

La crisis financiera de los Estados Unidos.

Héctor J. Rubini*
hrubini@sinectis.com.ar

I. Introducción

Este trabajo ofrece una visión comprensiva de la presente crisis económica de los Estados Unidos, con énfasis en los determinantes y factores de riesgo que se encuentran en el sistema financiero de ese país. Las hipótesis que aquí se mantienen son las siguientes:

1. La crisis actual no es un caso novedoso, "raro", ni infrecuente.
2. Los determinantes macroeconómicos fundamentales han sido una desregulación financiera casi irrestricta y una política fiscal expansiva.
3. La supervisión prudencial poco rigurosa de los bancos comerciales, e inexistente en el caso de los bancos de inversión,
4. No es una crisis absolutamente sorpresiva ni creada por un "shock" exógeno a la macroeconomía estadounidense: por el contrario, venía siendo anticipada por una mínima (si bien inicialmente, desacreditada minoría) de economistas.
5. Su desarrollo, gradual y progresivo, progresó gracias a la inacción consciente de funcionarios y propagandistas de todo tipo que menospreciaron todo tipo de advertencias anticipatorias.

La dirigencia política y empresaria de EEUU y de la mayoría de los demás países afectados, sólo parecen optar por inyectar liquidez para salvar entidades financieras, lo cual estaría reflejando peligrosos errores de diagnóstico, y

hasta de enfoque teórico para comprender la naturaleza y riesgos de la presente crisis. No es nada claro que sólo con reformas regulatorias se pueda revolver, o evitar su repetición.

II. Contexto

El escenario económico y política de EE.UU. y del mundo cambió notablemente a partir de los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001. Las políticas macroeconómicas y sectoriales de los países del G-7 y de Medio Oriente fueron subordinadas a variantes resuscitadas de las doctrinas de seguridad interior del siglo pasado, y desde entonces se instrumentaron trabas al comercio internacional y a la libre movilidad de personas en casi todo el mundo, a la par de una exacerbación de rivalidades y recelos por cuestiones étnicas y religiosas que parecían haberse apaciguado durante los años '90. A los nuevos riesgos que pasaron a enfrentar las empresas a cargo del transporte de petróleo e hidrocarburos se sumaba la irrupción de China y de India a la demanda mundial de bienes, servicios y recursos naturales, y a la oferta mundial de mano de obra. La consecuencia directa fue una inflación por empuje de costos en todo el mundo. El gobierno de los Estados Unidos bajo la gestión de George W. Bush mantuvo la dinámica de crecimiento y bienestar heredada de la década anterior vía expansión del gasto público (fundamentalmente militar), y del crédito

* Instituto de Investigaciones Económicas. Universidad del Salvador (USAL). Cand. al Doctorado en Economía, Universidad de San Andrés (UDESA).

público y privado a tasas de interés más bajas. Esto se vio favorecido por la desregulación del sistema financiero votada por el Congreso en 1999 (bajo la presidencia de Bill Clinton), incentivando una expansión del crédito hasta magnitudes superiores a cualquier límite recomendable según los principios de "prudencia" que funcionarios de Washington han propugnado en América Latina y Europa del Este desde hace casi 20 años atrás.

La debilidad de esta dinámica se evidenció con la insolvencia de algunos bancos en el año 2007, pero ya desde inicios de 2006 se disponía de información pública que mostraba a varios grandes bancos de inversión y holdings financieros con una alta exposición a operaciones que ponían en riesgo tanto su liquidez, como su solvencia intertemporal. El riesgo sistémico no se percibió sino hacia 2007-2008 en que era ya inocultable la llamativa velocidad de las subas de los precios de los commodities en el mundo y de los bienes raíces en Estados Unidos y en algunos países europeos, como Irlanda o España. El financiamiento, vía endeudamiento, se vio favorecido por la política de la Reserva Federal (Fed) de preservar tasas de interés más bien bajas. A su vez, los bancos comerciales alentaron la captación de potenciales deudores de dudosa capacidad de repago, y la operatoria se multiplicó hasta niveles todavía no totalmente cuantificados. Los mayores tomadores de fondos en los mercados de capitales fueron bancos de inversión y fondos de cobertura ("hedge funds"), que a su vez, procedieron a su colocación en productos derivados altamente riesgosos, atrayendo a más apostadores a la suba o baja de esos contratos y de sus activos subyacentes. Una consecuencia (si bien no es la única causa explicativa) fue la suba de los precios internacionales de las materias primas gracias a las transacciones especulativas de fondos de inversión privados y los nuevos fondos soberanos que financiaron sus inversiones tomando deuda en Estados Unidos a bajas tasas de interés.

Luego del verano boreal de 2007, la acumulación de casos de insolvencia de familias y del cierre de algunos bancos comerciales sugería para los observadores más desconfiados que la posición financiera neta de grandes bancos estadounidenses y europeos no era nada sólida. La rápida acumulación de quebrantos por el otorgamiento de préstamos hipotecarios de deudores con baja capacidad de repago ("subprime") a tasa variable, afectó a la confianza en las inversiones en títulos garantizados por esas garantías (calificados vulgarmente como "tóxicos"). Esto precipitó una huida en los mercados de capitales que se agudizó en septiembre pasado, acelerando un proceso de ventas, con baja en la cotización de mercado de los títulos garantizados por préstamos hipotecarios, debilitándose así la posición financiera neta de los mayores bancos de inversión. Al mismo tiempo la creciente cantidad de deudores incobrables de los bancos comerciales enfrentaron el embargo y desalojo de sus viviendas por falta de capacidad de pago, lo que ha debilitado fuertemente la solvencia y viabilidad de gran parte de la banca comercial.

El riesgo de una caída de entidades no ha desaparecido desde entonces, y al igual que en otras experiencias históricas, la banca comercial no está exenta de una "corrida" de depositantes, análoga a la "corrida" registrada en los mercados de capitales en septiembre de 2008. En ese mes, se asistió a un verdadero pánico luego de que el Tesoro dejara caer al banco Lehman Brothers y luego se viera obligado a rescatar de una segura quiebra a la mayor aseguradora del mundo, American Investments Group (AIG). La contracción del crédito aceleró la contracción de liquidez, cortándose gran parte del financiamiento para sostener el capital de giro de contrapartes en el comercio internacional. La subsiguiente contracción económica en gran parte del mundo ha tornado inevitable la asociación de esta crisis a la lamentable experiencia japonesa reciente (1990-2004) y a la Gran Depresión del siglo pasado (1929-33).

III. Antecedente Reciente: La Crisis de Las Saving & Loans

La presente crisis no es nueva. Dos décadas atrás, en un contexto de desregulación financiera y política monetaria restrictiva entre 1979 y 1981, y luego expansiva, se favoreció la expansión de todo tipo de ingenierías financieras y del crédito hipotecario a través de las deficientemente reguladas (y supervisadas) Saving and Loan Associations. (S&Ls) La ideología predominante ya desde los '70 en el sistema financiero estadounidense era la de promover un sistema financiero "abierto" y "competitivo". En la práctica se apuntó a favorecer el acceso, al menor costo posible, a las innovaciones tecnológicas y de ingeniería financiera, y a expandir la variedad de productos financieros. La progresiva desregulación financiera previsiblemente fomentó una creciente intermediación, pero con altas y volátiles tasas de interés (especialmente en los primeros años de la década de los '80). Esto se vio favorecido por las falencias de las agencias públicas de contralor: deficiencias operativas, síntomas de captura regulatoria, y poco interés de las autoridades por exigir niveles altos de capitalización de las entidades. El abuso de derivados y alta exposición al riesgo crédito de contraparte de los "merchant banks" en los mercados de capitales se reflejaba en el exacerbado endeudamiento para la especulación con derivados, "bonos basura" y el abuso de estrategias del tipo "seguro de cartera" (como se reflejó en el crack de 1987). Simultáneamente, el exceso de endeudamiento fue la práctica prevaleciente en el mercado de crédito convencional, como lo demostraron los balances de las S&Ls que quebraron o terminaron absorbidas por otras entidades. Las entidades comerciales también se sobreexpusieron al llamado riesgo de contraparte, en casi todas sus líneas de créditos: préstamos a gobiernos de países extranjeros, préstamos a deudores de sectores vulnerables a shocks

negativos de efecto persistente, como el agro y la energía, y créditos hipotecarios¹. Aun bajo el impulso desregulatorio de sus políticas, el gobierno de Reagan volvió a crear un seguro de depósitos estatal. Desde entonces, los bancos no mostraron mejoras en la calidad de la administración de las entidades, total los depósitos no tenían ninguna razón para retirar los depósitos. Esto significaba una desregulación que incentivaba cierta imprudencia en la evaluación de riesgos.

