

NÚMERO 492

ALEJANDRO VILLAGÓMEZ

Notas sobre la primera crisis global del siglo XXI

DICIEMBRE 2010



www.cide.edu

• Las colecciones de **Documentos de Trabajo** del CIDE representan un medio para difundir los avances de la labor de investigación, y para permitir que los autores reciban comentarios antes de su publicación definitiva. Se agradecerá que los comentarios se hagan llegar directamente al (los) autor(es).

• D.R. © 2010. Centro de Investigación y Docencia Económicas, carretera México-Toluca 3655 (km. 16.5), Lomas de Santa Fe, 01210, México, D.F.
Fax: 5727•9800 ext. 6314
Correo electrónico: publicaciones@cide.edu
www.cide.edu

• Producción a cargo del (los) autor(es), por lo que tanto el contenido así como el estilo y la redacción son su responsabilidad.

Resumen

En este trabajo se presenta una revisión y sistematización de la gestación, el desarrollo y el contagio de la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009. Se revisan las respuestas de política por parte de las autoridades en los distintos países, así como el impacto y la reacción de los mercados emergentes. Este material es parte de un trabajo más amplio que analiza adicionalmente las causas de esta crisis y sus impactos en la economía real.

Abstract

This paper gives an overview of the origins, development and contagion of the financial and economic crisis of 2008-2009. This work gives an appraisal of the policy measures taken by the international community. Furthermore, it also evaluates the impact and response of emerging markets to the recent crisis. This material is a subset of a broader work, which thoroughly analyzes the causes behind this crisis and its impact on the real economy.

Introducción

Cuando a mediados de 2007 diversos fondos de inversión empezaron a mostrar serios problemas y en agosto PNB Paribas anunció la suspensión temporal en las operaciones de tres de sus fondos por problemas de valuación, muy pocos se imaginaban que estaba en proceso de gestación una de las peores crisis financieras en la historia de la humanidad, sólo comparable con la Gran Depresión de los años treinta. A partir de ese momento, como lo documentaré posteriormente, los problemas sólo fueron creciendo. El rescate de Bear Stearns en marzo de 2008 fue, probablemente, la llamada de atención más importante antes del catastrófico mes de septiembre, que quedará en los anales de la historia económica como un punto de inflexión. Con la intervención y el rescate por parte del gobierno norteamericano de sus gigantes hipotecarios, Freddie Mac y Fannie Mae, se pensaba que se detendría la debacle financiera. Pero poco duró esta percepción y la quiebra de Lehman Brothers pocos días después activó la alarma roja ante lo que ya había tomado forma de un "tsunami financiero" que cubría a Estados Unidos y se expandía lentamente a otros países desarrollados en Europa. Hasta ese momento, la mayoría de los mercados emergentes mantenían su posición de espectadores de un fenómeno que se creía era fundamentalmente del mundo desarrollado, y sólo se recibirían los efectos menores de los vientos externos. Pero octubre mostró que esto no era así, y los primeros golpes frontales de este tsunami empezaron a castigar a estos países. En pocos días quedó claro que el desastre era mundial. Estábamos frente a la primera crisis financiera y económica mundial del siglo XXI, y a una de las peores en muchas décadas. Este trabajo forma parte de un material más amplio que documenta y analiza las causas de esta crisis, su desarrollo inicialmente en Estados Unidos y el contagio mundial; los efectos de esta crisis sobre los mercados financieros y la economía real en los distintos países, así como las respuestas de política macroeconómica, tanto fiscal como monetaria, que adoptaron distintos gobiernos. También discute de manera particular el caso de México, y que próximamente publicaré. En este documento sólo presento una sistematización sobre la gestación, el desarrollo y el contagio mundial de esta crisis.

1. Gestación y desencadenamiento de la crisis

Una de las características más relevantes de la crisis reciente es que su desarrollo fue un proceso lento, en gran parte debido a que el sector inmobiliario se encuentra como una de sus causas fundamentales y la evolución de estos precios es gradual. A continuación realizo una revisión cronológica de los distintos eventos que se suscitaron, desde los inicios del proceso hasta el momento en que estalla la crisis y se produce un violento

contagio mundial, transmitiéndose de manera más clara hacia el sector real de las economías y sus subsecuentes impactos.¹ Claramente este evento tiene una enorme cantidad de detalles que resulta prácticamente imposible narrar, por lo que me centraré en los momentos más significativos del proceso.

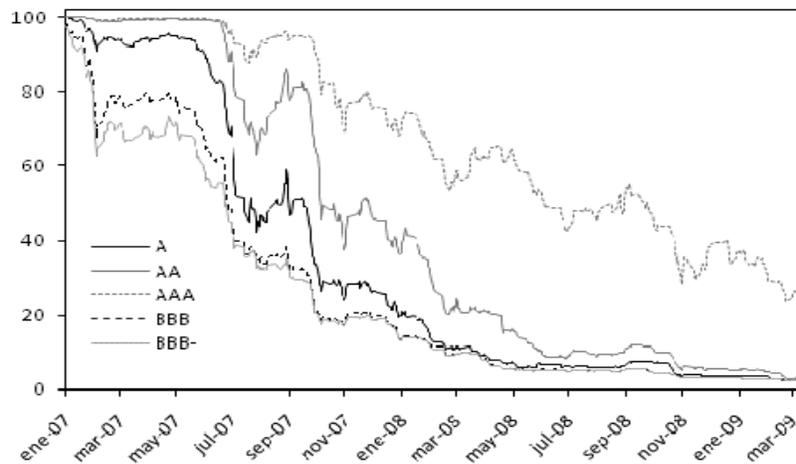
1.1. Primeros síntomas

Siendo el origen más importante de esta crisis la generación de la burbuja inmobiliaria, los primeros síntomas se ubican en el momento en que se detiene el aumento de precios de las casas en Estados Unidos, lo que provoca la ruptura de la burbuja hacia mediados de 2006 de acuerdo con el índice S&P/Case-Shiller, pero con mayor claridad hacia finales de ese año. Esto afecta el colateral de los acreditados “subprime” de alto riesgo, los cuales empiezan a tener problemas para obtener nuevos créditos que les permitan refinanciar su deuda y terminan declarándose en moratoria e insolvencia. Un primer impacto se observa en el precio cobrado por los seguros contra riesgo de no pago de estas hipotecas (CDS), que es capturado por el índice ABX,² el cual empieza a descender en febrero de 2007, como se observa en la gráfica 1. De acuerdo con Gorton (2008), éste constituye el elemento fundamental de información que explica el inicio del pánico que conduce a la crisis actual. De manera gradual va afectando a diversos intermediarios fuertemente involucrados en la tenencia de estos activos respaldados por hipotecas, generándoles pérdidas, pero adicionalmente porque algunas calificadoras reaccionan reduciendo calificaciones para varios de estos instrumentos. Entre los meses de febrero y julio de 2007, los reportes de problemas o pérdidas en diversos fondos van creciendo en cantidad y monto. La mayoría de los intermediarios con dificultades se ubican en Estados Unidos pero, como veremos en el siguiente capítulo, un pequeño banco en Alemania (IKB) constituye la primera señal de la contaminación del problema al mercado Europeo. También destaca que en este lapso se presentan los primeros problemas para Bear Stearns, un banco de inversión altamente involucrado en este mercado y fuertemente apalancado, y que ante una solicitud de reposición de sus márgenes (margin calls) tuvo que inyectar alrededor de 3.2 miles de millones de dólares.

¹ Cuando menciono en este trabajo a un “sector real” de la economía, hago referencia al conjunto de mercados de bienes y servicios, en donde se toman las decisiones de producir, invertir, consumir, trabajar, etc. en contrapartida al sector financiero y monetario.

² Este índice se introduce el 26 de enero de 2006.

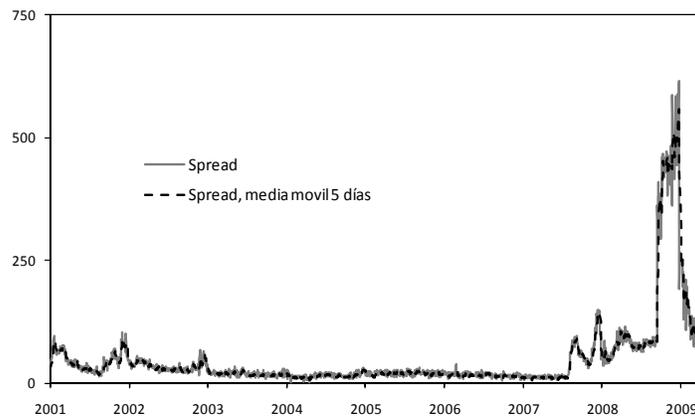
GRÁFICA 1. ÍNDICE ABX



Fuente: Bloomberg.

