumbre de noviembre aprobaba lo siguiente: (Extraído

textual de los archivos de la casa blanca y la traducción de mi autoría – “Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy)<sup>xvi</sup>

- Continue our vigorous efforts and take whatever further actions are necessary to stabilize the financial system.

*Continuar con los esfuerzos y tomar cualquier acción necesaria para estabilizar el sistema financiero.*

- Recognize the importance of monetary policy support, as deemed appropriate to domestic conditions.

*Reconocer la importancia del apoyo a la política monetaria, según se considere apropiado con respecto a las condiciones internas.*

- Use fiscal measures to stimulate domestic demand to rapid effect, as appropriate, while maintaining a policy framework conducive to fiscal sustainability.

*Usar medidas fiscales para estimular la demanda doméstica con un rápido efecto, según corresponda, al tiempo que se mantiene un marco de políticas conducente a la sostenibilidad fiscal.*

- Help emerging and developing economies gain access to finance in current difficult financial conditions, including through liquidity facilities and program support. We stress the International Monetary Fund’s (IMF) important role in crisis response, welcome its new short-term liquidity facility, and urge the ongoing review of its instruments and facilities to ensure flexibility.

*Ayudar a las economías emergentes y en desarrollo a obtener acceso a la financiación en las difíciles condiciones financieras actuales, incluso mediante servicios de liquidez y apoyo a programas. Destacamos el importante papel del Fondo Monetario Internacional (FMI) en la respuesta a la crisis,*

*damos la bienvenida a su nueva línea de liquidez a corto plazo e instamos a que se revisen sus instrumentos y facilidades para garantizar la flexibilidad.*

- Encourage the World Bank and other multilateral development banks (MDBs) to use their full capacity in support of their development agenda, and we welcome the recent introduction of new facilities by the World Bank in the areas of infrastructure and trade finance.

*Alentar al Banco Mundial y a otros bancos multilaterales de desarrollo (BMD) a utilizar toda su capacidad en apoyo de su agenda de desarrollo, y damos la bienvenida a la reciente introducción de nuevos servicios por parte del Banco Mundial en las áreas de infraestructura y financiamiento comercial.*

- Ensure that the IMF, World Bank and other MDBs have sufficient resources to continue playing their role in overcoming the crisis.

*Asegurar que el FMI, el Banco Mundial y otros departamentos de banca mercantil tengan recursos suficientes para seguir desempeñando su papel en la superación de la crisis.*

Los compromisos asumidos y también extraídos y traducidos textuales de los archivos de la Casa Blanca.

- **Strengthening Transparency and Accountability:** We will strengthen financial market transparency, including by enhancing required disclosure on complex financial products and ensuring complete and accurate disclosure by firms of their financial conditions. Incentives should be aligned to avoid excessive risk-taking.

*Fortalecimiento de la transparencia y la rendición de cuentas: Fortaleceremos la transparencia del mercado financiero, incluso mejorando la divulgación requerida sobre productos financieros complejos y asegurando la divulgación completa y precisa por parte de las empresas de sus condiciones*



*financieras. Los incentivos deben alinearse para evitar una toma de riesgos excesiva.*

- **Enhancing Sound Regulation:** We pledge to strengthen our regulatory regimes, prudential oversight, and risk management, and ensure that all financial markets, products and participants are regulated or subject to oversight, as appropriate to their circumstances. We will exercise strong oversight over credit rating agencies, consistent with the agreed and strengthened international code of conduct. We will also make regulatory regimes more effective over the economic cycle, while ensuring that regulation is efficient, does not stifle innovation, and encourages expanded trade in financial products and services. We commit to transparent assessments of our national regulatory systems.

*Mejora de la regulación sólida: Nos comprometemos a fortalecer nuestros regímenes regulatorios, supervisión prudencial y gestión de riesgos, y garantizar que todos los mercados, productos y participantes financieros estén regulados o sujetos a supervisión, según corresponda a sus circunstancias. Ejerceremos una fuerte supervisión sobre las agencias de calificación crediticia, de conformidad con el código de conducta internacional acordado y reforzado. También haremos que los regímenes regulatorios sean más efectivos durante el ciclo económico, mientras que aseguramos que la regulación sea eficiente, no reprima la innovación y fomente la expansión del comercio de productos y servicios financieros. Nos comprometemos a realizar evaluaciones transparentes de nuestros sistemas regulatorios nacionales.*

- **Promoting Integrity in Financial Markets:** We commit to protect the integrity of the world's financial markets by bolstering investor and consumer protection, avoiding conflicts of interest, preventing illegal market manipulation, fraudulent activities and abuse, and protecting against illicit finance risks arising from non-cooperative jurisdictions. We will also promote information sharing, including with respect to jurisdictions that have yet to commit to international standards with respect to bank secrecy and transparency.