La más relevante de estas medidas fue la legislación que el Congreso aprobó en 1982, permitiendo a las S&Ls otorgar préstamos hipotecarios a tasas variables (Adjustable Rate Mortgages, o ARMs), y que con ciertos "techos" porcentuales a las S&Ls otorgasen préstamos tomando como colateral otros activos que no sean viviendas. A esto se sumó la desacertada normativa del órgano de supervisión, la Federal Home Loan Bank Board (FHLBB) que siguiendo a lo dispuesto por el Congreso redujo las exigencias de capitales mínimos de las S&Ls, aumentando así la fragilidad del sistema. Esto incentivó la asunción de riesgos de manera temeraria en un contexto de altas tasas de interés, frente a la fuerte competencia por captar fondos de los ahorristas frente a los bancos y los money market funds. A esto contribuyó una puerta abierta a todo tipo de falseamiento de estados contables: se puso en vigencia un régimen de registración contable que permitió computar las inversiones tomando valores históricos, más bien que valores de mercado. Adicionalmente, la FHLBB redujo su plantel de inspectores en tres años, y obviamente también la frecuencia y cantidad de las inspecciones.

Esto mantuvo en el tiempo actividades financieras fuertemente apalancadas con deudas, a todas luces inviables, si bien ya el Comité de Basilea recomendaba una exigencia de 8% de capital mínimo (propio) sobre activos de riesgo de la entidad a precios de mercado². El siguiente cuadro muestra el comportamiento del leverage y de los capitales mínimos por actividad. Cierta-

1- Otros antecedentes históricos han sido explorados por Bordo (2008).

2- Aritméticamente esto significa un leverage (pasivo / patrimonio neto) máximo admisible igual a 11,5 veces.

mente la crisis "subprime" de estos momentos, probablemente guarde peligrosas similitudes con este caso histórico (ver Cuadro 1 en el Anexo). El resultado final: a) destrucción de la "red de seguridad" del sistema, y b) un drástico corte del crédito, que explica la recesión de 1990-91. El error fue la demora en reconocer los problemas de solvencia de una parte de las S&Ls, y la renuencia a instrumentar normas que forzaran a sus accionistas a recapitalizarlas. En la década actual la historia se ha repetido en gran medida, pues se trata del mismo problema: deficiencias repetidas en el diseño de las regulaciones financieras y en su aplicación. Ciertamente, no pierde vigencia este diagnóstico de Lawrence J. White, 17 años atrás³:

"La caída de las S&Ls es una historia que seguramente será contada y re-contada en las historias financieras por las futuras décadas, tanto como el derrumbe estrepitoso del mercado accionario en 1929, la burbuja de la Compañía de los Mares del Sur, y la Manía de los Tulipanes de varios siglos atrás. Muchos de los relatos populares han enfatizado anécdotas y personalidades. Una implicancia de las mismas es que el remedio primario es el de encerrar a los villanos en la cárcel. Desafortunadamente, ese enfoque desvía la atención del hecho de que las reformas fundamentales en las regulaciones son vitales".

IV. La Crisis "Subprime": Aspectos Fundamentales de un Complejo Rompecabezas

IV.a. El fracaso desregulatorio

En 1996 la Securities Exchange Commission (autoridad de aplicación para los mercados de capitales de EEUU), autorizó la emisión de un tipo particular de activos garantizados por hipotecas, o Mortgage Backed Securities (MBSs): los llamados Collateralized Debt Obligations (CDOs), en castellano: obligaciones

garantizadas con otros títulos de deuda. Por esta vía se legalizó o la emisión de CDOs garantizados por paquetes de MBSs de alta calidad crediticia, como por hipotecas de menor probabilidad de repago. Estos últimos CDOs, se pasaron a conocer como Collateral Mortgage Obligations (CMOs) -obligaciones garantizadas por hipotecas-. Al tener menor calificación de riesgo, en línea con la menor calidad de las hipotecas subyacentes o "subprime", también pasaron a conocerse como "títulos subprime". Tres años después, en noviembre de 1999, el Congreso de los EE.UU aprobó la Ley de Modernización de Servicios Financieros impulsada por los legisladores Phil Gramm, Jim Leach y Thomas Bliley⁴. Esta ley derogó los artículos de la Ley Glass-Steagall, de 1933, que impedían a los bancos comerciales fusionarse, ser absorbidos por bancos de inversión, o adquirir bancos de inversión. Además abrió la posibilidad de constituir holdings para ofrecer servicios de banca comercial, banca de inversión y seguros⁵.

De esta manera, empezaron a fusionarse unidades de negocios rígidamente reguladas por la FED según los criterios de Basilea (banca comercial), con compañías de seguros (que ofrecían entre otros productos, seguros de crédito), y bancos de inversión regulados por la Stock & Exchange Commission (SEC). También se le permitió a la banca comercial incurrir en inversiones riesgosas, no informándolas debidamente a la Reserva Federal como parte del patrimonio de la unidad de negocio, y sin constituir capitales mínimos. El atajo legal previsto ha sido el de registrarlas en cuentas "fuera de balance": las llamadas "off-balance sheet accounts". La práctica habitual en muchos países es computar allí las posiciones sobre pasivos contingentes emergentes de cartas de crédito, compromisos a préstamos, futuros, forwards, derivados, depósitos de clientes en un fondo mutuo perteneciente al mismo banco.

3- Ver White (1992).

4- Phil Gramm es senador republicano por Texas, fuertemente alineado con la familia Bush y John McCain. Jim Leach es republicano, miembro de la Cámara de Representantes del estado de Iowa. Thomas Bliley, republicano, integró la Cámara de Representantes por el estado de Virginia.

5- Consecuencias inmediatas: permitió legalizar la fusión de Citibank con la aseguradora Travelers Group bajo el nombre comercial de Citigroup habilitado a ofrecer servicios de banca comercial, de inversiones, underwriting de títulos y emisión de pólizas de seguros. El Travelers Group a su vez, provenía de la fusión de Smith-Baney, Shearson, Primerica y Travelers Insurance Corporation.

Sobre el saldo de estas cuentas no existen exigencias de capitales mínimos, de modo que su legalidad incentiva a registrar allí toda colocación de fondos en posiciones riesgosas. También se sumó, en la práctica, el decreciente rigor de las autoridades de supervisión respecto del cómputo de parte de los préstamos hipotecarios como "off-balance sheet accounts". Adicionalmente, en el año 2000 legisladores de ambos partidos agregaron a la ley omnibus de Ampliación de Gasto una cláusula (bastante ignorada casi hasta el presente) que desreguló totalmente el mercado de los Credit Default Swaps⁶, permitiendo expandir el mercado de estos contratos. Esta reforma (que como la anterior, contó con el apoyo de Alan Greenspan, titular de la Reserva Federal) permitió a los bancos de inversión y los hedge funds contar con un seguro casi irrestricto contra default para los instrumentos de deuda sintética (bonos con derivados). Peor aún: permitió a los municipios emitir títulos exentos de impuestos, de manera que las calificadoras de riesgo les asignaron siempre la nota AAA, por el hecho de ser emitidos con Credit Default Swap. De esta manera se incentivó otra burbuja de endeudamiento: la de los municipios estadounidenses.