Sin embargo, el evento más importante en estos primeros meses se produce en agosto, cuando PNB Paribas, un importante banco francés, congela las operaciones en tres de sus fondos. En ese momento, el principal problema es la creciente dificultad para valorar distintos productos estructurados ante las modificaciones en las calificaciones, la paulatina disminución en la negociación de estos instrumentos y la creciente incertidumbre en los mercados. En estas circunstancias el mercado del papel comercial respaldado por otros activos (ABCP) empieza a mostrar también dificultades debido a que los participantes en el mercado de dinero comienzan a retirarse en número creciente.

GRÁFICA 2. DIFERENCIALES EN EL PAPEL COMERCIAL (A2/P2-AA)



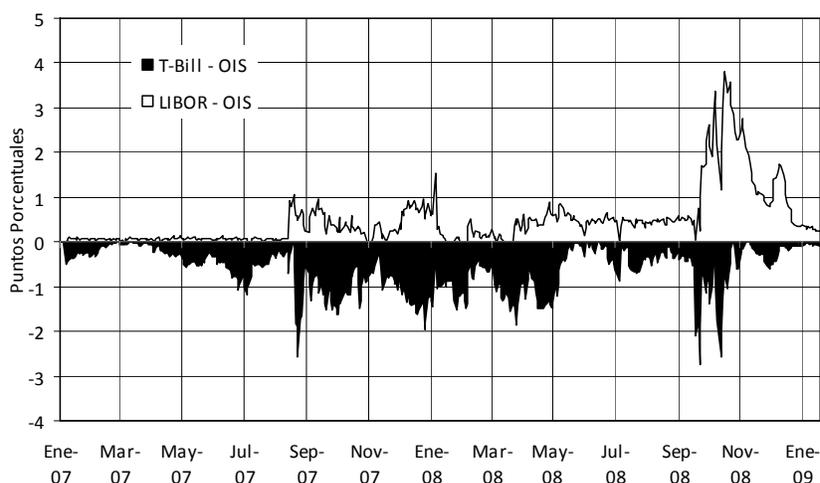
Fuente: Bloomberg. Papel comercial a 30 días.

En julio de 2007 este tipo de instrumentos registraban un premio de alrededor de 5 puntos base respecto al papel comercial emitido por corporativos, pero hacia mediados de agosto este premio había superado los 80 puntos base. Lo que estos eventos provocan es un creciente problema de liquidez en los mercados, pero de manera importante va generando una mayor percepción de riesgo de iliquidez e insolvencia entre los mismos bancos y preocupación sobre la situación de su capital, afectando su comportamiento en el mercado interbancario al buscar aumentar su acumulación de efectivo (y liquidez) y reducir los préstamos entre ellos, lo que termina por retroalimentar la desconfianza y profundizar el problema. Distintos indicadores muestran que este primer impacto de iliquidez en este mercado se produce durante el mes de agosto, lo que obliga a la intervención de los bancos centrales.

El tipo de indicador comúnmente utilizado para analizar el comportamiento de estos mercados es el de diferenciales (spreads) en tasas de interés relevantes. En particular en la gráfica 3 se muestra el comportamiento de un indicador muy utilizado en el mercado interbancario y conocido como "TED", que reporta el diferencial entre la tasa LIBOR,³ usada como referencia en el mercado interbancario y que incluye un riesgo, y la tasa sin riesgo de los bonos del Tesoro norteamericano (T-Bills). En condiciones normales, este diferencial oscila alrededor de los 10 puntos base, pero en tiempos de crisis aumenta, lo cual ocurre porque los bancos aumentan su demanda por bonos del Tesoro para obtener un colateral de mejor calidad y bajo riesgo, lo que reduce las tasas de estos instrumentos, al tiempo que el costo de los préstamos en el mercado interbancario aumenta.

³ La tasa LIBOR (London Interbank Offered Rate) muestra un promedio de las tasas para los préstamos que se realizan entre bancos, generalmente de tipo overnight o de corto plazo.

GRÁFICA 3. DIFERENCIAL "TED"



Fuente: Bloomberg. Nota: La TED es el diferencial entre la tasa LIBOR, utilizada como referencia en el mercado interbancario y que incluye un riesgo, y la tasa sin riesgo de los bonos del Tesoro norteamericano.

En la gráfica 3 se descompone este diferencial en dos partes: la diferencia entre la tasa LIBOR y una tasa OIS (overnight index swap rate), señalado en la zona clara, y el diferencial entre la tasa OIS y el Bono de la Tesorería, indicado en la zona oscura. El primer diferencial permite aislar el efecto que se produce cuando existe una fuerte demanda por bonos como colateral (efecto colateral). Cuando esto ocurre se observa una contracción en el diferencial T-Bill-OIS. Esta gráfica es ilustrativa al reflejar la evolución de los eventos y muestra cómo es precisamente en el mes de agosto de 2007 cuando el diferencial se dispara reflejando la primera ola de iliquidez en el mercado interbancario.

El diagnóstico inicial de estos eventos realizado por las autoridades es el de una crisis de liquidez, por lo que las primeras medidas tomadas correspondieron a los Bancos Centrales para tratar de detener el problema en los mercados interbancarios. De esta forma, y dado que el suceso relevante que he señalado ocurre con el banco francés PNB Paribas, el Banco Central Europeo decide inyectar al mercado 95 mil millones de euros el 9 de agosto y posteriormente la Reserva Federal hace lo propio con 24 mil millones de dólares. Adicionalmente, la FED reduce su tasa de descuento en 50 puntos base a 5.75%⁴ y amplía las facilidades para que los bancos comerciales recurran a pedirle prestado. Estas acciones aparentemente parecían estar logrando estabilizar a los mercados, por lo que durante octubre se observa cierta calma. Pero como se muestra en la gráfica 3, a partir de noviembre se

⁴ Esta es la tasa de interés utilizada por un Banco Central para los préstamos que realiza a los bancos comerciales vía lo que se denomina ventanilla de descuento.

vuelve a registrar una creciente incertidumbre y nuevos problemas en estos mercados reflejados en el aumento de los diferenciales.

Es importante señalar que durante estos meses los bancos centrales y en particular la FED reaccionan relativamente rápido y se mantienen muy activos implementando diversas acciones para evitar un desplome en los mercados. Cecchetti (2008) presenta una interesante revisión y análisis sobre las respuestas de política monetaria por parte de la FED durante estos meses, mostrando cómo la autoridad tuvo que recurrir no sólo a medidas convencionales, sino que echó mano de medidas poco convencionales. No sólo reduce su tasa de referencia en septiembre en 50 puntos base (18 de septiembre) para ubicarla en 4.75 y otros 25 puntos base en diciembre, e iniciar el camino que lo llevaría a tasa cero antes de concluir 2008, sino que además reduce sus tasas de descuento y amplía las facilidades de préstamos para los intermediarios mediante diversos mecanismos. Entre estas medidas destaca la ampliación de un mecanismo de subastas denominado TAF (Term Auction Facility) anunciado el 12 de diciembre, que incluye la extensión de plazos y reducción en las exigencias de garantías requeridas a los bancos para acceder a los créditos. En los siguientes meses, la FED se vería en la necesidad de ampliar en varias ocasiones los montos disponibles a través de este mecanismo. En la medida en que facilita recursos a menor costo, esta acción buscaba reducir diferenciales de tasas en los mercados interbancarios. Posteriormente durante 2008 anunciaría otras facilidades de subastas y líneas de crédito, que incluso abriría para otros intermediarios distintos a los bancos, como veremos más adelante.