*Promoción de la integridad en los mercados financieros: nos comprometemos a proteger la integridad de los mercados financieros del mundo reforzando la protección de los inversores y consumidores, evitando conflictos de intereses, previniendo la manipulación ilegal del mercado, las actividades fraudulentas y el abuso, y protegiendo contra los riesgos financieros ilícitos que surgen de las jurisdicciones. También promoveremos el intercambio de información, incluso con respecto a jurisdicciones que aún tienen que comprometerse con los estándares internacionales con respecto al secreto bancario y la transparencia*

- **Reinforcing International Cooperation:** We call upon our national and regional regulators to formulate their regulations and other measures in a consistent manner. Regulators should enhance their coordination and cooperation across all segments of financial markets, including with respect to cross-border capital flows. Regulators and other relevant authorities as a matter of priority should strengthen cooperation on crisis prevention, management, and resolution.

*Reforzar la cooperación internacional: Hacemos un llamado a nuestros reguladores nacionales y regionales para que formulen sus regulaciones y otras medidas de manera consistente. Los reguladores deben mejorar su coordinación y cooperación en todos los segmentos de los mercados financieros, incluso con respecto a los flujos de capital transfronterizos. Los reguladores y otras autoridades pertinentes deben fortalecer, como cuestión prioritaria, la cooperación en la prevención, gestión y resolución de crisis.*

- **Reforming International Financial Institutions:** We are committed to advancing the reform of the Bretton Woods Institutions so that they can more adequately reflect changing economic weights in the world economy in order to increase their legitimacy and effectiveness. In this respect, emerging and developing economies, including the poorest countries, should have greater voice and representation. The Financial Stability Forum (FSF) must expand urgently to a broader membership of emerging economies, and other major standard setting bodies should promptly review their membership.

The IMF, in collaboration with the expanded FSF and other bodies, should work to better identify vulnerabilities, anticipate potential stresses, and act swiftly to play a key role in crisis response.

*Reforma de las instituciones financieras internacionales: Estamos comprometidos a impulsar la reforma de las instituciones de Bretton Woods para que puedan reflejar de manera más adecuada los pesos económicos cambiantes en la economía mundial a fin de aumentar su legitimidad y eficacia. A este respecto, las economías emergentes y en desarrollo, incluidos los países más pobres, deberían tener más voz y representación. El Foro de Estabilidad Financiera (FSF, por sus siglas en inglés) debe expandirse urgentemente a una membresía más amplia de economías emergentes, y otros organismos importantes de establecimiento de normas deben revisar de inmediato su membresía. El FMI, en colaboración con el FSF ampliado y otros órganos, debería trabajar para identificar mejor las vulnerabilidades, anticipar tensiones potenciales y actuar con rapidez para desempeñar un papel clave en la respuesta a la crisis.*

En vista del rol del G-20 en la reforma del sistema financiero el G-20 se reunía nuevamente en abril, en Londres, para revisar la implementación de los principios y las decisiones que se acordaron en noviembre. En la cumbre se llegó al acuerdo de tratar de lograr una mayor regulación mundial de los fondos de cobertura y de calificación crediticia de organismos, un enfoque común para la limpieza de los activos tóxicos. También se acordó establecer un consejo de estabilidad financiera con el FMI, una especie de agencia reguladora mundial para garantizar una mayor cooperación global y proporcionar un sistema de alerta temprana ante una futura crisis financiera. Se encargó la misión de coordinar los cambios regulatorios a la junta de servicios financieros y la OMC velara que los miembros del G-20 eviten el proteccionismo (Fidler, 2009)

Otro de los puntos tratados en la cumbre, es el tema de los paraísos fiscales. Se ha llegado a un consenso para publicar una "lista de países no cooperantes". En respuesta a la petición de los países del G-20, la OCDE ha hecho pública la lista de los Estados que menos cooperan: Costa Rica, Uruguay, Malasia y Filipinas. Países que, según indica la institución, "no se han comprometido a respetar los estándares

internacionales". Por otro lado, Suiza, Bélgica, Luxemburgo y Austria han retirado sus reservas sobre el levantamiento del secreto bancario en caso de fraude. Esto llevó al Primer Ministro Británico, Gordon Brown, a declarar que "esto es el principio del fin de los paraísos fiscales" y el documento final del acuerdo declara que "la era del secreto bancario ha terminado".

Uno de los acuerdos generales en la Cumbre de Londres es que EE. UU. debería alejarse de su posición dominante, y que es necesario que haya más regulaciones gubernamentales para el sector privado.

Dos cumbres más tuvieron lugar, y lo cierto es que el liderazgo tomado por el G-7 y el G-20, sobre todo del primer ministro británico, el único miembro con amplios conocimientos en materia económica, lograron amalgamar de cierta forma las consecuencias de la crisis y encaminar el mercado financiero a una nueva etapa de crecimiento. En definitiva, hacia mediados de octubre el emergente liderazgo europeo y las acciones concertadas habían permitido recuperar cierto nivel de confianza. Pero el capital seguía huyendo hacia activos seguros, el mercado interbancario seguía teniendo problemas y las causas estructurales de la crisis no habían sido resueltas en su totalidad.