Tanto los CDOs, como los CMOs y los bonos municipales pasaron repentinamente a recibir calificaciones "investment grade" aun cuando sus emisores no contaban con activos líquidos para responder ante los bonistas, pues se tomaba como "buena" e "irrestricta" la cobertura se garantiza con los Credit Default Swaps (CDS). De ese modo se permitió la libre compra-venta de estos contratos, sin supervisión alguna sobre los bancos de inversión y aseguradoras que venden estos seguros de crédito (que son pólizas de seguro contra eventos de default). Más aún se permitió su otorgamiento a entidades sin exigencias de un capital líquido para responder

por las pólizas otorgadas. De esta manera, los bonos estructurados emitidos con CDS, aun sin estar 100% respaldados por fondos líquidos recibieron calificación "investment grade" de las calificadoras de riesgo. Esta señal informativa favoreció la colocación de estos activos entre inversores de relativamente bajo apetito por riesgo: fondos de pensión, compañías de seguros de vida y de seguros de vida con capitalización.

IV.b. La fragilidad financiera fue aumentando de manera gradual, y no sorpresiva.

A partir de 2001 la Reserva Federal aplicó una política monetaria expansiva, haciendo caer la tasa de Fondos Federales del 6,5% casi uniformemente hasta el 1,52%⁷. Esto incrementó el stock de préstamos hipotecarios a individuos de ingresos y patrimonio incierto con una baja tasa (2% a 4% anual) en los primeros 2-5 años, y tasa variable a posteriori (en general ajustada por rendimientos de índices financieros que han subido más que la inflación). De este modo el incentivo a los bancos a conseguir clientes pidiendo tasas activas inicialmente bajas atrajo numerosos clientes para préstamos hipotecarios y prendarios, y descubiertos con tarjetas de crédito. Otros factores que coadyuvaron a crear esa atmósfera de entusiasmo fueron los siguientes:

a) el predicamento del titular de la Fed, Alan Greenspan, a favor del endeudamiento hipotecario a tasas variables (a sabiendas de la tendencia ascendente de la inflación),

b) la "persuasión moral" del Congreso de Estados Unidos y de la Casa Blanca a los bancos comerciales para prestar a deudores de bajos ingresos,

c) incentivos al endeudamiento privado por parte de los emisores de tarjetas de crédito (según estimaciones de la Fed, en 2007 el pasivo por descubiertos de tarjetas de crédito superaba los US\$ 880.000 millones),

6- Credit Default Swaps son contratos de seguros contra el incumplimiento de emisores de títulos de deuda. Opera como una póliza de cobro contingente ante la ocurrencia del evento de no pago al tenedor asegurado por este seguro contra riesgo crédito.

7- Transitoriamente, los días 18 y 19 de septiembre, la Fed Funds efectiva cayó a 1,25% y 1,19%, respectivamente.

d) la creación (con el visto bueno de las autoridades) de emisión de títulos hipotecarios a ser reempaquetados y vendidos en EE.UU. y en el exterior, con calificación de riesgo calificada como "investment grade",

e) el desarrollo de hipotecas a tasa variable ("Adjustable Rate Mortgages", o ARMs) y contratos de diverso tipo atados a esas hipotecas: Option ARMs, no-doc loans, negative amortization loans, 100% Financing loans, y teaser loans.

El "efecto riqueza" fue inmediato: desde 2003 hasta el presente se expandió fuertemente la demanda de crédito para compra de bienes durables, lo que alentó la demanda de consumo suntuario, y de servicios, llevando a cierta sobreexpansión en varias actividades, como la automotriz, cadenas de comercio masivo, restaurantes, casinos, hoteles, empresas de comidas rápidas. General Motors, Ford y Chrysler, a su vez, se lanzaron a ofrecer unidades 0 km. en cuotas otorgando créditos a tasa de interés del 0%, y los bancos de inversión desarrollaron todo tipo de derivados y bonos con derivados (por ejemplo, los llamados Synthetic CDOs) que se vendían a plazo, ofreciendo créditos a bajas tasas de interés. Es ahí cuando comenzaron a proliferar aseguradoras especializadas en vender pólizas de seguros de crédito para los participantes en estos mercados: las llamadas "monoline".

Así como los bancos comerciales trataban de captar individuos para que tomen créditos a tasas bajas, pero variables, los bancos de inversión desarrollaron un nuevo instrumento a tasa variable para atraer a municipios, universidades y empresas de servicios: los Auction Rate Securities (ARSs). Estos son obligaciones a 20-30 años a tasa de interés variable o acciones preferidas que pagan dividendos en efectivo. La renta se determinaba en subastas que según el tipo de título, se realizaban cada 7, 14, 28 o 35 días⁸. En este mercado, las principales empresas de ser-

vicios públicos y privados, y gobiernos municipales de EEUU captaron fondos provenientes de grandes empresas y fondos de inversión. Originariamente surgió para permitir el acceso a liquidez a empresas que financiaban proyectos de municipios, pero los emisores de esta deuda han sido en su mayoría municipalidades o algunos de sus organismos y empresas, museos, universidades, y fondos que conceden préstamos a estudiantes. La colocación requiere la existencia de suficientes ofertas para una tasa igual o inferior a un máximo previsto en el prospecto del título. Cuando no hay ofertas ni a la mínima tasa propuesta en la subasta, la misma "fracasa": el colocador solo lo puede hacer a la máxima tasa prevista en el prospecto que puede ser un nivel fijo (generalmente entre 10% y 15%), o pagando una tasa variable por ejemplo LIBOR a 30 días, pero multiplicada por un factor de 1,5). Para los inversores le ha dejado, en promedio un rendimiento siempre superior al de los certificados de depósito y al de cuota partes en fondos de money market. Estimaciones privadas del año pasado coinciden en señalar que el total de títulos emitidos en dicho mercado ascendía al primer trimestre de 2008 a US\$ 325.000 millones.

Los principales compradores de ARSs se financiaban con crédito bancario. Además, si un banco colocador no lograba vender el título en una subasta podía esperar a la siguiente, y en el ínterin, prestar fondos otros inversores. A partir de 2005 las principales firmas contables y de auditoría reclasificaron el registro contable de estas inversiones: en lugar de ser computadas como activos equivalentes a caja, pasaron a registrarse como inversiones de corto plazo. Esto desincentivó el uso de este instrumento, especialmente después de que en 2006 la SEC multó a 15 intermediarios por supuesta manipulación de los procesos de subastas de estos activos. Para evitar la caída de este mercado, los bancos de inversión comenzaron a intentar vender estos títulos a

8- Para más detalles sobre este mercado, ver Ackerman (2008).

clientes individuales. La contracción del volumen de crédito desde febrero de 2008 aceleró la retirada de los bancos de este mercado, desapareciendo la liquidez necesaria para los habituales deudores en este mercado. A principios de febrero de 2008, grandes entidades como UBS y Merrill Lynch se negaron a seguir participando. En la subasta del 12 de febrero de 2008 la Autoridad del Puerto de Nueva York tuvo que pagar una tasa del 20% (en la licitación inmediata anterior había pagado el 4,3%) por una deuda no refinanciada de US\$ 100 millones. Adicionalmente, el banco Goldman Sachs se negó a asumir el pago de compromisos no escritos, y esto exacerbó la aversión al riesgo de los demás participantes. En la tercera semana de febrero todos los grandes bancos (Merrill Lynch, UBS, Citigroup) se negaron a seguir operando en este mercado. Esto paralizó las subastas de ARS de bonos municipales, de acciones preferentes, de títulos securitizados con préstamos para estudiantes, y de obligaciones garantizadas por grandes bancos. A octubre de 2008 quedaban circulando bonos municipales de este mercado por US\$ 81.000 millones, y ante el fracaso de estas subastas, de acuerdo a las condiciones de emisión de estos títulos muchos emisores han debido pagar tasas de interés de hasta el 175% anual para refinanciar sus pasivos.

