

## Orígenes y naturaleza de la crisis financiera mundial. Fases que la caracterizaron Impactos en países desarrollados y emergentes

*Ciclo de estudios 2009 del BCRA: "La macroeconomía de la crisis financiera internacional y las respuestas de los Bancos Centrales"*

Trabajo final, Roberto J.A. Kalauz<sup>1</sup>

En la mañana del lunes 15 de septiembre del 2008 observaba atónito las noticias de la caída del más antiguo Banco de Inversión de EEUU, el Lehman Brothers. Era como observar la caída de las torres del 11 de septiembre pero esta vez colapsaba el sistema desde adentro, provocado por los mismos actores y protagonistas del sistema monetario. Ironías de la historia, Henry Paulson, entonces Secretario del Tesoro había dicho la noche anterior que el sistema estaba a salvo. En Marzo Bears Sterns había sido rescatado, La caída de Lheman fue el inicio simbólico de la mayor crisis financiera y por algunos días se generó un pánico que hizo recordar a la gran depresión de los años 30. Nuevas caídas mostraron la fragilidad del sistema, el contagio extendió la crisis a otros países y su efecto casi inmediato sobre la economía real y el comercio mundial.

Otros gigantes fueron Fannie Mae, Freddie Mac, AIG, Ford, General Motors, Chrysler, Northerrock en el Reino Unido La crisis sacudió a la Unión Europea y a sus nuevos integrantes del Este y llegó también a Oriente. China bajó su tasa de crecimiento a la mitad, sin embargo las reservas acumuladas en los países emergentes y un aprendizaje tortuoso de crisis anteriores permitieron capear el temporal y estar preparados para retomar el crecimiento.

Los grandes desbalances globales son el núcleo de la macroeconomía de la crisis. Esta gira en torno al vínculo entre los desbalances globales en la esfera macroeconómica y su relación, con los desarrollos e innovaciones en los mercados financieros, que ha sido muy intenso en los últimos 15 años.

Bernake, actual presidente de la FED, si bien reconociendo la complejidad y diversidad de opiniones, apunta al desarrollo y comportamiento del ahorro y la inversión durante los últimos diez años o más y como eso afectó a los mercados de crédito. En una reciente conferencia en el Banco Central de San Francisco, volvió a insistir en sus

---

<sup>1</sup> [www.pepek.com.ar](http://www.pepek.com.ar)

comentarios. Pidió a los líderes de Asia desarrollar mejores sistemas de pensiones e incrementar el gasto fiscal, reflejando un creciente consenso entre las autoridades mundiales sobre la necesidad de "equilibrar" el crecimiento económico global para que dependa menos de los consumidores estadounidenses.

En tanto para el gobierno del Presidente Barack Obama resolver el déficit presupuestario y comercial resultan sus prioridades. Entre 2000 y 2006, la brecha entre las exportaciones y las importaciones de EE.UU. aumentó de menos de US\$400.000 millones a casi US\$800.000 millones. Como porcentaje de su Producto Interno Bruto, la brecha creció del 2% a mediados de los años 90 a más de 5% actualmente. En tanto las nuevas medidas fiscales y monetarias llevan el actual déficit fiscal al 10 % de su PIB.

### **La crisis sub-prime: Fannie Mae y Freddie Mac**

Los años previos a esta crisis fueron de un crecimiento y una prosperidad financiera sin precedentes. Los países asiáticos y muchos países petroleros invertían el dinero excedente en bonos del tesoro de EEUU, este reciclado de dólares permitía mantener bajas tasas de interés más allá de lo permitido por la regla de Taylor. Fue aquí entonces que la demanda de activos de alto rendimiento desempeñó un papel decisivo<sup>2</sup>. Un ejemplo ilustrativo de la crisis "sub-prime" fue la caída de dos símbolos del crédito hipotecario en EEUU Freddie Mac y Fannie Mae que fueron creados durante la Gran Depresión como una agencia del gobierno para asegurar la oferta de fondos hipotecarios.