Otro de los puntos importantes que buscaban evitar las nuevas medidas y propuestas en respuesta a la crisis, era disminuir el incentivo al riesgo, para crear un sistema en que las pérdidas sean asumidas por aquellos que deciden tomar los riesgos y no por los contribuyentes u otros agentes económicos. Debido a esto, diferentes alternativas comenzaron a aparecer para crear un sistema más estable y sólido. Entre estas medidas normativas las más destacadas fueron por ejemplo en EEUU, el *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* Aprobado en 2010, que se trata de una reforma global del sistema financiero, para abordar los problemas en el marco normativo. Se desarrolló un total rediseño del marco institucional, ya que existía una escasa coordinación entre las diferentes agencias gubernamentales que generaba inestabilidad financiera y falta de protección al consumidor. Creaba así, el Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera (FSCO), que acarrearía la responsabilidad de la estabilidad financiera. Entre sus funciones se encuentran, identificar y responder a riesgos emergentes en todo el sistema financiero, asesorar a la Reserva Federal para identificar entidades cuya caída podría presentar una amenaza para la estabilidad financiera. Entre otras modificaciones, la reforma también adopta una serie de medidas para limitar los riesgos en los que pueden incurrir las instituciones financieras para

minimizar el coste que podría suponer una quiebra por parte de una de ellas. Se crea un marco donde la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) y la FED pueden recomendar al tesoro la intervención de cualquier entidad que se encuentre insolvente y que bajo la legislación de quiebras se encuentre en una situación capaz de crear riesgo a la estabilidad financiera. Otro punto fundamental de la ley, son las medidas adoptadas para limitar los incentivos que tienen las entidades sistémicas para incurrir en la asunción excesiva de riesgos y de esta forma las instituciones deben incrementar los requisitos de capital, liquidez y disminuir el apalancamiento.

Otra de las reformas a destacar es la *Volker Rule*, incluida dentro de la reforma *Dodd Frank* Y bajo el nombre de su autor Paul Volker, Ex presidente de la Reserva Federal, la cual tenía por objetivo limitar que las entidades empleen la protección que tienen por ser consideradas entidades de depósito para aumentar el nivel de riesgo asumido con la finalidad de obtener una mayor rentabilidad para sus accionistas. De esta forma prohibía que las entidades bancarias puedan realizar operaciones por cuenta propia, ni tampoco patrocinar fondos de capital-riesgo.

Por otro lado, otra de las medidas importantes de destacar es la adoptada por el Comité de Basilea para fortalecer el marco normativo de las instituciones financieras a nivel mundial. Centró su objetivo en la reforma de la calidad del capital de los bancos, liquidez y control de los derivados. Adoptó restricciones para los niveles de apalancamiento y acumulación de reservas para realizar provisiones, creando así el Basilea III. En primer lugar, incrementaba el porcentaje mínimo del llamado “Core Capital” del 2% al 4,5%<sup>7</sup>. El denominado “Tier 1” Debería estar formado por acciones ordinarias y reservas<sup>8</sup>, pasara del 4% al 6%. Estos cambios en los porcentajes tenían un plazo hasta enero de 2015 para ser implementados. En segundo lugar, se implementaron medidas para el refuerzo de la liquidez para que las entidades puedan afrontar sus operaciones de manera efectiva y no se produzca un estrés o paralización como ocurrió durante los sucesos del 2008 y para ellos se establecían dos ratios fundamentales que las instituciones debían cumplir, por un lado, el ratio de cobertura de liquidez y por el otro el ratio estructural. El primero de ellos con el objetivo de que el stock de activos líquidos sea mayor o igual que las salidas de caja netas en un plazo de 30 días y el

<sup>7</sup> Core Capital o capital regulatorio está constituido por los fondos de los que una empresa puede disponer libremente y sin ningún tipo de ataduras para hacer frente a los riesgos que ha asumido. Estos instrumentos son capaces de absorber las pérdidas de un banco cuando se encuentra en funcionamiento.

<sup>8</sup> Es la medida central de la fortaleza financiera de un banco desde el punto de vista del regulador. Se compone de un capital básico, que consiste principalmente en las acciones ordinarias y de las reservas declarada (o utilidades retenidas)

segundo, complementario al anterior, supone el establecimiento de una ratio de financiación o liquidez estable, es decir, el volumen disponible de financiación estable debe ser igual o mayor a los requerimientos de financiación operativa. En resumen, lo que planteaba Basilea III era más capital y de mayor calidad, lo que presenta un desafío de implementación para las instituciones.

## 5. Entrevista realizada a un especialista en cambios disruptivos

### *Federico Fernandez De Francesco*

---

Tras una larga búsqueda de candidatos para poder intercambiar palabras y conocer otros puntos de vista, la respuesta estaba más cerca de lo que esperaba. Así di, por varias recomendaciones, con Federico, Licenciado en Economía de la Universidad Católica Argentina, con un MBA obtenido en la Universidad del Cema, un posgrado en Docencia Universitaria para Ciencias Económicas, quien además de ser COO y CFO de una consultora especializada en cambios disruptivos y tecnología Blockchain, resultó ser profesor de la Universidad de San Isidro, por lo que instantáneamente logré ponerme en contacto.

Desde un principio la charla se convirtió en un ida y vuelta de ideas e intercambio de opiniones, lo que enriqueció mucho los fundamentos con los cuales venía trabajando, además de permitirme profundizar aún más en ideas y criterios para la propia documentación. También, como las respuestas de Federico estaban muy en línea con la conclusión que venía gestando a lo largo de la investigación, fue un gran apoyo para darle un cierre a esta investigación.