El colapso del mercado de ARS impactó directamente sobre las principales aseguradoras de inversiones de bonos conocidas como "monoline" (AMBAC, MBIA y ACA Capital) que debieron responder por los pagos de bonos privados y de municipios en default (alrededor de US\$ 2,4 billones en febrero del año pasado). Los holding bancarios por su parte, fueron acumulando tenencias de estos activos riesgosos y registrándolas en cuentas "fuera de balance" ("off-balance sheet accounts"). De ahí que no constituyeran capitales mínimos, ni se reflejara esto en la cotización de sus acciones. Sin embargo el mercado asegurador reflejó esta crisis en sus estados de resultados. Ya en el último trimestre de 2007 AMBAC había tenido pérdidas por US\$ 3.300

millones y ACA Capital US\$ 5.000 millones por responder ante el default de títulos garantizados por deuda hipotecaria subprime. Cuando la calificadora Fitch anunció la baja en la nota para AMBAC, que se negaba a buscar aportes de capital para afrontar sus compromisos, Goldman Sachs, Merrill Lynch, JPMorgan, Citigroup y Wachovia coordinaron en febrero de 2008 un rápido salvataje de US\$ 1.500 millones para las "monoline", a efectos de evitar una masiva venta de títulos que hubiera precipitado un pánico en el mercado de capitales, el cual ocurrió finalmente siete meses después.

IV.c. El rol de la política monetaria

En mayo de 2000 la Fed procedió reducir la tasa objetivo de política monetaria (Fed Funds Rate) de 6,5% en mayo de 2000 a 1,25% en noviembre de 2002, y a 1% en mayo de 2003. A su vez, la Fed Funds Rate efectiva, de mercado, subió levemente de 6,04% en marzo de 2000, a 7,03% en julio de ese año, y luego fue cayendo hasta llegar a 1,16% a fin de 2002, perforando posteriormente el "piso" de 1% entre julio y diciembre de 2003. Esto refleja una política monetaria expansiva cuyos objetivos eran: a) facilitar la reparación de las pérdidas luego de la "pinchadura" de la burbuja "punto com" y del episodio del 11-S, y b) alentar la expansión de préstamos hipotecarios y el financiamiento de negocios inmobiliarios a bajo costo. Junto a la rebaja impositiva para los sectores de más altos ingresos, la política de Alan Greenspan entre 2002 y 2004 fomentó la expansión del crédito bancario. De esa manera el gobierno de EEUU promovió la expansión de la demanda de viviendas, alimentando en 2006 y 2007 las presiones y expectativas inflacionarias ante el creciente déficit fiscal y la suba de los precios de los combustibles y de la energía. Esto no es una política realmente prudente. A diferencia de muchos otros países, los precios de las viviendas en Estados Unidos son más bien volátiles, y dado que además se tratan de los activos que repre-

sentan la mayor parte de la riqueza real de las familias, las fluctuaciones de sus valores de mercado tienen una repercusión directa y significativa sobre el resto de la economía⁹.

Diversas estimaciones privadas sugieren desde el año 2007 que una creciente cantidad de familias que compró sus viviendas en los ya elevados precios de 2006 y desde los primeros meses de 2007 tienden a incurrir en insolvencia (esto es, patrimonio neto negativo y de manera permanente)¹⁰. En los casos de cesación de pagos, los bancos comenzaron a ejecutar las viviendas y cobrar lo posible vía remate judicial. Este problema se ha venido agravando porque de acuerdo a la Reserva Federal el 40% de los estadounidenses gastan montos superiores a sus ingresos. La agencia Carddata, a su vez, informó en marzo de 2008 que para el primer trimestre de 2008 una familia promedio tenía una deuda por tarjeta de crédito de US\$ 9.840, casi 4 veces la registrada en 1990, pagando una tasa de interés promedio de 19%. Claramente, la contracción en la liquidez que ha desacelerado la economía, implica mayor probabilidad de desempleo y de incumplimiento de las familias endeudadas deudores.

La acumulación de quebrantos en el mercado hipotecario no empezó en el año 2007 sino dos años antes, pero es a partir de agosto de 2007 en que se tornó visible la acumulación de carteras incobrables. Al contraerse el otorgamiento de créditos, los inversores "de aire" (short selling) debieron anticipar decisiones de venta de activos de todo tipo y desarmar posiciones "apalancadas" con deuda para recuperar stocks mínimos de liquidez. En agosto de 2007 los Mortgage Backed Securities comenzaron a recibir reducciones en sus calificaciones de riesgo, y los principales tenedores de los mismos a negarse a refinanciarlos, especialmente los de menores calificaciones por estar garantizados

por préstamos otorgados a deudores hipotecarios con baja probabilidad de recupero (los llamados "subprime")¹¹. A esto también coadyuvó una conducta fraudulenta bastante generalizada. En sólo una muestra de préstamos originados en el año 2006, la agencia Fitch observó la existencia de:

1. información falsa sobre ocupantes de la vivienda a adquirir,
2. información no debidamente corroborada sobre los antecedentes de los deudores en los informes de las agencias de informes comerciales ("credit bureaus"),
3. cálculos incorrectos de la relación cuota de deuda / ingresos,
4. número sustancial de compradores de su primera vivienda con datos de ingresos y de conducta crediticia cuyo grado de veracidad era altamente cuestionable.

A esto se sumó también la laxitud de la normativa de compraventa de viviendas que permite la reventa de viviendas antes de que el sujeto de crédito haya cancelado totalmente su préstamo, o su refinanciamiento antes de la cancelación de la deuda hipotecaria. Esto incentivó una conducta temeraria de las familias, con total complacencia de bancos y de autoridades públicas: la compra viviendas como una inversión de corto plazo, financiada con deuda, de acuerdo a expectativas de una suba sustancial de su valor. De observarse dicha suba, precancelar la deuda previa, pero simultáneamente tomar más deuda y comprar más metros cuadrados. La falta de control de la veracidad de la información de los ingresos quedó en evidencia cuando se revirtió la suba de los precios de las propiedades, y los casos de incumplimiento y fraude de los clientes forzó a los bancos a asumir las pérdidas, y a ejecutar las viviendas de sus deudores. Ha estado en lo cierto la agencia Fitch, en enfatizar que el origen de la crisis subprime se encuentra en la combinación de regulaciones poco riguro-

9- Sobre este punto, ver Allen, F., M.K.F. Chui, y A. Maddaloni (2004).

10- Véase punto e) de sección 5.b. ut supra.

11- Gorton (2008) explica la complejidad de la emisión de bonos subprime conocidos como Residential Mortgage Backed Securities ("RMBS"). Para más detalle, ver también Ashcraft y Shuermann (2008).

sas, y falta de control para prevenir y desalentar el fraude generalizado.¹²

IV.d. La caída

La acumulación de incobrables y pérdidas de los bancos comerciales comenzó a impactar en los bancos de inversión por los múltiples canales de especulación con derivados presentados en las secciones anteriores. La banca comercial justamente era la raíz del problema y ante la inacción de las autoridades, se sucedían quiebras cada vez más frecuentes¹³. Recién en noviembre de 2007 el Congreso aprobó una ley que impone un mínimo de responsabilidad patrimonial a los generadores de préstamos hipotecarios. El mes siguiente George W. Bush anunció un plan de ayuda para deudores hipotecarios sin capacidad de pago de sus cuotas a tasa variable. Esto incluyó el congelamiento de las tasas de interés por 5 años para refinanciar préstamos subprime. A su vez, el 12 de diciembre de 2007 la Reserva Federal creó una Facilidad de Subastas a Plazo (Term Auction Facility -TAF-) para que los bancos obtengan fondos de la FED vía acuerdos de recompra contra cualquier tipo de activo. También aprobó un acuerdo de swaps cambiarios de hasta 6 meses para proveer liquidez por US\$ 20.000 M al Banco Central Europeo y US\$ 4.000 M al Banco Nacional de Suiza.