La "securitización"<sup>3</sup>, (that is the conversión of non-marketable assets into marketables ones). Es decir la generación de un nuevo mercado en donde un activo inmóvil tiene precio, y compraventa generando liquidez. Henry Kaufman un hombre de las finanzas de Wall Street en su libro prologado por Paul Walker; "On Money and Markets" dice que la securitización del crédito fue uno de las mas poderosas fuerzas que empujaron el mercado financiero después de la posguerra. Fundamentalmente destaca la invención en los finales de los años 70 de los "collateralized mortgage obligations (CMOs) y los real estate mortgage conduits REMICs). Otros nuevos instrumentos pudieron tener un mercado y una cotización diaria, a saber: Los eurodollar bonds, interest rates, currency swaps, los

---

<sup>2</sup> Es muy ilustrativo la explicación Interactiva, que se puede ver en el Financial Times, en la siguiente dirección electrónica : <http://media.ft.com/cms/c0b7a3f6-6dbf-11dc-b8ab-0000779fd2ac.swf> **Credit squeeze explained** How did the actions of subprime mortgage borrowers in the US affect global financial markets and lead to the ongoing liquidity crisis – and will the resulting fallout hurt the wider economy? Gillian Tett, capital markets editor, narrates FT.com's interactive feature explaining the credit squeeze. Published: September 27 2007 19:56 |

<sup>3</sup> <sup>3</sup> Henry Kauffman en su libro "On Money and Markets" destaca la fuerza poderosa que significó la securitización del crédito hipotecario al generar un nuevo mercado y en consecuencia liquidez. Pág. 53-58.

junk bonds, los zero coupon bonds, equity derivatives, options in Eurodolar y otros, entre ellos los futuros del Tesoro de EEUU.

La innovación financiera fue alimentada por las bajas tasas de interés, pero también es importante señalar el rol de los Bancos de Inversión y los Hedges Funds que fueron utilizando los nuevos productos financieros en busca de una mayor rentabilidad que habían perdido los bancos comerciales

En un breve ensayo<sup>4</sup>, sostengo que los bancos tradicionales han perdido su función original que era la de tomar depósitos y hacer préstamos. Entonces los tradicionales bancos comerciales se han ido transformado en Bancos de Inversión y más precisamente en “*gambling banks*”<sup>5</sup> (bancos de juego) Esto es así porque los tradicionales productos que comercializaban fueron transformándose en productos commodities. Como ya es conocido esos productos estandarizados y abundantes se vuelven más baratos. Los derivados fueron entonces los nuevos productos financieros, con una creciente sofisticación y diferenciación. Los bancos de Inversión y los Hedge Funds, fueron los principales promotores de estos productos. Su crecimiento ha sido exponencial. Según estadísticas del BIS (Bank of International Settlement), en diciembre de 2002 el total emitido era de 141 trillones de dólares, en tanto a diciembre de 2008 la cifra era de 591 trillones. 10 veces el valor calculado del Producto Bruto Mundial

Uno de esos productos; Mortgage-Backed Security (MBS) era un típico derivativo securitizado, que se negociaba como una inversión, era una deuda, cuyo activo subyacente eran las hipotecas y el valor de las casas. Se fueron negociando e incorporados a los portafolios de bancos e importantes instituciones financieras. A su vez los compradores aseguraban los portafolios con instrumentos derivados llamados CDS o Credit Default Swaps. Las hipotecas securitizadas eran avaladas por las agencias de riesgo y calificadas como triple A. Esos productos incluían hipotecas de distintos riesgos, pero los modelos VAR utilizados asignaban bajísima probabilidad de riesgo. La Compañía aseguradora más grande del mundo AIG, utilizaba en exceso estos productos, lo cual llevó al famoso y prudente inversor Warren Buffet a decir que los derivados eran “armas de destrucción masiva”, esa frase la pronunció<sup>6</sup> 5 años antes que AIG colapsara.