Sin embargo, los problemas no se detienen y más bien se profundizan al iniciar 2008. La dificultad en la valuación de los instrumentos respaldados por hipotecas y las crecientes pérdidas en diversos fondos de inversión empujan a las calificadoras a reducir sus calificaciones, lo que a su vez retroalimenta el proceso provocando una creciente acumulación de efectivo por parte de los intermediarios, aumentos en las primas de riesgo, mayor incertidumbre y pérdidas, generando un círculo vicioso característico de la reversión de una burbuja. La forma en como se va contagiando el problema a otros intermediarios queda claro durante este mes cuando las calificaciones de algunas aseguradoras "monoline" tienen que ser degradadas, aumentando el nerviosismo en el mercado.⁵ Sin embargo, en esta ocasión el impacto se extiende a las bolsas de valores, produciéndose una importante caída de aproximadamente 15% en las bolsas asiáticas durante el descanso feriado del Día de Martin Luther King en Estados Unidos, pero que se contagia a Europa y luego a Norteamérica con reducciones de alrededor de 5%. Estas circunstancias obligan a la FED a anunciar una reducción "extraordinaria"

⁵ Estas aseguradoras se crearon con el único fin de atender el mercado de instrumentos o bonos municipales, pero poco a poco fueron involucrándose de manera importante en el mercado ligado a hipotecas y otros instrumentos estructurados subprime.

(fuera de calendario) en su tasas de referencia por 75 puntos base y otra reducción adicional por 50 puntos base más, después de su reunión del 30 de enero, y amplía las facilidades de liquidez en los mecanismos ya establecidos como el TAF. Si bien los mercados se apaciguan un poco, queda claro que el mecanismo devastador de la crisis estaba en proceso y parecía que no había nada que lo pudiese ya detener.

El siguiente momento complicado ocurre durante el mes de marzo de 2008, cuando los diferenciales entre los bonos del Tesoro y los bonos emitidos por las agencias hipotecarias cuasi-gubernamentales Freddie Mac y Fannie Mae empiezan a ampliarse de nueva cuenta, afectando a aquellas entidades tenedoras de grandes cantidades de estos instrumentos, en particular bancos de inversión como Bear Stearns. Brunnermeier (2008) describe cómo este hecho, junto con eventos desafortunados de interpretaciones incorrectas de información en ese momento provocan que la situación para esta entidad se deteriore aceleradamente siendo blanco de una “corrida” por parte de sus clientes.⁶ En tan sólo tres días, su posición de liquidez disminuyó de 18 mil a 2 mil millones de dólares. Su exposición a instrumentos estructurados era enorme y su nivel de apalancamiento, desorbitado. Ante estas circunstancias, y considerando sus extensas vinculaciones con otros intermediarios en todo el mundo, la Reserva Federal considera indispensable “rescatarlo”, facilitando una operación mediante la cual JP Morgan Chase compraría a Bear Stearns a un precio ridículo de 2 dólares por acción. La FED de Nueva York coadyuva a esta operación concediendo un préstamo a JP Morgan por 30 mil millones de dólares. No obstante, el mercado acentúa su comportamiento de desconfianza incrementando su demanda de bonos del Tesoro como un refugio seguro (flight to quality), por lo que en este entorno, y buscando evitar situaciones de contagio y pánico, el 13 de marzo la FED instrumenta otro mecanismo o facilidad para préstamos de este tipo de instrumentos (Term Securities Lending Facility, TSLF), que si bien ya existía, lo expande ampliando los plazos y el tipo de colateral aceptado. El 16 de marzo, y como consecuencia de las repercusiones del caso Bear Stearns, implementa otro mecanismo más, denominado Primary Dealer Credit Facility (PDCF), que consiste en ampliar la disponibilidad de recursos, pero en esta ocasión incluyendo a intermediarios no bancarios, como serían los bancos de inversión, y que no son regulados por la FED. De nuevo, el objetivo es aumentar la disponibilidad de fondos de corto plazo para estos intermediarios y reducir los diferenciales de tasas de interés en el mercado.

De los eventos ocurridos durante este mes de marzo es importante destacar un par de aspectos que resultan importantes para entender lo que sucede en los siguientes meses. En primer lugar, la Reserva Federal tomó la decisión de “rescatar” a un intermediario que no estaba en su jurisdicción

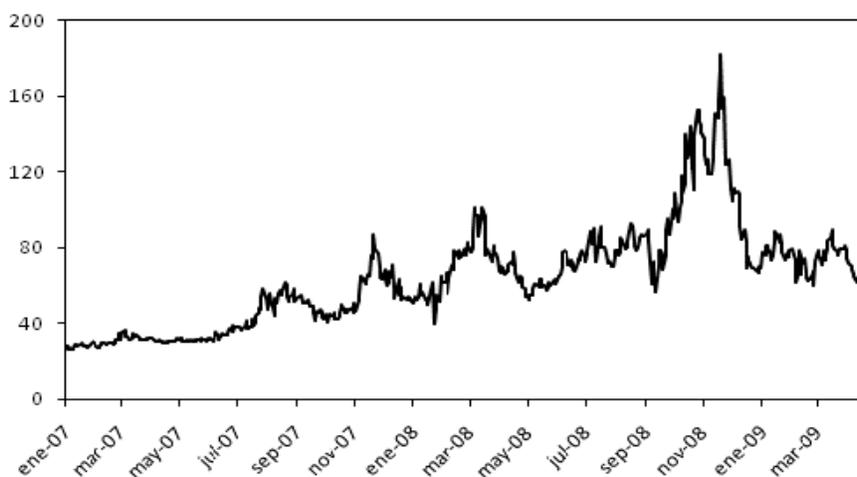
⁶ Una corrida bancaria ocurre cuando los clientes de una institución, por desconfianza y pánico, retiran simultáneamente sus recursos de ésta.

regulatoria, como lo es la banca de inversión, en este caso Bear Stearns. Se argumenta que la decisión obedeció al hecho de la complicada interconexión que existía en las operaciones de esta entidad con muchas otras y el enorme riesgo que esto entrañaba en caso de declararse en bancarrota, al provocar la quiebra de otros intermediarios (efecto dominó). Sin embargo, la FED fue insistente en señalar que ésta era una acción extraordinaria y que no la volvería a tomar en el futuro. No obstante, este hecho abría una caja de Pandora en cuanto a los incentivos que generaba en el sistema, y que pudo haber afectado el comportamiento de otras entidades, como sería el caso de Lehman Brothers. Este punto ha generado un amplio debate académico y seguramente será un tema de amplio estudio y discusión en el futuro. En segundo lugar, durante estos sucesos va clarificándose la complicada situación de Fannie Mae y Freddie Mac y el papel que jugarían en los próximos meses. La primera hipotecaria tiene su origen en la época del "New Deal", como una agencia gubernamental, aunque es privatizada en 1968; mientras que la segunda se crea en 1970. En consecuencia, mantienen una estructura peculiar, propiedad privada pero con una misión gubernamental, que es fundamentalmente la de promover y apoyar a la población de ingresos medios y bajos en la obtención de créditos para vivienda, acorde con el objetivo gubernamental de generar una oferta de vivienda accesible a estos estratos de población. Su papel central ha sido la de proveer garantías y promover bajas tasas de interés, para lo cual emiten bonos (bonos de agencia) como principal fuente de financiamiento. Si bien estas entidades no son gubernamentales, estos bonos tradicionalmente podían ser utilizados, al igual que los bonos del Tesoro, como colateral en depósitos gubernamentales en los bancos privados. En consecuencia, son tomados por el mercado con una prima de riesgo muy baja. Estas entidades enfrentaron serios escándalos contables en 2003, lo que provocó que su situación ante el Congreso se viera mermada y pusiera en riesgo su existencia. De acuerdo con Wallison y Calomiris (2008), esta dualidad de objetivos provocada por su estructura y la existencia de una garantía implícita gubernamental en sus emisiones provocó que buscaran justificar su papel aumentando agresivamente su financiamiento a vivienda popular, para lo cual adquirieron importantes cantidades de instrumentos respaldados por hipotecas subprime (MBS), lo que, dadas las circunstancias, era un mecanismo extraordinario para ampliar sus utilidades, ya que podían obtener recursos baratos en el mercado y beneficiarse de la expansión de los MBS. En 2000, 87% de los créditos subprime correspondían a estas agencias, las cuales terminaron teniendo más de 1 billón de dólares (trillones americanos), lo que representaba alrededor de 66% del mercado subprime.

En estas circunstancias, después de los problemas registrados durante marzo de 2008, éstos vuelven a aumentar a partir de julio, reflejados en un aumento en el diferencial respecto a los bonos del Tesoro, como se observa en la gráfica 4. En condiciones normales este diferencial oscila alrededor de

entre 5 y 25 puntos base, pero en momento de crisis como la actual aumenta de manera considerable. Las disminuciones observadas entre marzo y mayo, y posteriormente en agosto reflejan, entre otras cosas, el anuncio gubernamental de ofrecer garantías explícitas para los bonos de estas agencias. Sin embargo, queda claro que esta acción no resuelve los problemas ya profundos y en septiembre explota el problema.