Las citadas medidas fueron insuficientes y grandes bancos de inversión debieron solicitar fuentes de financiamiento en terceros países. Un ejemplo típico es el caso de Morgan Stanley, que debió recurrir al aporte de US\$ 5.000 millones de un fondo soberano del gobierno chino para aliviar su faltante de fondos líquidos. Recién en febrero de 2008 se reunieron en Holanda funcionarios de la SEC y de la Unión Europea para acordar el inicio de negociaciones para tratar de armonizar las regulaciones de mercados de capitales de Estados Unidos y de Europa. Las

autoridades de Washington tardaron en reaccionar. Recién en marzo de 2008, luego del temblor provocado por el colapso de las ARSs y su impacto en las "monolines", la Reserva Federal inició la emisión de unos US\$ 200.000 millones vía pases contra títulos hipotecarios con garantía AAA y letras a 28 días. Igualmente fue insuficiente: no se pudo evitar la caída de Bear Sterns. Si bien este banco fue rescatado vía una compra por el banco JP Morgan Chase, la operación se hizo a valores extremadamente bajos, y quedó la percepción en los mercados de capitales que el dinero fue puesto en última instancia por la Reserva Federal

Posteriormente, en mayo de 2008, una investigación del diario Financial Times reveló el otorgamiento incorrecto de calificación AAA por parte de la calificadora Moody's a títulos y contratos complejos emitidos por miles de millones de dólares. Aparentemente la razón estuvo en un problema en los sistemas de computación a principios de 2007, pero Moody's recién lo resolvió en enero de 2008, sin informarlo a los mercados. Esta agencia debió entonces reconocer que había otorgado calificaciones equivocadas a títulos estructurados con derivados por hasta US\$ 4.000 M, lo cual exacerbó la desconfianza ya generalizada. Unas semanas después Standard & Poor's hizo lo mismo y la SEC inició una investigación. Mientras tanto, Standard & Poor's bajó la calificación de AAA a AA a las principales aseguradoras "monoline" (MBIA y AMBAC), provocando o una huida de los inversores con posiciones en Credit Default Swaps, lo que se tradujo en pérdidas millonarias para los bancos con alta exposición en esos contratos (Citigroup, UBS y Merrill Lynch).

En junio la Reserva Federal y el Tesoro debieron anunciar la provisión de fondos a las afianzadoras paraestatales del mercado hipo-

12- Ver Fitch (2007). Un síntoma claro de hasta qué punto llegó el "jubileo" que a la clientela típica buscada por el sistema financiero estadounidense se los ha llamado vulgarmente deudores "NINJA" (No Income, No Job, no Assets), o sea personas sin ingresos, trabajo ni activos. Una consecuencia esperable, es la opacidad informativa sobre la real situación de deudores endeudados, y en no pocos casos de la situación de dominio de propiedades. En cierto modo podría explicar la relativamente lenta activación de la demanda por propiedades a precio de liquidación en remates judiciales.

13- Para más detalle, ver Rubini (2009).

tecario Fannie Mae y Freddie Mac. En los mercados de capitales se estimaba en esos días que dicha inyección no podría ser inferior a los US\$ 75.000 M para al menos atenuar un nuevo aumento de deudores hipotecarios incobrables. El temor aumentó cuando se conoció que la Cámara de Representantes aprobó rápidamente un paquete de asistencia del Tesoro a ambas afianzadoras por hasta US\$ 300.000 millones. La Reserva Federal, a su vez, debió anunciar tres nuevas fuentes de liquidez para los "market makers" (bancos de inversión con los que opera la Fed de Nueva York): 1) préstamos a 3 meses, una facilidad (emisión) para adquirir títulos en subastas públicas, y 3) préstamos de dinero y de títulos del Tesoro hasta el 30/09/2009. Sin embargo ya era tarde: la corriente vendedora en los mercados de activos no se detuvo y a fin de agosto se conoció la noticia de que entre julio y agosto el Bank of China había iniciado la reducción de sus tenencias de deuda de Fannie Mae y Freddie Mac (US\$ 4.600 millones). Ambas agencias se declararon insolventes el 7 de septiembre. El Tesoro les inyectó igualmente US\$ 200.000 millones, pero cundió el temor por el default de Credit Default Swaps por una suma superior a los US\$ 500.000 millones.

El pánico en el mercado de activos se exacerbó aún más y llegó a su máximo cuando el 15 de septiembre se conoce el fracaso de las negociaciones de funcionarios de Lehman Brothers para vender la entidad al Bank of America quien optó absorber al banco Merrill Lynch. Lehman Brothers debió pedir entonces la quiebra. A la bancarrota de Lehman siguió la baja de la calificación de riesgo de la aseguradora AIG (la más grande del mundo), a la cual también se pidió la quiebra. Esto fue lo que disparó el pánico en todos los mercados de capitales del mundo. El Tesoro adquirió entonces el 70% de las acciones de AIG, y comenzó una serie de intervenciones de bancos centrales y autoridades fiscales de

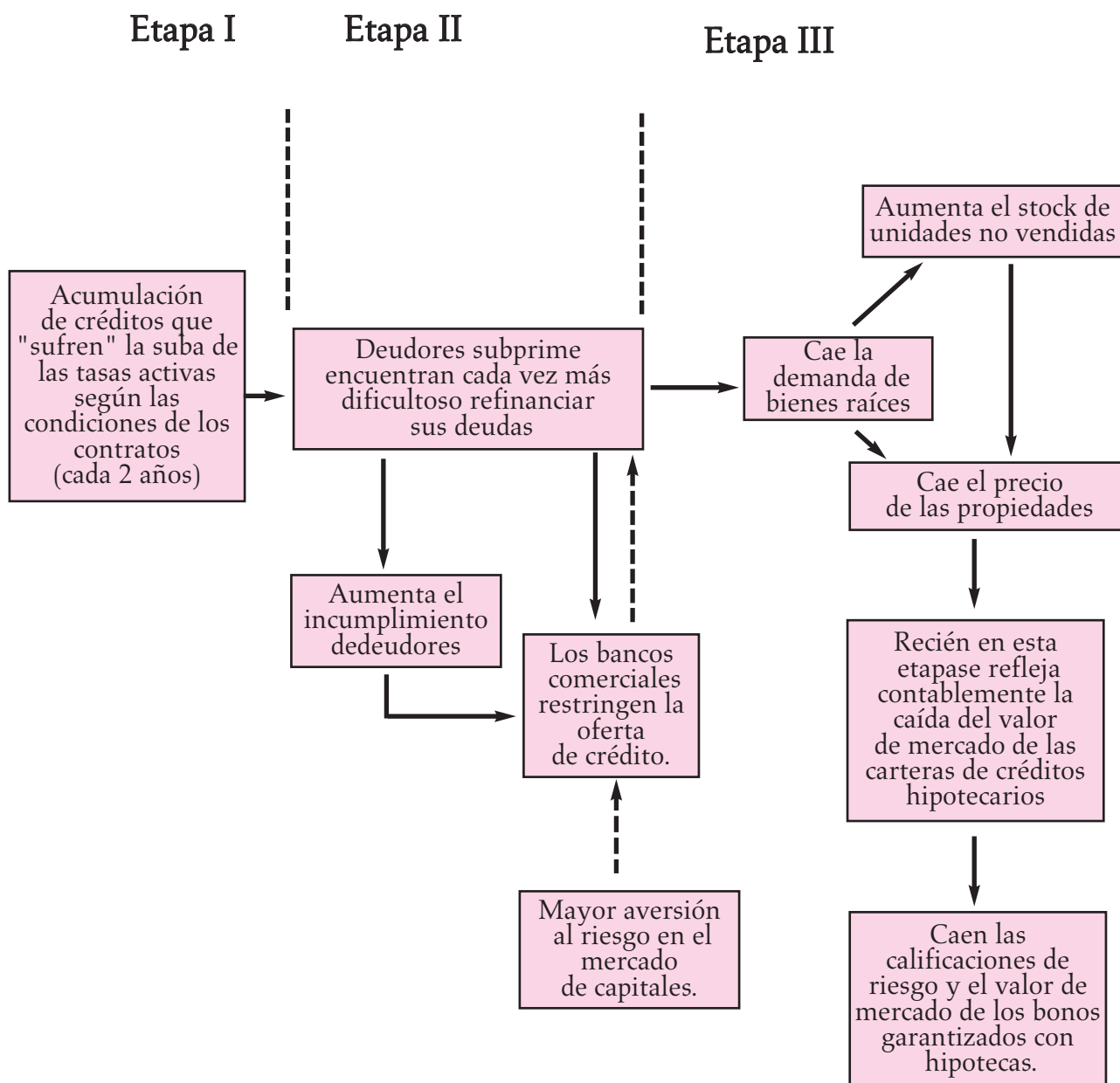
todos los países desarrollados que continúa hasta el presente.