---

<sup>4</sup> “Traditional Banks have no future”? A brief essays by Roberto Kalauz...LSE. Summer course 2001

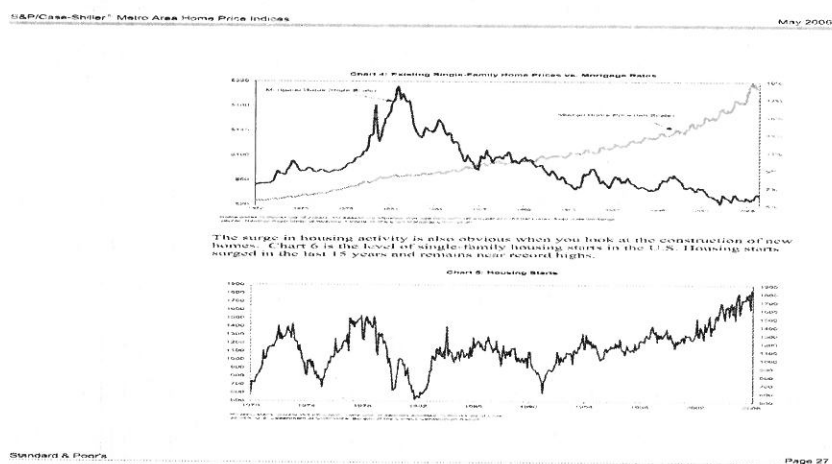
<sup>5</sup> “Mad Money”, Susan Strange. Manchester University Press

<sup>6</sup> Una interesante nota de la BBC en abril de 2003, comenta la carta de Warren Buffet a los accionistas del Fondo Berkshire, irónicamente dice que los derivados son: “Financials weapons of mass destruction”

En 1994 se fundaba un Hedge Fund, el Long Term Capital Management (LTCM). En la junta de directores estaban Scholes y Merton quienes en 1997 ganarían el premio Nobel en Economía por su aporte en la valuación de derivados. El Fondo de Inversión fue tremendamente exitoso al inicio con rendimientos anualizados del 40%. El secreto entre otros era su tremendo apalancamiento o "leverage" 25 veces por dólar invertido, pero apareció el Cisne Negro de Taleb <sup>7</sup> con el default de Rusia en Agosto de 1998. El Fondo era muy grande para caer "*Too big to fall*" y la Reserva Federal de EEUU fue en su rescate. Un paper del año 2000 focalizaba el problema en la subestimación del riesgo en términos del VAR <sup>8</sup>

La caída de los precios de las casas que lentamente había comenzado en el 2006 se aceleró por el incentivo a liquidar las hipotecas, provocando una ola expansiva que disminuía el patrimonio de los bancos y su credibilidad dado que se conocía la creciente insolvencia. De allí al contagio al resto de las instituciones financieras solo fue cuestión de días o quizás horas. La burbuja crediticia no solo fue impulsada por las bajas tasas, sino por esta importante fuente de liquidez no regulada de productos derivados que se llamó "el sistema bancario en las sombras". Esta exorbitante liquidez expandió el sistema financiero y también la economía pero simultáneamente aumentó su fragilidad. Entre 1997 y 2006 el precio de la típica casa americana se incrementó en 124 %. Index Shiller

#### Precios de las casas en EEUU y tasas de las hipotecas



<sup>7</sup> "The Black Swan" Nassim Nicholas Taleb. Penguin Book 2008. En alusión a la aparición de situaciones imprevistas o inesperadas y de nula o escasa probabilidad. Quizás podría asimilarla a la idea de Shock

<sup>8</sup> "Risk Management Lessons from LTCM" by Philippe Jorion Award EFM Journal 2000

## Antecedentes I: La expansión financiera de postguerra.

En enero de 1999 la prestigiosa revista de finanzas internacionales Euromoney publicó un artículo sobre los Héroes y Villanos de la globalización financiera. El artículo citaba a Hans-Joerg Rudloff, Chairman de Barclays Capital, que decía: *"los años 1966 a 1969 muestran una reapertura de los mercados financieros después de 40 años, ellos han estado efectivamente cerrados desde 1929."*<sup>9</sup> <sup>10</sup> En los finales de los años 70, los dólares de EEUU comenzaron a fluir al Mercado de Eurobonos y Eurodólares, que tuvieron un tremendo desarrollo después de la primera crisis del petróleo.