GRÁFICA 4. DIFERENCIAL ENTRE BONOS DEL TESORO Y DE AGENCIAS GUBERNAMENTALES



Fuente: Reserva Federal.

1. 2. Septiembre Negro: bancarrota de Lehman y el Inicio de la crisis

No cabe la menor duda de que septiembre de 2008 será un mes que quedará registrado en los anales de la historia económica como fecha de referencia en la crisis actual. Este mes inicia con la profundización de los problemas de las agencias hipotecarias norteamericanas. Es claro en ese momento que las acciones previamente tomadas son insuficientes y su enorme exposición en el mercado subprime resulta insostenible con consecuencias altamente peligrosas, tanto que el gobierno norteamericano decide intervenirlas. En esos mismos días se hacen evidentes los serios problemas enfrentados por otro de los importantes bancos de inversión, Lehman Brothers. Esta situación no era nueva, pues ya algunos meses atrás había dado indicios de serias pérdidas que mantenían nerviosos a sus clientes, pero se esperaba que después del suceso de Bear Stearns esta entidad tomara las decisiones adecuadas para su capitalización, lo cual no sucedió. Después de intentar una negociación de venta con el Banco de Desarrollo Coreano, la cual fracasó, su precaria situación se hizo pública y sus acciones se desplomaron. A diferencia del caso

de Bear Stearns, en una decisión que resulta altamente polémica, y es y será tema de estudio, el gobierno no lo rescata, por lo que tiene que declararse en bancarota, siendo la mayor en la historia. Este intermediario poseía alrededor de 600 mil millones de dólares en activos y alrededor de 15 mil empleados. Su problema principal se puede apreciar en su hoja de balance en donde existía un importante desajuste temporal entre sus activos (de largo plazo) y sus pasivos (de corto plazo), como sucedió con la mayoría de los bancos de inversión. Esto lo obligaba a recurrir a refinanciar alrededor de 20% de su pasivo en plazos muy cortos, lo que aunado a su alto nivel de apalancamiento, su fuerte exposición a instrumentos ligados a los créditos subprime y la explosión de los problemas en las agencias hipotecarias, terminó por erosionar la confianza de los participantes en el mercado, aumentando fuertemente sus costos de financiamiento y disminuyendo de manera importante el precio de sus acciones. La quiebra ocurre el 15 de septiembre ya que el gobierno decide no otorgar garantías para ser adquirido por otros intermediarios. Como menciono, no cabe duda de que esta decisión de la autoridad ha sido muy polémica y para muchos analistas el haber permitido la bancarota de este intermediario precipitó y agudizó los problemas en los mercados que condujeron a la seria crisis actual, por lo que se considera el punto de inflexión de este "tsunami" financiero.

Los eventos se estaban sucediendo en cascada en ese momento. Como una medida defensiva otro importante banco de inversión, Merrill Lynch, decide venderse a Bank of America. Pero el siguiente suceso de gran envergadura ocurre con el gigante asegurador American Insurance Group (AIG) el 16 de ese mes. Desde luego que los problemas de AIG tampoco eran nuevos. Ya a finales de 2007 daba señales de dificultades ante la solicitud de validación de colaterales (collateral calls) por parte de entidades como Goldman Sachs y el reporte de pérdidas en diciembre de ese año por montos superiores a un mil millones de dólares. Este intermediario contaba con una importante participación en contratos de seguros asociados a estos créditos subprime (CDS), o derivados crediticios, que representaban una suma estimada en ese momento en alrededor de los 57 mil millones de dólares. Considerando el comportamiento de los mercados y las crecientes pérdidas en estos segmentos, el día 12 empezó a correr el rumor de que sería degradada por las calificadoras, lo que conduciría a solicitudes de validación de colaterales. Se intentaron armar paquetes de financiamiento para hacer frente a esta situación, pero finalmente el lunes 15 se degradó su calificación, por lo que el precio de la acción de AIG cayó en casi 90%. Al igual que en el caso de Bear Stearns, el razonamiento y el juicio de la autoridad fue en términos de las amplias interconexiones que este intermediario tenía con otros en todo el mundo. Las condiciones en ese momento requerían que esta entidad hiciera válido un colateral por un monto de casi 15 mil millones de dólares, o de lo contrario se consideraría que se declaraba en insolvencia. La Reserva Federal

decide organizar su rescate por un monto de 85 mil millones de dólares a cambio de participación accionaria.⁷ De nueva cuenta, este es un evento de enorme envergadura no sólo por el monto, sino porque esta entidad rescatada tampoco era un banco, sino una aseguradora que salía de la jurisdicción regulatoria de la FED.

El 21 de este mes, Morgan Stanley y Goldman Sachs solicitan licencia como banca comercial, lo cual además de abrirles el acceso a recursos de depositantes, también significa permitirles acceso a recursos disponibles en cualquier paquete de apoyo de rescate por parte del gobierno, que ya se empezaba a mencionar. En todo caso, con esta acción prácticamente desaparecían del mercado los grandes gigantes de la banca de inversión en el mundo, lo que seguramente conducirá a una estructura financiera futura muy diferente a la que conocimos antes de esta crisis.

Los siguientes intermediarios en la lista fueron Washington Mutual, comprado por JPMorgan y Wachovia, finalmente adquirido por Wells Fargo, mientras que Goldman Sachs logra obtener 7.5 miles de millones de dólares en recursos por parte de Warren Buffett. El punto central es que las condiciones en los mercados se deterioraban aceleradamente día con día, como lo muestran distintos indicadores de diferenciales de tasas de interés, lo que amenazaba con provocar una debacle financiera de grandes dimensiones. Es en ese marco que el gobierno decide optar por una acción general, proponiendo un plan de rescate general.

1.3. El plan de rescate generalizado gubernamental

La intervención del gobierno durante una crisis financiera mediante un agresivo plan de “rescate” no es un fenómeno nuevo y existe una amplia literatura que documenta múltiples experiencias en todo el mundo a lo largo de varias décadas. En la teoría económica podemos encontrar extensos planteamientos que muestran el importante papel que juegan los bancos y otros intermediarios financieros en el proceso de crecimiento de una economía por distintas razones, entre las que podemos destacar su función de transferir recursos entre ahorradores e inversionistas y la transformación de liquidez, así como el distribuir riesgos en el mercado favoreciendo el financiamiento de las actividades económicas. Estos planteamientos encuentran sustento en un amplio conjunto de trabajos empíricos para distintos países. Sin embargo, también está documentado que, considerando las características particulares del sistema financiero y sus participantes, ante una situación de crecientes problemas existe un enorme riesgo de un fallo sistémico, que puede conducir a la ruptura del sistema de pagos y a

⁷ El comunicado de la FED señalaba que “la junta determine que, en las circunstancias actuales, una bancarrota desordenada de AIG podría haber agregado a los ya significativos niveles de fragilidad financiera y conducir a sustancialmente altos costos de préstamos, reducir la riqueza de las familias y debilitar materialmente el comportamiento económico”.