La entrevista realizada tuvo 8 preguntas centrales, las cuales serán documentadas a continuación:

#### **1. ¿Referido únicamente a la regulación de los mercados, en que línea de pensamiento se apoyan más tus ideas, cree que esta es necesaria?**

*Yo no soy filosóficamente muy adepto a tratar de regular los mercados solo porque haya que regularlos, creo en el libre mercado y creo que el mercado tiende al equilibrio, pero suele haber momentos en la historia, sobre todo por lo que estamos*

*viviendo recientemente o desde los últimos 40 años, en donde distintos instrumentos financieros y tecnológicos quedan por encima de la capacidad de la velocidad que puede ajustarse ya sea instrumentos privados para regular, ya sea normas bancarias internas, como también las normas legales que le generan un marco. Entonces, como el caso que estás estudiando, creo que es el típico caso en donde el marco de la ley queda por detrás de la innovación financiera.*

**2. Entonces, ¿No está de acuerdo con la teoría de la inestabilidad de los mercados de la que habla Minsky, en el que habla de la incapacidad de los mercados de autorregularse y su tendencia al desequilibrio?**

*Si y no. Creo que es una pregunta compleja. Creo que hay desequilibrios en el corto plazo y que no debería haberlos en el largo plazo, el mercado se tendría que ajustar en el largo plazo. Lo que pasa es que ese desequilibrio que se puede generar en el corto plazo, caso crisis del 2008, puede ser que sea demasiado “violento” o con demasiado costo para la sociedad, entonces, ahí sí creo que es necesario una intervención por parte del gobierno, después obviamente podemos discutir el nivel de la intervención, como en el caso del 2008, si estuvo bien o mal el nivel de rescate a ciertos actores. Pero, si creamos un mercado que en el largo plazo se podría llegar a equilibrar, tendríamos que realizar como sociedad un análisis, un trade off entre los posibles desequilibrios en el corto plazo, tratar de cuantificarlos, para poder medir las magnitudes del costo social que pueden traer aparejados, si es muy costoso para la sociedad en términos de desempleo, inflación o crisis en algún sector puntual, ahí sí creo que se tiene que intervenir, en una justa medida, no regular solo porque sí, sino tratar de regular lo menos posible en los lugares donde realmente es efectivo y con fundamentos claros.*

**3. Por lo tanto, ¿Cree que un mercado sin regulación alguna tendería finalmente al equilibrio?**

*Si. Como decía anteriormente, en el largo plazo todas las variables se ajustarían, pero también, depende del costo que como sociedad estemos dispuestos a pagar. ¿Estamos dispuestos realmente a tocar fondo en una crisis para después pegar un salto o buscamos una línea de ciclos económicos? Tratar de disminuir las bajas y*

*cuando tenemos las ganancias crear fondos anticíclicos para después pasar el otro momento. Eso depende mucho del perfil ideológico de las sociedades puntuales de cada país y de las personas en el poder en ese periodo. Creo que no hubiera sido lo mismo el pack de medidas adoptadas por los republicanos que por los demócratas. Ahí hay una discrepancia que es sana para cualquier democracia en donde unos opinaban que tenía que haber menos regulación o no realizar tanto salvataje y otros un poco más. Creo que es la discusión que se va a venir de cara al futuro entre un estado más presente y un estado menos presente, no es que estamos discutiendo un estado comunista o un estado liberal, estamos discutiendo solo sobre los grados de la intervención del estado.*

**4. Esta pregunta está relacionada a una mención que realizó en la primera pregunta ¿Apoya la idea de que históricamente la aparición y estructuración de nuevas herramientas financieras cada vez más complejas, dejan los marcos regulatorios atrasados y obsoletos? ¿Cuál podría ser una solución viable?**

*Si totalmente de acuerdo, creo que es una muy buena pregunta. Tenemos que ser más ágiles desde el punto de vista legal. Siempre ha pasado a lo largo de la historia que el surgimiento, no solo de nuevos instrumentos financieros si no de nuevas tecnologías o nuevas formas de transaccionar generan una crisis o lo que se podría llamar un desbalanceo momentáneo, que suele el estado a veces compensarlo. Esto ha pasado como muy bien lo dice tu investigación, antes en el tiempo y también desde el punto de vista de las monedas. Ahora, por ejemplo, todo lo que es el mundo de las criptomonedas ha llegado a estresar el marco regulatorio que estaba vigente y todos los gobiernos están pensando como abarcar el tema. Por último, en la segunda parte de la pregunta, yo creo que todos los gobiernos tienen que hacer leyes simples y cosa que algunos gobiernos están implementando, en vez de esperar 20 años para cambiar una ley, realizan agrupaciones de legisladores con todos los sectores, es decir, como si fuera una especie de conjunto con las distintas cámaras u organizaciones sociales, sindicales y empresariales, para ir monitoreando día a día, cuan nos estamos quedando por detrás. Por ejemplo, no esperar 5 años más para ver como regulamos o como tratamos de meter un marco legal en Bitcoin y no cuando esto desencadene un problema. Pero eso suele pasar por la dinámica de la política, ya que la política suele ser, sobre todo la parte legislativa, el congreso en sus ambas cámaras (si fuera una democracia parlamentaria), suelen trabajar más lento por la propia estructura y por el*