. "La globalización financiera creció enormemente a partir de 1980, los movimientos de capitales y transacciones en bonos, acciones se incrementaron en el caso de Japón de 8% del PBI a 91%, en EEUU de 9% del PBI a 230%, y en Alemania del 7% al 334%. También significó un importante crecimiento de los bancos involucrados."<sup>11</sup>

Este proceso en donde el capital se globalizaba es estudiado entre otros por Nial Ferguson un autor moderno, en su libro: *"Financial Globalizations, Money and Power in the Modern World, 1700-2000"* sostiene que hubo dos grandes globalizaciones:

La primera fue desde 1670-1914 en donde los Estados comienzan a emitir deuda avalada por sus instituciones. Es la época del auge del Patrón Oro y Plata. Luego consolidado como Patrón Oro, en el apogeo Victoriano del Imperio Británico a partir de 1870 y hasta su colapso al inicio de la gran guerra de 1914. Luego se sucede un período que se denomina "interguerras", de gran inestabilidad mundial, en donde el Reino Unido deja de ser potencia y EEUU aún no había asumido su liderazgo. El fin de la II guerra pone fin a este período precedente. Los acuerdos de Bretton Woods en 1944 marcan el inicio de una nueva era bajo la hegemonía indiscutida de EEUU. Allí predomina el criterio del representante de EEUU (White) sobre el propuesto por Keynes del Reino Unido. Nace así un nuevo Sistema Monetario sobre la base del dólar conocido como patrón dólar-oro, en donde EEUU se

---

<sup>9</sup> *"Veterans remember those early days of Eurobonds and Euroloans as an era of excitement, vision and idiosyncratic behaviour.... But Credit Suisse First First Boston in the early's 80, he became the archetypal Eurobond syndicate boss: arrogant, powerful, ruthless hard living and courageous." There was another less glamorous side to the market, the responsible for recycling billions of oil dollars to developing countries in the late 1970's and perhaps later contributing to their economic downfall"*

<sup>10</sup> Revista de finanzas "Euromoney" June 1999

<sup>11</sup> "A brief history of international monetary relations .In International Political Economy.2<sup>nd</sup> Edition.Edited by J.Frieder and D.Lake

obligaba a respaldar su moneda en reservas de Oro convertible a un valor de 35 dólares la onza troy.

Este sistema funcionó hasta 1971 en que el Presidente de EEUU, Richard Nixon suspende unilateralmente la convertibilidad del dólar con el oro

La segunda gran etapa de globalización según Ferguson ,a partir de 1980 en adelante, que se caracteriza por el tremendo crecimiento de las operaciones financieras y los flujos de fondos internacionales, pero principalmente por el *"crecimiento exponencial de los derivados financieros"*

El desbalance y el reciclado de la liquidez, aparecen como los elementos determinantes de la crisis. Pero que significa realmente más allá de la interpretación contable? Por desbalance se entiende posiciones de Cuenta Corriente y de Activos Externos, en economías sistemáticamente importantes y que sus distorsiones pueden llevar a riesgos significativos en la asignación del ahorro y el equilibrio mundial. Este nuevo concepto altera substancialmente la teoría tradicional del ciclo de la deuda externa y los desequilibrios clásicos de las balanzas de pagos. El nivel acumulado de reservas por los países emergentes llegó a 4 trillones de dólares a finales del 2008<sup>12</sup>

Pero cuando comenzaron estos desbalances y que los origina y hacia donde van? Los países en desarrollo pasaron de ser demandantes de dólares a ser oferentes netos de fondos en los mercados internacionales de capitales. El modelo de crecimiento asiático resultaba exitoso para su estrategia de crecimiento y financiaba el déficit de cuenta corriente de EEUU. Aquí viene al caso recordar al economista Belga Robert Triffin.

El dilema de Triffin es raramente mencionado en la literatura económica pero si en la historia económica: *"A further problem was the Triffin dilemma. Robert Triffin monetary economist, Yale professor , and architect of the EPU, had observed as early as 1947, that the tendency for the Breton Woods System to meet excess demands for reserves through the growth of foreign dollar balances made it dynamically instable"*<sup>13</sup>.