En octubre pasado el Congreso aprobó un plan de auxilio con fondos fiscales ("T.A.R.P.") por US\$ 700.000 M. para compra de activos de entidades financieras en problemas, y elevó el techo para garantía de depósitos de US\$ 100.000 a US\$ 250.000. Sin embargo, en noviembre el Secretario del Tesoro Paulson anunció la no utilización del plan de rescate de US\$ 700.000 M para recompra de créditos incobrables de los bancos. Al exacerbar así más el pesimismo y la escasez de crédito, dos días después la Reserva Federal debió anunciar un inyección de US\$ 600.000 M para compra de bonos garantizados por hipotecas, y otros US\$ 200.000 millones a los bancos, para reactivar el crédito de consumo. En diciembre también la Reserva Federal dejó entrever a la prensa el estudio de la viabilidad de reformas legales que le permitan emitir deuda por primera vez en la historia. Nada cambió y la propia Fed se ha visto obligada a reducir la tasa de Fondos Federales a "un intervalo" entre 0 y 0,25% anual, lo que significó la admisión de la incapacidad al menos en el corto plazo de la política monetaria de influir en las decisiones de cartera del sector privado y en sus expectativas¹⁴.

Estos eventos se han venido deslizando gradualmente (ver Figura 1). Lo que llama la atención fue la permanente subestimación de esta crisis, en línea con la llamada "doctrina Greenspan", de no intervenir ni prevenir "burbujas" especulativas, sino hasta el momento en que se evidencia su "explosión". Eso se tradujo en un creciente descontento hacia la administración de George W. Bush. Ciertamente la victoria de Barack Obama en la interna demócrata y en los comicios de noviembre de 2008 no sorprendieron tanto, pero sí la falta de actitud proactiva o anticipatoria de las autoridades de Washington:

14- Sobre la similitud con el caso extremo de la trampa de la liquidez y la experiencia de Japón (1990-2004), ver Rubini (2008) y Svensson (2009).

Figura 1
Secuencia de la crisis a partir de las hipotecas "subprime"



Nota:

Las flechas de línea llena "→" indican el impulso inicial de la secuencia de eventos.

Las flechas de línea discontinua "- →" indican el efecto de retroalimentación.

Fuente: elaboración propia en base a Weaver (2008).

V. Obama Presidente: de los Festejos a los Problemas.

En la presente década el sistema financiero acumuló una masa de utilidades casi equivalente al de la suma de las empresas de casi todo el resto de la economía de los Estados Unidos. Sin embargo, en menos de un año y medio esas ganancias se han esfumado. Esto exige, una abierta discusión de algunos temas que causarán escozor en la cultura del bajo (pero no inexistente) intervencionismo de los EEUU:

1. cómo prevenir y anticipar la generación de burbujas financieras.

2. cómo modificar, con instrumentos de política pública, la cultura de endeudamiento ilimitado que prevalece en la mente de los estadounidenses prácticamente desde el inicio de la "Reaganomics".

3. cómo lograr que el sistema financiero dedique la mayor parte de sus recursos para el financiamiento de la actividad real, y no a la especulación cortoplacista de alto riesgo.

4. cómo instrumentar un régimen de intervención estatal políticamente viable, para revertir la notable desigualdad distributiva en los EEUU. Un ejemplo citado recientemente por el ex ministro de Hacienda de Brasil, Rubens Ricupero es bien claro: en los años '70 un alto ejecutivo de empresa, ganaba en promedio un ingreso 40 veces superior al salario de un trabajador promedio de los EEUU. Hoy percibe un ingreso que supera en 367 veces al salario de un trabajador promedio¹⁵.

La caída en el consumo y la suspensión de gastos de capital se refleja en una suba de la tasa de ahorro, y esto significa una fuerte contracción de bienes, con presión deflacionaria. Ciertamente, este escenario debe ser detenido cuanto antes. Si bien la Reserva Federal anunció el 3 de febrero que extenderá hasta el 30 de octubre cinco de sus programas temporarios destinados a asegurar suficiente liquidez y los acuerdos de "swap" con 13 bancos centrales, la

solución para el mediano plazo viene por el lado de la política fiscal y de reformas regulatorias en el sistema financiero, creíbles y sostenibles en el tiempo. A una semana de haber asumido, Barack Obama logró trabajosamente que el Congreso apruebe un paquete de estímulo a la economía vía expansión fiscal (baja de impuestos y aumento del gasto público) por US\$ 789.000 millones y a ser implementado en 24 meses.

El pasado 10 de febrero el Secretario del Tesoro, Timothy Geithner anunció una iniciativa de rescate integral llamado "Plan de Estabilización Financiera". El mismo consistiría en una serie de programas: uno de US\$ 2 billones para el sector bancario, y una amalgama de otros por una suma conjunta de US\$ 2 billones. Sin embargo, no hay indicios sobre cuáles son los bancos que están en quiebra irremediable. Respecto de lo que están en mal estado, qué se va a hacer con ellos, si se les inyectará más capital comprando activos basura, si se garantizarán esos activos o si serán escindidos en una unidad de negocios "buena" y otra "mala", o si se los nacionaliza. De ahí la recepción negativa que han tenido los anuncios de Geithner. En principio se espera la utilización de unos US\$ 50.000 millones de los fondos TARP a través de bancos que participan en un programa orientado a desalentar los embargos y remates de viviendas. Adicionalmente, el Tesoro y la Fed continuarán con las compras a entidades financieras de sus tenencias de bonos garantizados por hipotecas de emisores privados, y de las agencias Fannie Mae y Freddie Mac por hasta US\$ 660.000 millones, siempre y cuando reduzcan sus tasas activas para préstamos hipotecarios al rango de 4% a 4,5% anual. Ahora bien, mientras no se resuelva el problema de insolvencia de las familias no se detendrá el deterioro de las carteras activas de los bancos, ni la incertidumbre general. Estas medidas no implican una asistencia financiera significativa para unos 12 millones de deudores hipotecarios insolventes. No es claro que el

15- Ver Ricupero (2009).

Tesoro constituya una entidad residual estatal o "banco malo" que asuma el costo fiscal de los préstamos incobrables.

La crítica a dicha iniciativa ha sido casi unánime en el sentido de que nadie garantiza que eso es suficiente para que haya inversores dispuestos a asumir el riesgo de inyectar voluntariamente capital en una unidad "saneada". Algunos legisladores demócratas han propuesto hasta la autorización a las autoridades judiciales a alterar los términos de los contratos de crédito, de modo que se le reduzca el capital y las cuotas a pagar a los deudores. Sin embargo, esto no es tan fácil de instrumentar, porque los bancos podrían reclamar parte de los ingresos que las familias perciban por la venta de sus viviendas.