*propio funcionamiento de ellas, para que una ley sea ley, que lo vimos cuando Obama manda los packs de reforma, han llevado meses, a parte de las discusiones en sí. Una vez consensuado lleva bastante tiempo que una ley sea realidad, entonces tenemos que trabajar en y por la política, para mejorar ese esquema, ya que esa solución que quizás podría haber llegado en el corto plazo, llegó al mediano plazo por cómo funciona la política y por consecuencia, ya presentar un problema.*

**5. ¿Con respecto a la aparición del mercado en pleno crecimiento de las criptomonedas, qué opinión tiene en cuanto a la regularización de las mismas?**

*Es un tema complejo por distintos motivos. El primero, y hago una especie de paréntesis, el surgimiento de las criptomonedas se da puntualmente, entre otros factores, por la crisis del 2008. Bitcoin es una respuesta inmediata a los bail outs que realizó el gobierno a los sectores bancarios, fue como una especie de protesta al (para una corriente) mal uso del dinero de los contribuyentes y Bitcoin fue creado exclusivamente para crear una moneda por fuera de todo ámbito estatal o gubernamental preparada para evitar cualquier tipo de control supranacional. Entonces, ahí tenemos un dilema, en como tratamos de regular algo que por nacimiento está pensado para no ser regulado. Eso por un lado, por el otro, las demás monedas, Ethereum, Cardano, tienen distintas funcionalidades, entonces, a mi humilde entender creo que tendríamos que reacomodar todo el sistema legal, todo el sistema tributario e incluso empezar a distinguir, porque no es lo mismo Bitcoin que Ethereum, ya que por su funcionamiento y funcionalidad son distintas. Bitcoin es una moneda transaccional entre personas, Ethereum es un contrato inteligente que viaja en la red. Entonces, no es lo mismo tratar de regular un contrato inteligente que tratar de regular una moneda. Es ahí donde hoy o actualmente se genera mucha discrepancia, no solo en las visiones de cada gobierno, sino que se genera un gap interesante, que creo que pocas veces ha pasado, entre el conocimiento de la sociedad sobre las criptomonedas y el conocimiento del estado sobre las criptomonedas.*

*Un ejemplo, en un principio se hacia la idea que, si vos hiciste una transacción en Bitcoin estás haciendo algo ilegal y no es así, hoy en día hay miles de sitios de internet e incluso personas que transaccionan con Bitcoin, en la Argentina ya ha habido departamentos y autos que se han comprado con Bitcoin y eso no le quita legalidad. El Salvador hace unos días con el nuevo presidente, ha determinado que el*

*Bitcoin es una moneda de curso legal. Empezamos a ver países, como por ejemplo Estonia, Malta, Irlanda que están siendo mucho más flexibles en las regulaciones de esta clase de criptoactivos que nos permiten transaccionar legalmente dentro del mercado. Ahí viene una pregunta que me suele causar gracia, por ejemplo, la Argentina permite el dólar como una moneda de curso legal y obviamente no tiene el control monetario del dólar, no puede inferir o tratar de regular el mecanismo de emisión del dólar por que lo gobierna otro estado. En el caso de Bitcoin es lo mismo, vos podés aceptarla como moneda de intercambio legal y sin embargo no tener control, que sería lo mismo que tener el dólar. Para que querer tener control de algo, ya teniendo o permitiendo otras cosas en las cuales no lo tenés. Creo que gran parte de la discusión pasa por ahí, Yo estoy convencido de que es una discusión más filosófica que técnica.*

**6. ¿Cree como varios pensadores, que este mercado es una burbuja en crecimiento, en el cual valores de monedas como el bitcoin está muy por encima de su valor real o atribuye su precio y creciente demanda a tratarse de un producto innovador que está sentando las bases de su precio futuro y por ende más valioso que las monedas utilizadas en la actualidad? De no apoyar ninguna de estas opciones, ¿A qué atribuye su rápido crecimiento y posicionamiento en los últimos años?**

*Es justo mi ámbito de trabajo y donde en los últimos años me desempeño profesionalmente. Antes que nada, a mí no me gusta hablar de burbuja y de precio porque considero que el cambio tecnológico de las criptomonedas, no por el hecho de ser bienes transables, sino por la tecnología que llevan detrás, que es la red blockchain (que es un mundo aparte y no creo necesario ahora entrar), que se propone es disruptivo y exponencial, muchas de las cosas que hoy vemos están empezando a cambiar y van a cambiar. Entonces, desde ese punto de vista, no puedo hablar de burbujas; si puedo hablar de un desequilibrio en el corto plazo y teniendo en cuenta que es un mercado de muy fácil entrada y muy fácil salida, hemos visto que nos impacta más en el precio más una declaración por Twitter de Elon Musk a los 40 segundos, que por ejemplo la prohibición de China de minar Bitcoin. Entonces, creo que al ser un mercado tan dinámico tiene variaciones de precio por encima de lo que estamos acostumbrados, eso yo no lo atribuyo a que sea una burbuja. Puede ser que*