El argumento principal sostenía que el sistema de Bretton Woods al tener el dólar como moneda de referencia mundial, ajustable a 35 dólares la onza, llevaría a EEUU a tener un déficit permanente al tener que proveer los dólares necesarios para el

---

<sup>12</sup> The economy policy of foreign reserve accumulation: New international evidence BCRA Paper Series 2

<sup>13</sup> " Globalizing Capital , The History of the Internacional Monetary System" Barry Eichengreen Pinceton Universty Press 1996.Pag 116

funcionamiento del comercio mundial. El dilema planteaba que el sistema de paridad fijo lo llevaría en algún momento a emitir más dólares que los permitidos por el patrón de convertibilidad dólar-oro. La alternativa era volver a la deflación de la década de 1930.

El crecimiento de las reservas internacionales de los emergentes es exponencial<sup>14</sup> a partir del año 1998, y comienza a ser una fuente de preocupación. El enfoque tradicional de reservas se basaba en el nivel de comercio de cada país pero los países ahora se orientaban hacia la prevención de crisis financieras y la consiguiente reducción de riesgos soberanos.

Trabajos econométricos han demostrado que esa acumulación de reservas es independiente del tipo de cambio y que regímenes flexibles pueden tener más alto ratio que un esquema de tipo de cambio fijo (Martin Redrado, J.Carrera Nov.2006).

La hecatombe financiera mundial ha reactualizado el Dilema de Triffin tanto en su esquema original como en el significado de las grandes reservas de las Bancos Centrales de países en desarrollo.

### **Antecedente II, de la crisis: La era Greenspan**

Al asumir Greenspan en 1987, el valor de la economía mundial, era de 17 trillones de U\$S, veinte años después era de 60 trillones, EEUU representa un cuarto de este total La UE otro cuarto. Los primeros 15 países sumaban el 75%.

Se podría sintetizar según sus propias palabras como una era de "Irrational Exuberance"<sup>15</sup>. Desde su página en el New York Times, Paul Krugman recomendó leer el libro comentando: "Robert Shiller's terrific new book...makes a powerful case that the soaring stock market of recent years is a huge, accidental Ponzi scheme in progress, one that will come to a very bad end"

El muro de Berlín había caído a fines de octubre de 1989 y la URSS en 1991. Esto significó el fin de la guerra fría y la carrera armamentista. El mapa político mundial cambió significativamente. El pacto de Varsovia se había desintegrado y los antiguos países del Este ingresaban a la Unión Europea.

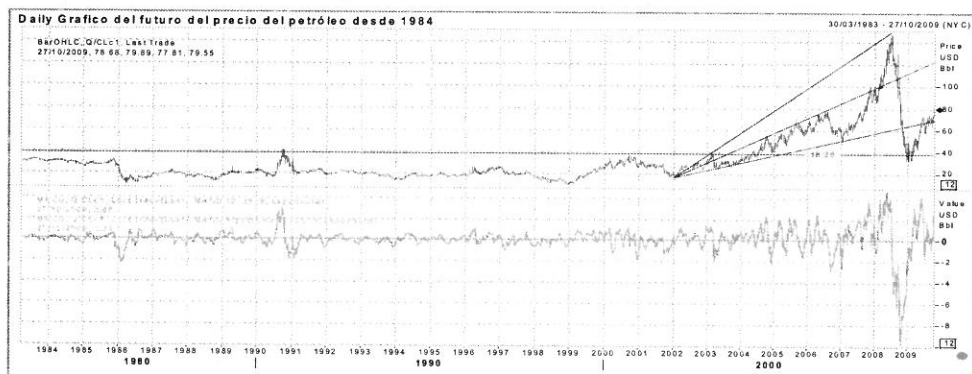
China hacia tiempo había optado por la economía capitalista y jugaba en la economía mundial. Los trabajadores chinos aportaron aire fresco al capitalismo mundial, el comercio mundial crecía a tasas mayores que el PBI mundial y la inflación no era el

---

<sup>14</sup> Central Banking "Reserve currencies and solving the new Triffin dilemma" by Oumene J, Mandeng.