desastrosas consecuencias económicas. En este argumento se enfatiza que estas instituciones financieras tienen un número enorme de operaciones complejas entre ellas, y en caso de que alguna se declare en bancarrota conducirá a una situación de contagio y bancarrotas en cascada. Los activos de una son pasivos de otra y así sucesivamente. Si una no puede responder por sus pasivos, afecta los activos de otra, que no podrá responder a sus pasivos y esto se extiende en "cadenita" o "efecto dominó". Más aún, en un mundo globalizado, las vinculaciones financieras internacionales son muy amplias. Esta situación de interconexiones amplias y complejas es lo que conduce al razonamiento de que una entidad de éstas es muy grande para dejarla caer en bancarrota ("too big to fail"), y es precisamente el argumento utilizado en las intervenciones de apoyo a Bear Stearn y AIG por parte de la autoridad norteamericana. En realidad estos constituyen rescates particulares, al igual que el caso de las agencias hipotecarias. Sin embargo, en septiembre queda claro que el problema es de enormes dimensiones, y para entonces una gran cantidad de intermediarios presentaban serios problemas, por lo que la solución en ese momento requería de una acción generalizada. El problema es que intentar resolver las dificultades de una sola entidad, inyectándole capital, es una acción inútil ya que estos recursos se perderán en una corrida si otras entidades se declaran insolventes. Es decir, la solución requiere de una intervención generalizada y es en este contexto en que el gobierno decide elaborar un programa de rescate generalizado con la finalidad de evitar este fallo sistémico. Adicionalmente hay que señalar que en estas condiciones, es poco probable que el mercado privado realice la función de inyectar capital ya que, en la medida que existe desinformación sobre la situación de los distintos intermediarios, el riesgo de inyectar capital a uno y ver que otros se declaran en insolvencia significa perder esos recursos por el efecto de pánico que se produce. Hay un serio problema de coordinación en el mercado que sólo puede ser solucionado por la intervención del gobierno. Desde luego esto no quiere decir que la intervención pública está exenta de problemas, ya que lo ideal es tratar de apoyar a aquellos bancos que se encuentran en mejores condiciones y permitir la bancarrota de los malos, pero esto es sumamente difícil de evaluar, sobre todo debido a que en estas circunstancias críticas no existe una adecuada valuación de activos en el mercado. Esto es precisamente uno de los puntos álgidos de debate en este tipo de programas, ya que si no son suficientemente claros en sus criterios y mecánica, el costo del "rescate" se eleva a costa de los contribuyentes. Otro de los temas de debate es la percepción amplia de que estos planes son injustos en la medida en que se plantean el apoyo a entidades que de alguna forma actuaron "incorrecta e irresponsablemente" al tomar decisiones inadecuadas de alto riesgo, apoyo que se realiza con recursos públicos de los contribuyentes. En realidad, el debate tiene muchas aristas difíciles de cubrir en este documento.

Como ya señalé, hacia finales de septiembre era claro para las autoridades que el problema era mucho más profundo y generalizado en el sector financiero, por lo que los rescates particulares eran inútiles y habría que tomar una acción más agresiva y generalizada. Una primera propuesta de un plan en este sentido es presentada por el presidente Bush al Congreso en los últimos días de septiembre, pero es rechazada por éste el 29. Ese mismo día, el Dow Jones cae 778 puntos. Durante ese fin de semana se intensifican las negociaciones entre el ejecutivo y el legislativo, y finalmente el 1º de octubre, el Senado lo aprueba y, posteriormente el día 3, lo hace a su vez la Cámara baja mediante el Acta de Estabilización Económica Emergente. El paquete aprobado conocido como el Programa de Ayuda a los Activos con Problemas (TARP por sus siglas en inglés) estaba compuesto por dos bloques

- *Programa de Subastas para la Compra de Activos con Problemas (TAAP)*: Este planteaba la compra de activos tóxicos mediante subastas, para lo cual se destinaron inicialmente 100 mil millones de dólares de un total que podría llegar a 450 mil. El objetivo era disminuir los activos malos de las hojas de balance de los bancos y el riesgo de un fallo sistémico, así como incrementar el capital disponible para créditos. También se establecen ciertas restricciones respecto a las compensaciones de los ejecutivos de aquellas instituciones que hagan uso de estos recursos.
- *Programa de Compra de Capital (CPP)*: Con este programa se buscaba lograr una mejor capitalización de los intermediarios para aumentar la confianza del mercado y evitar la venta masiva de activos (fire sells). Se planteaba que el Tesoro comprara hasta 250 mil millones de dólares en garantías y acciones preferentes senior.

Cuando se discutió inicialmente el programa, el énfasis fue en la compra de activos tóxicos buscando incrementar la liquidez de las entidades afectadas, pero la crítica generalizada apuntaba hacia la necesidad de recapitalizarlas, más que proveerlas de liquidez, por lo que el TAAP prácticamente no fue utilizado y la intervención se realiza mayoritariamente vía el CPP lo que permite esta inyección de capital. Dentro de la formulación de este programa se obligaba a que el Contralor General presentara reportes al menos cada 60 días sobre los avances, así como reportes semestrales enviados por la Oficina de Administración del Presupuesto (OMB) del Tesoro para ser evaluado por el Congreso vía su Oficina de Presupuesto (CBO). En el primer reporte del CBO sobre el TARP se consigna que para el 31 de diciembre de 2008 se habían erogado 178 mil millones de dólares (mmd) para la compra de acciones preferentes dentro del CPP en un total de 214 instituciones financieras. Pero 8 de ellas absorbieron la mayor parte. Citigroup, JP Morgan Chase y Wells

Fargo recibieron cada una 25 mmd, Bank of America 15 mmd y Morgan Stanley y Goldman Sachs 10 mmd, para sumar un total de 100 mmd. Por estos fondos las instituciones están obligadas a pagar dividendos de 5% de estas inversiones los primeros cinco años y 9% después. Adicionalmente se realizó una compra de acciones preferentes de AIG por 40 mmd y en donde el pago por dividendo es de 10% anual. Es interesante señalar que en estos desembolsos se incluye un préstamo por 5.4 mmd a la industria automotriz por tres años con una tasa ligada a la LIBOR.⁸ Finalmente, de acuerdo con el reporte de la CBO, el costo neto de estas operaciones se estimaba en 64 mmd. En el reporte al 31 de marzo de 2009 se señala que se habían erogado 328.6 mmd, 47% del total de recursos asignados a este programa.

Antes de exponer lo que sucede en los meses siguientes a septiembre, valdría la pena una pequeña reflexión adicional sobre la discusión de los rescates iniciada en octubre. Como lo han vuelto a demostrar los eventos recientes, cuando se plantea la posibilidad de recurrir a un paquete de apoyo, selectivo o generalizado, para sectores en problemas, se abre una caja de Pandora y es difícil determinar cuál es el fondo. Entre otros elementos, esta es una cuestión de incentivos, y claramente habrá una enorme cantidad de industrias que se consideren afectadas y víctimas de las circunstancias económicas y financieras derivadas de la crisis. Todas se ubican como relevantes y de gran impacto en producción y empleo. El caso más ilustrativo ha sido el del sector automotriz norteamericano, en donde las tres grandes, General Motors, Chrysler y Ford iniciaron una campaña impresionante para lograr obtener fondos públicos para salir del hoyo, y lo lograron por un monto de casi 25 mil millones de dólares,⁹ aunque no en la magnitud deseada.¹⁰ Pero está ampliamente documentada la enorme lista de empresas y sectores que hicieron fila en el Congreso tratando de convencer a los legisladores de que deberían ser receptores de recursos públicos.¹¹ En este proceso se abrió también una importante discusión, que de hecho no es nueva, entre académicos y analistas sobre la racionalidad de estos rescates. En primera instancia, la pregunta sería ¿por qué habría que transferirles recursos públicos a empresas privadas?, en particular si en este proceso se encubren ineficiencias propias de la industria. Como recuerdan Hart y Zingales,¹² existen dos principios fundamentales en esta discusión, que de acuerdo con ellos se estarían relegando. El primero es que el gobierno sólo debe intervenir cuando se puede identificar de manera clara la existencia de una falla de

⁸ Información del reporte del CBO (2009).

⁹ Cifra tomada del reporte sobre el TARP al 31 de marzo de 2009. Estos recursos son destinados básicamente a GM y Chrysler.

¹⁰ A principios de mayo de 2009, Chrysler finalmente se declaró en bancarrota acogiéndose al capítulo 11.

¹¹ Entre los eventos que quedarán como anécdotas destaca el caso "chusco" de la petición de Larry Flynt de un rescate por 5 mil millones de dólares para la industria porno a principios de enero.

¹² Ver el editorial de Oliver Hart y Luigi Zingales, "Economists Have Abandoned Principles", Wall Street Journal, 3 de diciembre de 2008.

mercado, y el segundo es que esta intervención gubernamental debe realizarse al mínimo costo posible para el contribuyente. En este sentido, en vez de los rescates planteados, en particular a la industria automotriz, aunque no excluyen el caso de los intermediarios financieros, existen otros mecanismos más adecuados, como sería el de la bancarrota, o "capítulo 11". La ventaja de este proceso es que permite la oportunidad a la empresa de iniciar nuevamente, eliminando lo que no sirve y las ineficiencias y recuperando sus activos valiosos. Pero sobre todo, evitar que el costo recaiga en los contribuyentes. En este mismo sentido se expresaron muchos otros académicos, incluso J. Stiglitz.¹³ En todo caso, este es precisamente uno de los puntos de una larga lista de temas que serán objeto de amplia discusión y análisis en la academia en los próximos meses, e incluso años.