*ahora estemos en una etapa en donde estamos pasando de Early Adopters (es decir de personas que tempranamente adoptan la tecnología) a una masividad más grande, pero no creo que sea una burbuja en lo absoluto. Creo que esto va a ser creciente, va a ser de inclusión financiera, que va a empezar a traer un montón de gente de distintos sectores y demografías, entonces no lo puedo atribuir a una burbuja. Si puedo atribuir ciclos en el corto plazo, pero creo que en el largo plazo veremos un movimiento hacia arriba, no se si del precio, pero sí de la tecnología, cosa que me lleva a pensar que si la tecnología sigue el camino que sigue de adopción, el precio tendría que acompañar hasta encontrar un equilibrio.*

**7. ¿Cómo cree que impactó el COVID19 en los mercados financieros alrededor del mundo y cuáles cree que fueron los puntos negativos más fuertes a los que se debió enfrentar el mercado? ¿sigue sufriendo las consecuencias o se encamina a un futuro crecimiento?**

*Me parece interesante la pregunta, todavía estamos viviendo la historia del Covid o como yo llamo, “el mundo pre-pandémico y post pandémico”. Creo que vamos a estar años analizando el impacto real que tuvo la pandemia sobre toda la humanidad, también sobre los mercados financieros y sobre distintos mercados como el laboral, el del comportamiento humano, etc. Me acuerdo allá por marzo del 2020 cuando se empezaron a complicar las cosas, sobre todo en Europa y Estados Unidos, las caídas fueron fuertes sobre todo en los rubros de los servicios de turismo, líneas aéreas, cadenas de hoteles, etc., pero al corto plazo empezamos a ver un surgimiento del mercado de servicios, sobre todo lo que por ahí, acá en Argentina, conocemos como Mercado libre, Rappi y un montón de aplicaciones que nos han aliviado la carga de los confinamientos. En Estados Unidos se ha visto también el crecimiento muy fuerte que han tenido plataformas como Amazon o similares, entonces creo que lo que perdió un sector lo gana el otro, lo que es típico en una crisis, hay sectores más perjudicados y sectores que salen beneficiados. ¿Ha impactado el Covid en el mercado financiero? Si por supuesto, pero creo que se ha ajustado rápidamente y no solo se ha ajustado sino que también fue como una especie de “juntar las cartas y dar de vuelta” (dicho popular que significa resetear o empezar de nuevo) y a partir de ahora, ya pensando en el mundo post Covid o post pandemia, de acuerdo a la interacción que hemos tenido*

*con el virus, van a haber un montón de cosas que no las vamos a hacer igual que antes y eso tiene una correlación 1:1 con los mercados financieros.*

**8. Por último ¿Crees que es posible enfrentarnos a una nueva crisis financiera de una magnitud considerable a nivel global en el corto o mediano plazo? ¿por qué?**

*Lamento informar que sí, es la repetición de la historia. Generalmente suele haber una crisis de mediana profundidad cada entre 7 y 8 años y otra de más profundidad en alrededor de 20 años. Si, todavía no sabemos por qué sector y generalmente este tipo de crisis suele ser, así como dice Nassim Taleb, en su libro Cisne Negro “un evento de muy poca probabilidad con alto impacto”. Todavía no sabemos, estamos recién reestructurando el mundo para sobrevivir y para vivir en un mundo post pandémico y todavía no tenemos ni idea por donde puede llegar a venir la próxima crisis. Sin embargo, yo veo que se están empezando a estresar las variables, no sé si tanto del mercado financiero puntual, sino de las cuentas macroeconómicas de algunos países, sobre todo de países del tercer mundo o de los países emergentes, en donde los altos niveles de deuda y el escaso financiamiento que pueden conseguir está empezando a estresar esas variables.*

*Es muy pronto decirlo y yo no soy experto en la materia, pero quizá tengamos una futura crisis en el corto plazo al estilo de 1997 con las crisis de Asia, crisis provocada por un desequilibrio en las cuentas fiscales de los países, quizás podríamos enfrentar algo de ese estilo.*

Muchos puntos importantes surgieron a lo largo de esta entrevista, de los cuales creo fundamentales rescatar y que hacen a nuestra investigación, como puede ser, el atraso del marco legal y regulatorio al que se enfrentan los mercados con la innovación, el equilibrio inherente del mercado en el largo plazo, a veces en contraposición del equilibrio en el corto plazo para alivianar consecuencias sociales no deseadas y por último el impacto de una situación única como la es a la que nos enfrentamos con el confinamiento y los cambios que este trajo aparejados, la cual en muchos casos produjo crecimientos tras la adaptación a estos mismos o bien por la naturaleza misma de las operaciones de una empresa.

De esta forma, ya con un marco investigativo documentado, el cual a lo largo del desarrollo arroja muchos detalles interesantes, hacemos paso al último paso de este trabajo de investigación.