A principios de marzo de este año, el Gobierno de Obama comenzó a negociar en el Congreso un nuevo acuerdo para inyectar fondos a la aseguradora AIG, y evitar su quiebra. La aseguradora recibió US\$ 150.000 millones del Tesoro, que posee el 80% de la empresa, y el Gobierno inyectó US\$ 30.000 millones a través de un Fondo de Ayuda. Las pérdidas que AIG informó para el último trimestre de 2008 han sido superiores a los US\$ 100.000 millones. El Citibank a su vez, debió proceder a la conversión de acciones preferidas de hasta US\$ 27.500 millones en acciones ordinarias para facilitar al Gobierno la inyección de capital fresco y convertirse en el principal accionista de la entidad (36% del paquete accionario). Previamente, el año pasado el Citi recibió dos rescates del gobierno de EE.UU., con inyecciones de fondos por US\$ 45.000 millones en total, por las cuales procedió también a adquirir hasta el 7,8% del paquete accionario del Citi. Por otro lado, el rubro automotriz experimenta su peor momento y General Motors está a la fecha de este informe, a punto de pedir la quiebra.¹⁶

A su vez, el 3 de marzo la Reserva Federal anunció la instrumentación del plan de la Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) anunciado a fines de noviembre pasado que consiste en la emisión de dinero para prestar a inversores, que deben ofrecer como colateral títulos (con calificación de riesgo AAA) garantizados por cartas de crédito, préstamos para autos y otros bienes durables de consumo, préstamos para estudiantes, cupones de tarjetas de crédito y préstamos a PYMEs garantizados por la Small Business Administration (SBA). Según la Reserva Federal, desde octubre pasado se ha paralizado la emisión de nuevas series de estos papeles, y esto dificultará la recuperación del crédito a consumidores y a PYMEs. Igualmente, fue bien recibido el anuncio del pasado 17 de marzo pasado de la Reserva Federal de emitir US\$ 1,15 billón para financiar la compra de activos tóxicos y rescatar al sistema bancario. A esto siguió la confirmación del Tesoro de la aplicación de una suma adicional (entre US\$ 500.000 millones y US\$ 1 billón) a la compra de activos "tóxicos" de entidades financieras.

VI. Reflexiones Finales

Al menos en el corto plazo, el escenario del mundo presenta estos aspectos:

1. La banca de inversión desregulada de los Estados Unidos ha prácticamente desaparecido. La expectativa predominante es que el actual gobierno de los EEUU introduzca reformas legales para crear un segmento de banca de inversión regulado.

2. No hay estimación certera de las pérdidas provocadas por esta crisis. Todavía es desconocido el verdadero monto de activos y pasivos registrados en las "off-balance sheet accounts".

3. La agudización de la crisis forzó a la adopción de instrumentos de política extremos, como nacionalización total o parcial de entidades

16- El costo fiscal de todas las medidas sigue siendo incierto. Las estimaciones de Congressional Budget Office (2009) llevan a un cierre del año fiscal en septiembre próximo con un déficit superior a US\$ 1,7 billón (11,1% del PBI de EE.UU.) y en el ejercicio siguiente sería de US\$ 1,1 billón (7,9% del PBI de los EE.UU.), los dos mayores déficit en términos de PBI desde el año 1945. Sin embargo, de mantenerse los supuestos del pedido preliminar del presidente Obama de ampliación presupuestaria, el déficit de ambos años aumentaría 13,1% y 9,6% del PBI, respectivamente.

bancarias (Inglaterra, Holanda, Bélgica, Francia, EEUU), financiamiento directo del Estado, o garantías estatales para la emisión de deuda de bancos (España), rescate de aseguradoras (EEUU), uso de fondos propios del Estado para rescatar a entidades privadas (Alemania), o provistos por el FMI (Islandia).

4. El pánico de los inversores se observó en el mercado de capitales. A las caídas fuertes de las bolsas reanudadas en enero de este año, siguió una huida en los mercados de obligaciones privadas). La percepción de pánico fue tan grande que la huida a títulos de corto plazo del Tesoro de los Estados Unidos llevó la tasa interna de retorno de Letras del Tesoro de hasta 90 días prácticamente a cero, (son los niveles más bajos desde 1954), lo que torna inviable la "sintonía fina" monetaria mediante operaciones de mercado abierto con títulos de corto plazo, situación asimilable al escenario de "trampa de la liquidez" de los libros de texto.

5. Fuerte contracción de la actividad económica en las economías más grandes del mundo, con casos de insolvencia fiscal (más bien que de iliquidez) explícita (Hungría, Ucrania, Lituania), o potencial (Irlanda, España, Argentina).

6. Cierta lentitud para resolver los problemas centrales de los sistemas financieros de gran parte del mundo: estándares contables poco rigurosos, los controles estatales laxos o proclives a sobornos, las regulaciones de dudosa coherencia con incentivar comportamientos no temerarios, y uso de modelos de "control de riesgo" cuyos atributos y debilidades no parecen ser totalmente conocidos ni por los reguladores ni por los usuarios de los mismos.

7. El economista Nouriel Roubini de New York University, por ejemplo, ha sido tajante: "el

modelo anglosajón de regulación prudencial de bancos ha fracasado" ¹⁷. Los hechos parecen darle la razón, ante la falta de reformas a los criterios de Basilea I y Basilea II y a los mecanismos legales que permiten pagos de exagerados "bonus" (premios salariales) a ejecutivos en gran medida responsables de esta crisis. Además, una reforma en serio debe desalentar el llamado "riesgo moral" y la proclividad de los gerentes bancarios de utilizar información interna de las entidades en contra de los intereses de los accionistas y acreedores de las entidades ^{18, 19}.

En definitiva, si se pueden extraer algunas lecciones preliminares de este proceso (todavía en desarrollo), son las siguientes:

1. Ha sido una crisis de desarrollo gradual, pero no prevista por la mayoría de los economistas, y a no pocos ha sorprendido el impacto recesivo y la diseminación internacional de la recesión observada desde mediados de 2008.

2. Es claro (ex post) que Estados Unidos debe introducir reformas institucionales en su sistema financiero y en sus mercados de capitales, pero sus autoridades no parecen tener claro cuáles.

3. Como se observa en todo este trabajo, se habla de una crisis del sistema financiero, no de las instituciones jurídicas del capitalismo. Aún los gobiernos más "heterodoxos" del G-20 se han manifestado en contra del proteccionismo y del intervencionismo a ultranza. Esto refleja que la opinión generalmente aceptada hasta por los autodenominados "progresistas" es que el hoy criticado capitalismo es la mejor alternativa.

4. En materia macroeconómica, aún bajo el maquillaje de "reglas flexibles", es claro el fracaso de la discrecionalidad en la políticas

17- Entrevista concedida al "Financial Times" (9 de febrero de 2009).

18- En este sentido, cuesta entender que las críticas que desde hace casi cuatro años atrás han formulado figuras de la propia industria financiera como George Soros y Nassim Nicholas Taleb han sido en gran medida ignoradas, cuando no desdeñadas. Sobre este punto, Soros (2004) ha sido, sin dudas, premonitorio. Repetidamente se ha manifestado a favor de la regulación de las transacciones con derivados, y fuertemente crítico hacia las calificadoras de riesgo, mientras que Taleb focaliza sus críticas sobre los modelos de "control" de riesgo utilizados por intermediarios bancarios y no bancarios. Tardíamente, en enero pasado, George Soros ha sido consultado por autoridades del gobierno británico. En relación con esto, igual no es del todo claro que existiera una asociación unívoca, significativa entre la evolución de las tasas activas y los incumplimientos de deudores a tasa variable (ver Foote, Gerardi, Goette y Willen (2008)).

19- Bien cabe preguntarse si la filosofía de las autoridades de aquí en adelante desalentará o no lo que se ha dado en llamar la "doctrina Greenspan" consistente en que los bancos centrales no intervengan durante el desarrollo de "fiestas financieras" financiadas con endeudamiento casi irrestricto. En otras palabras: pareciera ser deseable el debate público sobre si se continuará con prácticas según esta versión empírica de la llamada "autorregulación de los mercados", o si se alentará el dictado de normas preventivas para evitar la aparición de estos fenómenos conocidos en teoría macroeconómica como "juegos de Ponzí". Ver algunas advertencias (en base a la reciente experiencia de Japón) de Hoshi y Kashyap (2008).

monetaria, así como también el del implícito enfoque de la "autorregulación" de los mercados de la llamada "doctrina Greenspan".

5. Mirando hacia el futuro: esta crisis ha evidenciado las notables falencias de la moderna macroeconomía dinámica basada en el paradigma de las expectativas racionales y de los mercados eficientes. Como ha afirmado el profesor Argandoña (2009) "no se trata ya de si volvemos o no a Keynes, sino de la puesta en duda de los supuestos de nuestros modelos".