1.4. El problema de fondo: un sistema bancario insolvente

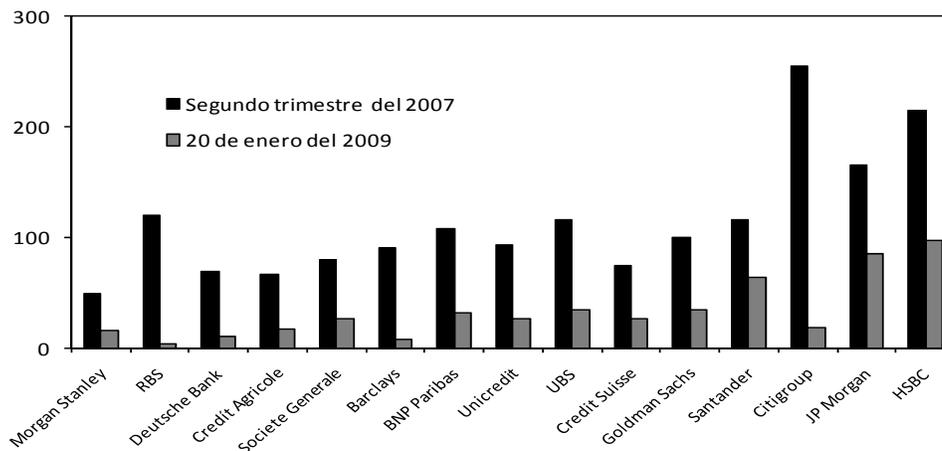
Para entender lo que ha sucedido en los meses siguientes después del caos de septiembre-octubre de 2008, vale la pena volver a recordar el origen del problema y sus consecuencias. La ruptura de la burbuja inmobiliaria y el inicio de la disminución en los precios de las casas en Estados Unidos conduce a una disrupción en el mercado de créditos hipotecarios, inicialmente en su segmento subprime, y a la creciente insolvencia de los deudores. Esto se traduce en pérdidas para los intermediarios financieros poseedores o vinculados a estos instrumentos, lo que condujo a una contracción crediticia. Al reconocerse estas pérdidas en los libros de las instituciones que los otorgaron, se tiene como contrapartida una reducción en su capital en la misma magnitud. Hay que recordar que este capital es el respaldo de la cartera de préstamos e inversiones del intermediario, que son sus activos. La regulación establece un valor adecuado para la relación entre estas dos variables, lo que sería la razón o coeficiente de apalancamiento. En promedio, en Estados Unidos esta relación es de un dólar de capital por poco menos de 13 dólares de activos, pero ésta varía en cada entidad. El punto central es que al disminuir el capital por debajo de la referencia de nivel adecuado, el intermediario empieza a ser percibido con mayor riesgo por el mercado, lo que provoca un aumento en sus costos de fondeo, reduce el precio de sus acciones, disminuye su capacidad para obtener más capital y, por ende, limita su expansión crediticia. Pero de manera importante, cuando registra pérdidas por créditos vencidos o impagables, para ajustarse a la caída de su capital debe reducir su cartera de créditos u obtener más capital. Este es el proceso de desapalancamiento al que se ha hecho referencia. Si el problema se limita a una o un par de instituciones, el proceso no presenta grandes complicaciones para la intervención de la autoridad. Sin embargo, en las condiciones actuales la historia es radicalmente distinta. Ya no se trata

¹³ Ver su editorial "Chapter 11 is the Right Road for US Carmakers" en FT.com, el 11 de diciembre de 2008.

sólo de los instrumentos vinculados a las hipotecas subprime, sino que se ha extendido a prácticamente todo tipo de préstamo: hipotecario, comercial, empresarial, tarjetas de crédito, préstamos para automóviles y educativos, y otros instrumentos y bonos como los corporativos e incluso bonos soberanos. El fenómeno es global alcanzando a todo tipo de intermediario, dentro y fuera de Estados Unidos. En la gráfica 5 se presenta a un grupo de reconocidos intermediarios financieros de todo el mundo, en donde puede verse la fuerte caída en su valor desde el momento que se inicia esta crisis en 2007 hasta principios de enero de 2009.

Lo que tenemos son mercados disfuncionales, con altos niveles de incertidumbre y desconfianza y con una creciente dificultad o imposibilidad de valorar diversos activos, varios de los cuales ni siquiera cuentan ya con un mercado. De esta forma, el proceso de ventas de remate (fire sales) sólo retroalimenta y profundiza el problema, deprimiendo más los precios, requiriendo una mayor reducción de activos y acrecentando las pérdidas. Claramente la posibilidad de obtener capital adicional del mercado privado es prácticamente nula.

GRÁFICA 5. VALORACIÓN DE LOS GRUPOS FINANCIEROS: 2007-2009



Fuente: Morgan.

La tabla 1, tomado de Elliott (2009b), compara tres estimaciones sobre las pérdidas de bancos y corredores-intermediarios realizadas por el FMI, Goldman y Roubini en los primeros meses de 2009. En el primer renglón se presenta una estimación para el sistema global, mientras que en el segundo se estima lo que corresponde a instituciones en Estados Unidos, ya que muchas de estas pérdidas corresponden a otras instituciones (no bancarias) dentro y fuera de Estados Unidos al trasladarse vía las distintas transacciones de los

intermediarios en el mercado global. La del FMI se realiza en enero, mientras que la de Roubini corresponde a su actualización a marzo.

Tabla 1

Proyección de pérdidas en el riesgo de crédito para E.E.U.U. y efectos sobre el capital total de los bancos (\$ billones)

	IMF	Goldman	Roubini	Promedio
Pérdidas globales estimadas en crédito de E.E.U.U.	-2,200	-2,000	-3,600	-2,600
Estimados de pérdidas para banqueros de E.E.U.U. y operadores de bolsa	-900	-1,000	-1,800	-1,233
Nuevo capital reunido ¹	510	510	510	510
Reducción de necesidades de capital por garantías de E.E.U.U. ²	20	20	20	20
Porción de TARP 2 que se asume es inyectado ³	200	200	200	200
Ganancias centrales de bancos 2008-2010 ⁴	500	500	500	500
Dividendos en efectivo pagados, 2008-2010 ⁵	-90	-90	-90	-90
Beneficios de impuestos sobre pérdidas ⁶	50	50	50	50
Cambio Total en Capital	290	190	-610	-43

1. Promedio de estimaciones de Goldman Sachs y Roubini

2. Cantidad garantizada *reducción de 80% en el riesgo - activos ponderados * 6% "bien-capitalizados" grado 1 de proporción de capital

3. Estimación del autor para la ubicación del segundo tramo de \$350 billones

4. Estimación del autor basada en ganancias históricas más cargos de crédito en FDIC-bancos asegurados

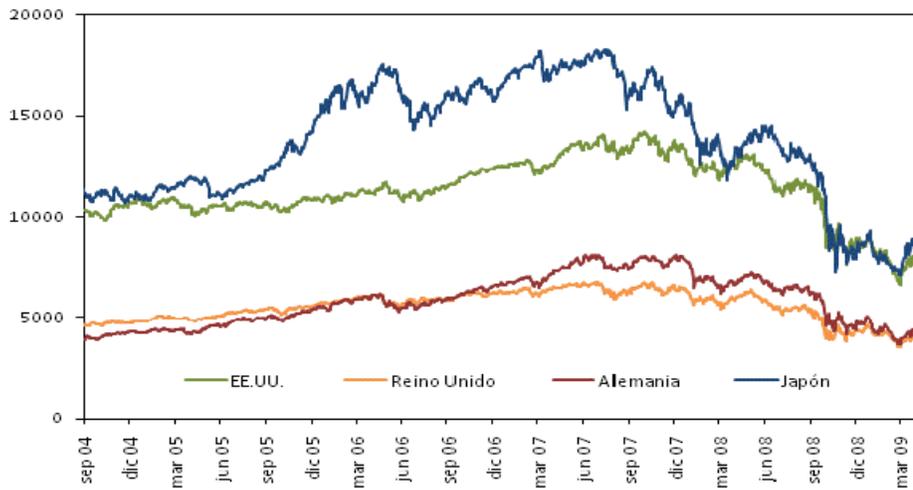
5. Estimación del autor basado en dividendos históricos en FDIC-bancos asegurados, reducido para 2009 y 2010

6. Estimado del autor basado en impuestos históricos al ingreso FDIC - bancos asegurados

Fuente: Elliott (2009b).