## **6. Conclusión**

Según Minsky, economista americano, los mercados financieros son incapaces de autorregularse y tienden al desequilibrio, sobre todo tras largos periodos de crecimiento y estabilidad que incentivan los excesos. Inherentemente inestable, no es posible escapar de crisis periódicas, cuyas consecuencias son más devastadoras cuanto mayor sea el periodo de crecimiento que las preceda. En 1974 el economista Hyman Minsky advirtió que los ciclos económicos podían ser una bomba de tiempo si el sistema financiero se descontrolaba. Seguidor de Keynes, y enemigo de las desregulaciones, Minsky advirtió que la economía podía ser arrastrada al abismo si los gobiernos no construían sólidas defensas para la estabilidad financiera. En tiempos de prosperidad se desarrolla una euforia especulativa que hace aumentar el volumen de crédito hasta que los beneficios producidos colapsan y no pueden pagar la deuda, este momento del impago es el que desata la crisis financiera por una reacción en cadena de quiebras bancarias y empresariales. Por otro lado, Paul Krugman, a quien se concedió el premio nobel de economía en medio de la crisis por sus contribuciones a las nuevas teorías del cambio examinando las economías de escala y preferencias, explicaba que el sistema financiero estaba más integrado y apalancado que nunca. Por lo tanto, a medida que iba cayendo el precio de los activos inmobiliarios y en consecuencia sus derivados, y se iban haciendo públicas sus caídas, las instituciones afrontaban una pérdida de capital importante y falta de liquidez. De esta forma, se veían obligados a vender sus títulos, lo que deprimía aún más los precios y causaba más pérdidas. Este círculo vicioso se volvía global y solo una inversión pública podía frenarlo. También se sumaban opiniones como la de George Soros, inversor multimillonario y filántropo<sup>xvii</sup>, quien afirmaba que la crisis actual no es solo una crisis provocada por el mercado inmobiliario, si no que “Se trata del fin de un periodo de 30 años de expansión en el crédito basado en el dólar como moneda de reserva” y que “Los mercados son imperfectos y no tienden al equilibrio, como todas las creaciones humanas son dados a los excesos”, mientras afirmaba que el mundo tenía que darse nuevas reglas financieras para blindarse contra el daño que adictos a la especulación como el mismo podían causarle.

En contrapunto, desde el punto de vista de la Escuela Austriaca, donde algunos de sus personajes más destacados son Friederick Hayek, Murray Rothbard, Carl Menger, entre otros, la inestabilidad cíclica y financiera no es inherente a las economías de libre mercado puramente capitalistas, si más bien un fenómeno de economías mixtas y se genera por las intervenciones de las autoridades públicas en los procesos de mercado (Hayek, 1979). En concreto la inestabilidad observada en los regímenes bancarios actuales no constituye una evidencia de que es el sistema financiero el que se hace frágil a sí mismo, sino que se caracterizan por actuar regulados bajo bancos centrales y otros organismos gubernamentales que tienen el poder de alterar el sistema. En otras palabras, para reducir significativamente la influencia de grandes jugadores habría que tomar un giro constitucional, la cual debería comprender y basarse en disciplina fiscal por una lado, una constitución monetaria y una constitución reguladora, ya que sin una verdadera reforma reguladora hay pocas esperanzas de abandonar el capitalismo clientelista que aumenta el papel de estos grandes jugadores, por lo que se debería regular a los reguladores de la misma manera que los mercados regulan a las empresas privadas (Koppl, 2014)

Asumiendo que los mercados financieros son por su naturaleza riesgosos y a mayor riesgo, generalmente, mayores pueden ser las retribuciones, es importante mantener un marco regulatorio acorde y actualizado para poder hacer frente a las innovaciones y nuevas herramientas que a menudo suelen estructurarse en el mercado. Sin embargo, sería ingenuo pensar que solo por la vía de la regulación podrían evitarse futuras crisis, es así, que rápidamente podríamos identificar economías ampliamente reguladas, con un alto poder público, controles sumamente estrictos y con sus mercados cerrados que actualmente afrontan un periodo de crisis absoluta, por falta de inversiones, desabastecimiento, devaluación de sus monedas, entre otras consecuencias.

De esta forma, queda demostrada que una política reguladora demasiado agresiva, simplemente obstaculizaría el desarrollo financiero y el crecimiento económico. Por otro lado, una completa desregularización puede alterar el equilibrio debido a la especulación y el aumento del riesgo, como ya vimos durante el desarrollo, por lo que posiblemente la solución este en la regulación y en la modificación de los incentivos alrededor del sistema financiero. Tomando una postura completamente desregularizadora, podemos observar que un mercado que naturalmente tendería al equilibrio se ve afectado por variables ajenas a este, como lo son por ejemplo los bonos

bancarios, directamente relacionados a la productividad que, en el caso de la crisis del 2008, provocaba que los agentes disminuyan fuertemente los estándares crediticios para acceder a una hipoteca, en pól de un beneficio propio percibido por un aumento de su productividad, solo por nombrar uno de los casos anteriormente mencionados.