No es fácil predecir el rumbo futuro de la economía de los Estados Unidos, ni la de la economía mundial. Lo que sí es claro, es que esta crisis es un punto de quiebre, que ha iniciado un proceso de cambio, de duración y final inciertos.

ANEXO

Cuadro 1: Estados Unidos: apalancamiento y capitalización (en cant. de veces). Posición del año 1985

Rama de actividad	Leverage (Pasivo / Patrimonio Neto)	Capital propio / activos (Patrimonio neto / Activos)
Agricultura, ganadería, pesca y forestación	2,12	0,32
Minería	1,21	0,45
Construcción	2,52	0,28
Industria manufacturera	1,20	0,45
Transporte y servicios públicos	1,50	0,40
Comercio mayorista y minorista	2,49	0,29
Servicios privados no financieros	2,25	0,31
Finanzas, seguros y venta de propiedades	2,90	0,26
Holdings bancarios	11,07	0,08
Bancos comerciales (excluye holdings)	11,00	0,08
Bancos de ahorro mutuo	15,75	0,06
Asociaciones de ahorro y préstamo (S&Ls)	31,12	0,03
Promedio de toda la economía	2,11	0,32

Fuente: U.S. Internal Revenue Service (I.R.S.)

Cuadro 2: Valor de mercado de entidades financieras sobrevivientes (US\$ millones)

Entidad financiera	A fin del 2° semestre de 2007 financiera (inicio de la crisis de las hipotecas suprime)	Al 20 de enero de 2009 (inicio de la gestión Obama)	Variación	Destrucción de riqueza
	Miles de mill. de US\$	Miles de mill. de US\$	%	Miles de mill. de US\$
Royal Bank of Scotland (RBS)	120,0	4,6	-96,2%	115,4
Citigroup	255,0	19,0	-92,5%	236,0
Barclays	91,0	7,4	-91,9%	83,6
Deutsche Bank	76,0	10,3	-86,4%	65,7
Credit Agricole	67,0	17,0	-74,6%	50,0
Unicredit	93,0	26,0	-72,0%	67,0
BNP Paribas	108,0	32,5	-69,9%	75,5
Union Bank of Switzerland (UBS)	116,0	35,0	-69,8%	81,0
Societe Generale	80,0	26,0	-67,5%	54,0
Morgan Stanley	49,0	16,0	-67,3%	33,0
Goldman Sachs	100,0	35,0	-65,0%	65,0
Credit Suisse	75,0	27,0	-64,0%	48,0
HSBC	215,0	97,0	-54,9%	118,0
JP Morgan	165,0	85,0	-48,5%	80,0
Santander	116,0	64,0	-44,8%	52,0
Valor de mercado total	1.726,0	501,8	29,1%	1.224,2

Fuente: datos de Bloomberg.

VI. Referencias

- Ackerman, Andrew (2008): "ARS Still Weighing Down Issuers". The Bond Buyer. The Daily Newspaper of Public Finance.

<http://www.bondbuyer.com/article.html?id=20081017YEFBEFW9>- Washington D.C., 20 de octubre de 2008.

- Allen, Franklin, Michael K.F. Chui, y Angela Maddaloni (2004): "Financial Systems in

Europe, the USA, and Asia". *Oxford Review of Economic Policy*, 20 (4), 490-508.

- Argandoña, Antonio (2009): "El Panorama Macroeconómico de la Economía Occidental y la Crisis Financiera". Occasional Paper OP-163. IESE Business School. Universidad de Navarra. Febrero de 2009.

- Ashcraft, Adam B. y Til Schuermann (2008): "Understanding the Securitization of

Subprime Mortgage Credit". Staff Report No. 318. Federal Reserve Bank of New York.

- Bordo, Michael D. (2008): "An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008". NBER Working Paper 14569. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA.

- Congressional Budget Office (2009): "A Preliminary Analysis of the President's Budget and an Update of CBO's Budget and Economic Outlook". Pub. No. 3196. The Congress of the United States. Acceso en Internet en: <http://www.cbo.gov/ftpdocs/100xx/doc10014/03-20-PresidentBudget.pdf>.

- Fitch Ratings (2007): "Fitch: Underwriting and Fraud. Significant Drivers of Subprime Defaults; New Originator Reviews", Business Wire, November 28 2007. Acceso en internet, en <http://www.allbusiness.com/banking-finance/banking-lending-credit-services/5327990-1.html>.

- Foote, Christopher L., Kristopher Gerardi, Lorenze Goette y Paul S. Willen (2008): "Supprime Facts: What (We Think) We Know about the Subprime Crisis and What We Don't". Public Policy Discussion Papers No. 08-2. Federal Reserve Bank of Boston.

- Gorton, Gary (2008): "The Subprime Panic". NBER Working Paper 14398. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA.

- Hoshi, Takeo, y Anil K. Kashyap (2008): "Will the U.S. Bank Recapitalization Succeed? Lessons from Japan", NBER Working Paper 14401. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA.

- Ricupero, Rubens (2009): "Prova dos Nove". Folha de São Paulo. Suplemento Dinheiro. 18/01/2009.

- Rubini, Héctor J. (2008): "EEUU y Algo Más que la Trampa de Liquidez". El Economista, Buenos Aires 10/10/08. Pág. 18.

- Rubini, Héctor J. (2009): "La Economía de los Estados Unidos en Transición: Una Visión desde la Argentina". Estudio Especial N° 1. Instituto de Investigaciones Económicas. Universidad del Salvador. Buenos Aires.

- Soros, George (2004): *La Burbuja de la Supremacía Norteamericana. Cómo Corregir el Abuso de Poder de Estados Unidos*. Editorial Sudamericana, Buenos Aires.

- Svensson, Lars E. O. (2009): "Monetary Policy with a Zero Interest Rate". Speech at the Sveriges Riksbank (Banco Central de Suecia). Estocolmo. Suecia, 17/02/2009.

- Weaver, Karen (2008): "The Sub-Prime Mortgage Crisis: A Synopsis", en *Global Securitisation and Structured Finance* (ed. por Deutsche Bank). Cap. 4.

- White, Lawrence J. (1992): "The United States Savings and Loan Debacle: Some Lessons for the Regulation of Financial Institutions", en *Financial Regulation. Changing The Rules of The Game* (ed. por Dimitri Vittas). EDI Development Studies. The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank. Washington D.C., pp. 263-282.

ECONOMÍA ARGENTINA

Con Temas de Economía Regional

Alberto José Figueras



Ed. EUDECOR,
Córdoba - 2008 - 612 pág.

Sinopsis

Hay quienes se inclinan por una presentación histórica de los problemas económicos. Es decir, una lectura analítica del conjunto de los sucesos período a período. Otros, en cambio, prefieren detenerse sólo en el presente, trabajando sobre áreas temáticas. Este texto, por su parte, conciliando ambas posiciones, sigue la línea de tratar aspectos parciales de la economía (p.ej. mercado laboral, sector manufacturero, mercados financieros, etc.), analizándolos separadamente para mayor claridad; pero, a la vez, señalando los antecedentes de ese aspecto o problema. Algo así como recorrer su "sendero". De allí que la obra presente los artículos por grupos temáticos, intentando integrar las dos preferencias, la diacrónica y la sincrónica. Es decir, que la presentación sigue la línea de discutir los problemas por conjuntos de temas y no por períodos históricos, debatiendo las soluciones intentadas y las polémicas a que han dado lugar (desde la estrategia de la Generación del Ochenta hasta la reciente "cuestión rural"). Su contenido específico es un conjunto ordenado de ensayos técnicos (más de 70), la mayoría publicados en diferentes medios por el autor. Para hacer sencilla la lectura, se han suprimido las formalizaciones matemáticas y se ha simplificado el instrumental gráfico. Asimismo, se incluyen artículos de otros especialistas en distintas áreas del pensamiento económico y social como los Profesores J.L. Arrufat, M. Capello, A. Díaz Cafferata, C. Ponce y M. Salto.