De manera muy general, este es el marco que explica el comportamiento de los mercados al iniciar 2009 y durante los siguientes meses. La incertidumbre y la desconfianza eran el común denominador, provocando un aumento exorbitante del precio de cualquier tipo de seguro y, de nueva cuenta, una caída en los precios de prácticamente todos los activos con riesgo. Las bolsas continuaron su tendencia decreciente y, como se observa en e la gráfica 6, durante los dos primeros meses la pérdida de valor en los principales mercados se había acentuado después de la recuperación observada al finalizar 2008.

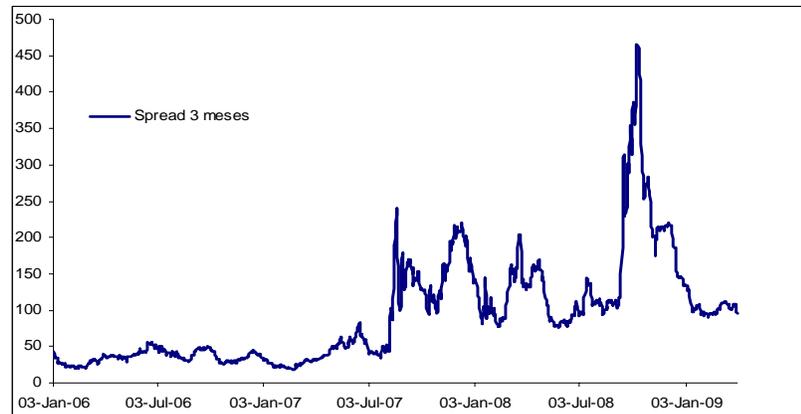
GRÁFICA 6. EVOLUCIÓN DE LAS BOLSAS EN PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



Fuente: Bloomberg.

Si bien algunos indicadores de la crisis del crédito mostraban mejoras respecto a su situación en el último trimestre de 2008, parecían estancarse en un piso bajo del cual no avanzaban. Este era el caso del diferencial TED, que había disminuido de manera sustancial, pero a partir de febrero se había estabilizado alrededor de los 100 puntos base (gráfica 7), cuando en tiempos normales este diferencial oscila alrededor de los 50 puntos base. Lo mismo sucedía con muchos otros diferenciales e indicadores de las condiciones del mercado crediticio.

GRÁFICA 7. DIFERENCIAL TED



Fuente: Bloomberg.

En este contexto, las pérdidas e insolvencia de las instituciones financieras y la necesidad de los gobiernos de rescatarlas vía inyección de capital a cambio de acciones preferentes o ampliaciones de garantías fueron noticia

sistemática. Por ejemplo, el 8 de enero, el gobierno alemán otorga un apoyo a Commerzbank tomando 25% de sus acciones. El 16 de enero Citigroup reporta 8 mil millones de pérdidas al tiempo que el gobierno norteamericano inyecta 20 mil millones de dólares a Bank of America a cambio de acciones preferentes y otorga garantías por 118 mil millones de dólares. Al día siguiente, las autoridades inglesas aumentan su participación en el Royal Bank of Scotland hasta 70%, al reportar pérdidas por 28 mil millones de libras. De hecho este mismo día, estas autoridades anuncian una ampliación de su paquete de rescate a su sistema financiero. Acciones similares son tomadas por los gobiernos de Francia y Holanda, en este último caso para apoyar a ING.

Sin embargo, un factor que parece tener un peso importante en la explicación del desarrollo de estos eventos y de que el desorden en los mercados se prolongara son las acciones y reacciones de la autoridad en esta fase de la crisis, en particular en Estados Unidos. Creo que podría aceptarse, probablemente con menos discusión, que existió una respuesta rápida para proveer de liquidez al mercado desde 2007, pero a partir de septiembre de 2008 las respuestas fueron poco claras y precisas, por lo que esta actitud vacilante constituyó una pésima señalización al mercado que coadyuvó a mantener la desconfianza y la incertidumbre. En parte contribuyó el proceso de cambio de administración norteamericana durante el mes de enero, por lo que el resto de los recursos asignados en el TARP no se solicitaron ni ejercieron, pero existía un problema más profundo en cuanto a la claridad de la solución a seguir. El problema de insolvencia y fragilidad del sistema financiero estaba diagnosticado, pero no existía un acuerdo sobre el tipo de solución radical requerida y las respuestas habían sido mantener la inyección selectiva de capital a intermediarios claves y ampliar garantías. Finalmente, el 10 de febrero el Tesoro norteamericano de la administración entrante anuncia su nuevo paquete de apoyo al sector financiero, o Plan de Estabilización Financiera. De manera muy general, este nuevo plan presenta una nueva ronda de gastos tipo TARP, pero agrega más controles y enfatiza el aspecto de la transparencia. Adiciona un programa de apoyo a propietarios de casas en problemas e incluye un plan para crear una asociación público-privada para constituir un fondo de inversión que adquiera activos malos en propiedad de las instituciones financieras. Sin embargo el anuncio fue muy general, lo que provocó una reacción de mayor incertidumbre en los mercados, cayendo las bolsas ese mismo día. Los detalles de estos componentes se fueron dando a conocer en los próximos días. De hecho, los elementos novedosos de este nuevo plan eran la incorporación de una "prueba de estrés" para valorar las condiciones de las instituciones, así como la creación del fondo para comprar los activos malos. Esta prueba se incluyó en el denominado Programa de Asistencia de Capital y focalizaba a las instituciones con activos superiores a 100 mil millones de dólares, que en

realidad no rebasan a veinte instituciones grandes. Este aspecto era central ya que uno de los mayores problemas era el poder realizar una verdadera valoración del monto de las pérdidas futuras. Mediante esta prueba se estimaban éstas bajo diversos escenarios, sus condiciones de capital y los recursos que se requerirían, pero sobre todo permitiría discernir entre instituciones con futuro y aquellas que no lo tenían.

1.5. Banco "malo" o nacionalización

Sin embargo, de mayor relevancia sería la discusión sobre si este plan realmente hacía frente a los problemas fundamentales del sistema financiero y sería, por ende, la solución final. Conforme avanzó el mes de enero, quedaba claro que estos problemas eran mucho mayores a las estimaciones iniciales, de tal forma que los recursos del TARP serían insuficientes y el costo fiscal para los contribuyentes mayor, sobre todo si se mantenía la estrategia inicial. Las cifras presentadas en la tabla 1 sobre las estimaciones pronto quedaron rebasadas. En este contexto se va desarrollando una discusión sobre estrategias alternativas para resolver el problema de insolvencia del sistema financiero norteamericano. A manera de resumen, se establecen tres opciones en la mesa del debate: a) la creación de un banco "malo", b) ampliar las garantías a los activos tóxicos y c) nacionalizar uno o varios de los bancos en problemas. Elliot (2009a) presenta una buena síntesis de éstas, cuyos principales elementos son:

- a) Bancos "malos": el objetivo es crear una entidad que absorba los activos "tóxicos" o "basura" del banco, creando uno "bueno". La racionalidad de esta acción es que se parte de la premisa de que varios bancos tienen perspectivas de rentabilidad y viabilidad de largo plazo, pero las condiciones inciertas en los mercados y la dificultad de valorar distintos activos impide su acceso a capital nuevo y afectan la credibilidad de sus depositantes y acreedores. El banco "bueno" podrá atraer capital bajo perspectivas de rentabilidad futura. La solución no es nueva y existen experiencias en otros países, destacando el caso sueco caracterizado como favorable durante su crisis financiera de los años noventa. Sin embargo, la solución no está exenta de problemas, sobre todo de carácter operativo, ya que es necesario valorar los activos "tóxicos", lo cual es sumamente complejo en las circunstancias actuales, pero en todo caso existen soluciones técnicas, probablemente ninguna totalmente satisfactoria. También es necesario determinar la fuente de los fondos para el banco "malo", lo cual puede ser una combinación de recursos del gobierno, de los bancos "buenos" y de que el mismo banco "malo" obtenga capital en el mercado. Finalmente, la administración de estos activos no es un asunto trivial, pues no sólo

hay que definir los criterios para esta administración, sino que no es una ventaja comparativa del gobierno.