<sup>15</sup> Robert J.Shiller "Irrational Exuberance".Princeton 2001

principal problema después de la era Volcker. La FED de Greenspan llevó la tasa de interés al 1%, más preocupado por la deflación que por la inflación inyectando una liquidez sin precedentes. Muchos economistas hablaban de un nuevo ciclo largo de 30 años impulsado por el crecimiento de China. Este crecimiento tuvo un auge a partir del año 2002 con un crecimiento exorbitante de los commodities, que beneficio a los países emergentes, y que tuvo su apogeo en el precio del petróleo a 147 dólares el barril. Hoy Greenspan, el antecesor de Bernake, está en el banquillo de los acusados, no era así cuando dejó su cargo.

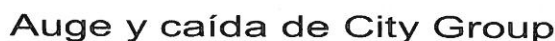


La era Greenspan fue la etapa previa a la crisis. Un comportamiento del mercado con excesiva toma de riesgos y relajamiento de la disciplina, académicamente estudiado como “ciclo financiero a la Minsky” Es decir como una estructura financiera puede pasar de la robustez a una extrema fragilidad. En este caso posiciones en activos “long” financiadas con activos “short”. Posiciones netamente especulativas, como ya había ocurrido con el LTCM, ahora se había transformó en un riesgo sistémico. De la especulación irresponsable al esquema de Ponzi, hay solo uno paso. Ya había ocurrido con Nick Lesson, el trader que apostaba al Nikkei que hizo quebrar el tradicional Baring Brothers a fines de febrero de 1995<sup>16</sup>.

Sin duda la era Greenspan fue de excesos, se debatía el rol de los derivados que para Warren Buffet eran armas de destrucción masiva y para Greenspan un seguro para el funcionamiento del sistema. Para el Profesor Kruggman el mecanismo de contagio fue el multiplicador del financiamiento mundial, pues los cambios en los precios de activos se transmiten sobre los balances de las instituciones financieras altamente

<sup>16</sup> El mismo autor, un trader de 28 años, relata su estafa que provocó la caída de la Banca Baring, el banco Inglés de 232 años de existencia. “88888 La cuenta secreta” Nick Lesson Editorial Sudamericana.

El gráfico que se presenta a continuación es el Dow Jones que expresa la valorización de las más importantes empresas de EEUU. Puede observarse el abrupto cambio de tendencia a partir de 1995 y las dos burbujas resultantes



La reunión en Londres en abril del 2009 fue decisiva, allí los Presidentes y Ministros de Finanzas acordaron medidas de emergencia. La idea fundamental era actuar como

bloque integrado, evitar el proteccionismo e inyectar la liquidez necesaria que evitara el colapso de la economía mundial. A su vez el FMI asumiría nuevas funciones en el rol de proveer liquidez al sistema a través de un aumento en los Derechos Especiales de Giro o swaps a los Bancos Centrales.

Las medidas adoptadas por el G20 venían siendo implementadas por algunos países principalmente EEUU, Inglaterra y la UE. EEUU. Se debatía la mejor solución para el rescate de los bancos, pero Bernake, un estudioso de la gran depresión, rápidamente implementó medidas de emergencia. Una señal clara fue llevar la tasa de referencia de la FED a un valor entre 0 y 0,25 %. El balance de la FED al 4 de Junio de 2009 mostraba su poder de fuego al inyectar 2,117.6 bn de dólares.

La crisis ha afectado de manera desigual a los países desarrollados y a los emergentes. Este año el PBI global según el FMI caerá - 1,1%, EEUU -2,7 % la UE - 4,2% Japón -6, 4%, en tanto los emergentes estarían en el 1.7 %. La crisis financiera parece haber llegado a su fin en lo financiero pero no todavía en la fase de la economía. El PBI mundial crecería 3,1 % en el 2010, EEUU la mitad en tanto para los emergentes se calcula un 5 %.

Esta vez la crisis fue del Centro a la Periferia, pero afectó con tremenda fuerza a los países desarrollados. La revista The Economist dice en su última edición que El Reino Unido sigue en Recesión<sup>17</sup> en tanto Alemania y Francia retornaron al crecimiento.