Como se analizó durante todo este trabajo de investigación, queda claro que la regulación es necesaria en cierto punto, no como menciona Minsky por el desequilibrio inherente de los mercados, si no para que sus participantes mas fuertes no puedan imponerse ante los demás, generando así, desequilibrios tan grandes que puedan ocasionar una crisis tan profunda como la del 1929 o la del 2008.

Cualquier extremo puede ser contraproducente, los sistemas financieros sustentan el desarrollo económico, el reto está en alinear los inventivos entre el sector público y privado, por lo que es importante encontrar el equilibrio y no descuidar las alteraciones que se producen con el tiempo, el cambio y el desarrollo son buenos, pero monitorear estos cambios y sus posibles consecuencias parece ser el camino para seguir manteniendo el crecimiento en los mercados, lograr que las crisis sean menos frecuentes, menos severas y menos costosas. En la actualidad se siguen desarrollando nuevos desafíos para las economías, como lo son por ejemplo la irrupción de las criptomonedas y su creciente mercado, tanto para ahorristas, inversores, especuladores, etc. Por otro lado, nos encontramos frente a una situación única, generada por la pandemia ocasionada por el virus “SRAS-CoV-2” mejor conocido como Coronavirus y la posterior cuarentena global a la que fue sometida la población, de la cual las consecuencias y repercusiones reales serán estudiadas y analizadas a través de los próximos años, tanto en el mercado financiero, económico, laboral y social. Lo cierto es que, en el corto plazo, los mercados tuvieron una adaptación al cambio relativamente rápida y muchas empresas de servicios se hicieron muy fuertes en este último año, por lo que en este último periodo no se denota un impacto muy significativo, más allá de obviamente las empresas impactadas por la naturaleza de sus operaciones, en los mercados financieros en general.

El desafío una vez más, parece estar en manos del marco regulador, en la habilidad para adaptarse a los presentes cambios que se introducen al mercado que puedan llegar a surgir por la visible reestructuración mundial para adaptarse a un mundo pospandemico.

## 7. Referencias



<sup>i</sup> “Valores respaldados por hipotecas – Mortgage backed securities (MBS)”.  
<https://economipedia.com/definiciones/valores-respaldados-hipotecas-mortgage-backed-securities-mbs.html>

<sup>ii</sup> “Hipotecas subprime: las responsables de la crisis de 2008”. Miquel Riera, 2021.  
<https://www.helpmycash.com/hipotecas/hipotecas-subprime>

<sup>iii</sup> “¿que son los swaps y como funcionan?”  
<https://www.bbva.com/es/swaps-que-son-y-como-funcionan/>

<sup>iv</sup> “Diccionario Económico”. Gómez Martín-Aragón, 2021.  
[https://www.expansion.com/diccionario-economico.html?cid=DICEC001&s\\_kw=redac\\_exp](https://www.expansion.com/diccionario-economico.html?cid=DICEC001&s_kw=redac_exp)

<sup>v</sup> “What are derivatives in finance?” Tom Tragett, 5/2/21.  
<https://libertex.com/blog/what-are-derivatives-finance>

<sup>vi</sup> “Lewis Ranieri”. Wikipedia, la enciclopedia libre. Última actualización 23/9/2020  
[https://en.wikipedia.org/wiki/Lewis\\_Ranieri](https://en.wikipedia.org/wiki/Lewis_Ranieri)

<sup>vii</sup> “Cómo se gestó la crisis financiera mundial”. BBVA Economic Communications. Act. 29 nov 2017

<sup>viii</sup> “Alan Greenspan”. Wikipedia, la enciclopedia libre. Última actualización 2/5/2021.  
[https://en.wikipedia.org/wiki/Alan\\_Greenspan](https://en.wikipedia.org/wiki/Alan_Greenspan)

<sup>ix</sup> “Federal Register Vol 49. No 242” Pg. 48757. Diciembre 14, 1984

<sup>x</sup>  
“Joint Statement No. RR-2426” 5/7/1998.  
<https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/rr2426.aspx>

<sup>xi</sup> “Who is to blame for the Mortgage Carnage and coming Financial Disaster? Unregulated free market fundamentalism zealotry”, (Pg 5) Nouriel Roubini (2007)

<sup>xii</sup>  
“Michael Burry” Wikipedia, la enciclopedia libre. Última actualización 27/5/2021.

<sup>xiii</sup>  
“Has Financial Development Made the World Riskier?” Raghuram G.Rajan, Working Paper #11728, Sep, 2005.  
[https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w11728/w11728.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w11728/w11728.pdf)

<sup>xiv</sup> “An Unsavory Slice of Subprime” Allan Sloan, October 16, 2007.  
<http://docshare04.docshare.tips/files/7545/75454861.pdf>

<sup>xv</sup> *The new International Financial System: Analyzing the cumulative impact of regulatory reform.* (Pg. 91). Douglas D Evanoff, Andrew G Haldane y George G. Kaufman (2014).

<sup>xvi</sup>  
“Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy” The White house archives,2008.

<sup>xvii</sup>  
“George Soros”. Wikipedia, la enciclopedia libre. Última actualización 9/6/2021.

<sup>xviii</sup> George Soros, 2008. “The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means”.

<sup>xix</sup> Hyman Minsky, 1986 “Stabilizing an unstable economy”.