La recuperación mundial a partir de las oportunas medidas del G20, han mostrado tremenda efectividad. Los activos financieros se han recuperado en un 50% promedio y algunos commodities más, favoreciendo a los países emergentes. En tanto la caída de los EM fue menor su recuperación puede ser más rápida.

Otro aspecto a destacar es la reversión del flujo de inversiones cuyo indicador elocuente fue la revalorización de las principales monedas, incluidas la de países emergentes Bernake ha dado señales claras que la tasa de la FED seguirá por un largo tiempo en los actuales niveles. En tanto los grandes stocks de reservas siguen en los Bancos Centrales, algunos países instrumentan los Fondos Soberanos mientras Olivier Blanchard del FMI insiste en que deben ser usados en nuevas inversiones productivas. Queda pendiente en la agenda la "estrategia de salida", es decir comenzar a revertir el

---

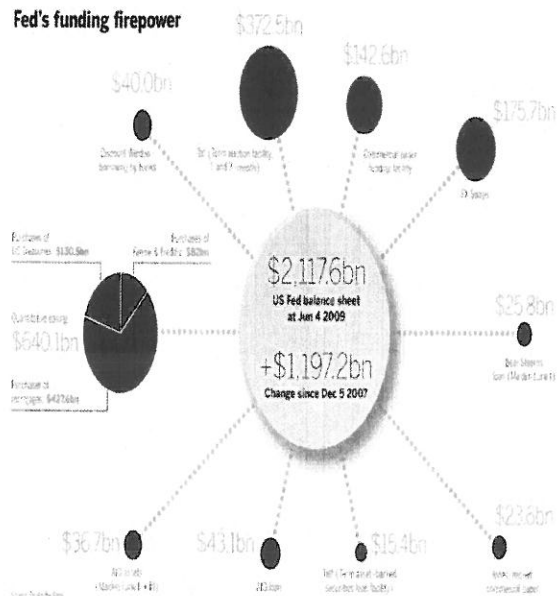
<sup>17</sup> Still falling Oct 23rd 2009 From Economist.com

proceso de inyectar fondos. Dado que en muchos casos ese dinero está como respaldo en las reservas de los bancos, no hay peligros inflacionarios inmediatos.

A document outlining the U.S. position ahead of the Group of 20 summit said exporters, which include China, Germany, and Japan, should consume more, while debtors like the U.S. ought to boost savings.

**2009 Current Account of G20 members in USD billion**

Country	Current Account	% of GDP
China	\$426.1	3.8%
Germany	\$243.5	6.7%
Japan	\$156.6	3.2%
South Africa	\$126	N/A
Russia	\$102.4	N/A
Canada	\$37.28	1.8%
Argentina	\$7.59	2.9%
Indonesia	\$0.4	0.1%
South Korea	-\$6.35	0.7%
Mexico	-\$15.8	1.4%
South Africa	-\$20.9	1.7%
Brazil	-\$29.2	1.8%
India	-\$38.1	N/A
Turkey	-\$41.25	5.7%
Australia	-\$44.04	4.4%
B. Han	-\$45.7	1.7%
France	-\$52.9	1.9%
Italy	-\$78	3.4%
Euro Area	-\$127.5	1.0%
U.S.A.	-\$706	4.9%



Mientras tanto nadie ha logrado responder la pregunta que este año hiciera la Reina de Inglaterra. "Como es que habiendo tanta gente inteligente nadie se dio cuenta de tamaña crisis en ciernes".<sup>18</sup>

Roberto Kalauz

Buenos Aires 28 de Octubre de 2009

[www.pepek.com.ar](http://www.pepek.com.ar)

[rkalauz@attglobal.net](mailto:rkalauz@attglobal.net)

<sup>18</sup> El diario Financial Times publicó varios artículos y el debate sobre el tema durante el mes de Julio del 2009. The observer tituló : This is how we let the credit crunch happen, Ma'am ...Professor Luis Garicano, to whom the Queen directed her question when she visited the LSE in November last year, said: "She seemed very interested, and she asked me: 'How come nobody could foresee it?' I think the main answer is that people were doing what they were paid to do, and behaved according to their incentives, but in many cases they were being paid to do the wrong things from society's perspective."