- b) Ampliar garantías para los activos “tóxicos”, lo que permite reducir la incertidumbre de éstos al contar con el respaldo de la autoridad. Este esquema permite resolver algunos problemas de la opción anterior, ya que no se requiere de una valuación inicial. Además los activos permanecen en el mismo banco, lo que puede ser bueno ya que son ellos los que mejor conocen sus carteras de inversión. Tampoco se requiere de que la autoridad desembolse recursos al inicio, ni mantener altos requerimientos de capital por razones regulatorias debido a las garantías públicas. Sin embargo, probablemente la principal desventaja es que es complicado fijar las condiciones económicas justas de este arreglo y la adecuada distribución de riesgos, lo que afecta el costo que cargaría el contribuyente.
- c) Nacionalización. Con esta opción el gobierno se apropia directamente de la institución que considere insolvente y sin futuro, dándole mayores márgenes de acción en las decisiones. Desde luego que las posibilidades de esta alternativa son diversas, desde una nacionalización de todo el sistema hasta un proceso selectivo. Incluso en esta definición cabe el esquema de conversión de acciones preferentes por acciones comunes, lo que algunos podrían denominar nacionalización parcial.

Las garantías constituyen un esquema que ya se ha utilizado, como sucedió con la adquisición de Bear Stearn por parte de JPMorgan, o los apoyos a principios del 2009 a Bank of America y Citigroup. La otras dos opciones se discutieron intensamente durante enero y principios de febrero, pero el plan anunciado por el Tesoro el 10 de febrero optó por una alternativa más cercana a la creación de un banco “malo” en la figura del Fondo de Inversión público/privado, dejando abierta la opción de una nacionalización parcial o selectiva a partir de los resultados de las “pruebas de estrés”. Para la autoridad, la decisión del banco “malo” sobre las garantías significaba un mecanismo fuerte de señalización para coordinar las expectativas de los mercados. Adicionalmente, aunque su costo era mayor al inicio, en términos intertemporales se estimaba que sería menor. Por su parte, la discusión sobre la nacionalización fue mucho más intensa, e incluso en este caso, ideológica, en la medida en que se colocaba como contraparte a la libre empresa privada, pilar del desarrollo norteamericano. Incluso, la discusión tuvo en momentos matices semánticos sugiriéndose conceptos como “re-privatización” o “administración o receptoría gubernamental” (government receivership). Sin embargo, no obstante que existía un consenso implícito de que esta

alternativa era sólo temporal, es claro que esta opción también conllevaba ventajas y desventajas desde un punto técnico, y no sólo político. Por ejemplo, una causa del desacuerdo puede ser debida al diagnóstico sobre las condiciones del sistema financiero. Un extremo era el defendido entre otros por Roubini, quien consideraba que este sistema era totalmente insolvente, apoyado por sus estimaciones sobre las pérdidas del sistema, quien abogaba por una nacionalización generalizada, recuperando los componentes de prueba de “estrés” y del fondo de inversión público/privado del Plan gubernamental recién anunciado.¹⁴ En cambio, para otros analistas y para el gobierno, la insolvencia no era generalizada, y era necesario ubicar a las instituciones que realmente ya no eran viables sin afectar a las que aún lo eran. Una argumentación en contra, proveniente de un académico que difícilmente pueda considerarse conservador, es la de Alan Blinder.¹⁵ Desde mi perspectiva pone sobre la mesa algunos de los principales argumentos técnicos que constituyen serios problemas en el caso de una nacionalización. Por mencionar los principales, señala que no queda claro cuál sería la línea hasta dónde nacionalizar, ya que en Suecia (el caso exitoso de referencia) eran pocas instituciones, pero en Estados Unidos existen más de 8,300. Esto provocaría que después de nacionalizar, digamos cuatro bancos grandes, el quinto quedaría en desventaja respecto a los anteriores, ya que no tendría las garantías para acceder al mercado. Además, esto generaría un efecto dominó al provocar expectativas de que el quinto sería el próximo nacionalizado, generando incentivos que acelerarían su debacle. Obviamente también hace referencia a los problemas administrativos, así como a los obstáculos políticos y el posible efecto adverso sobre la confianza del mercado norteamericano. Después de todo, Estados Unidos no es Suecia.

Cuando a principios de marzo se profundizó la terrible situación en la que se encontraba Citigroup, el debate sobre nacionalización también aumentó de temperatura. Al final sabemos que en ese momento, la autoridad optó por una solución parcial, que en la taxonomía de Elliot (2009a) correspondería a una nacionalización parcial. En realidad, la salida fue aumentar la participación gubernamental a 40% mediante la transformación de acciones preferentes por acciones comunes. La crisis está aún desarrollándose, y al momento de terminar de escribir este trabajo es difícil prever sus alcances. Pero es probable que la conclusión de Elliot sea la más razonable, en el sentido de que al final habrá que nacionalizar una o dos entidades, como acción de último recurso y bajo criterios muy claros y transparentes. El complemento de la solución se ajustará a la opción de banco bueno-banco malo. En esta línea, el 23 de marzo se anunciaron los detalles relativos a los activos tóxicos y el fondo privado/público. El programa se denominó “Programa de Inversión

¹⁴ Una mayor explicación de sus argumentos y propuesta puede encontrarse en su artículo en el Washington Post, “Nationalize the Banks! We’re all Swedes Now”, del 15 de febrero de 2009, en coautoría con Matthew Richardson.

¹⁵ Véase su editorial “Nationalize? Hey, Not So Fast”, en el NYT del 7 de marzo de 2009.

Público Privado para Activos Heredados” y proponía la utilización de hasta un billón (trillón) para adquirir activos tóxicos del sistema, los cuales mantendría hasta su vencimiento o hasta que el mercado se recuperara.¹⁶ Se planteaba utilizar recursos del tesoro (150 miles de millones del TARP) y financiamiento del FDIC y de la FED (820 mil millones en forma de deuda) para movilizar capital de inversionistas privados (aproximadamente 30 mil millones). Este programa aseguraría que estos participantes compartieran riesgos junto con los contribuyentes y, finalmente, que los compradores del sector privado establecieran el valor de los créditos e instrumentos adquiridos lo que evitaría que el gobierno pagara un sobreprecio por ellos. Este programa trataría de resolver el problema que enfrentaban los intermediarios financieros en sus hojas de balance debido a los créditos e instrumentos heredados que les impedían acceder al mercado por nuevo capital y que los obligaría a recurrir a ventas de remate en un mercado disfuncional. En general fue bien aceptado, aunque una de las principales críticas enfatizaba que al final el mayor riesgo lo tendrían los contribuyentes, quienes serían los que terminarían absorbiendo las mayores pérdidas.¹⁷

li. El contagio mundial

Es cierto que la crisis actual inició en Estados Unidos, pero en menos de dos años, considerando el momento a partir del cual se observan los primeros síntomas, podemos decir que estamos frente a una de las peores crisis financieras y económicas de envergadura mundial en la historia. El proceso de contagio ha sido lento, actuando por diversos canales entre los distintos países, desarrollados y en desarrollo, pero al finalizar 2008 prácticamente todos se veían afectados en mayor o menor grado. Para simplificar la exposición de estos eventos es conveniente pensar en dos niveles de contagio: el financiero y el de la economía real, en la medida en que ocurren con cierto desfase en el tiempo. Adicionalmente es útil pensar en distintas fases u “olas” de contagio que se ubican en el momento en que ocurrieron eventos sobresalientes que afectaron a uno o varios países simultáneamente. La primera ola de impactos se produce por la vía de los canales financieros y afecta principalmente a algunos países industrializados, lo cual sucede claramente durante 2007 y hasta antes de la debacle de septiembre de 2008. En esta primera fase el impacto sobre la mayoría de las economías en desarrollo y emergentes es prácticamente nulo, con algunas excepciones. La segunda oleada, de corte aún financiero, ocurre precisamente al estallar y

¹⁶ Para mayores detalles puede consultarse la siguiente liga:

http://www.treas.gov/press/releases/reports/ppip_fact_sheet.pdf

¹⁷ Krugman fue uno de los principales críticos que enfatizaban este aspecto. Para mayor discusión de este punto pueden consultarse las siguientes ligas en donde presentan ejemplos que apoyan este argumento: <https://self-evident.org/?p=502>; <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/03/23/geithner-plan-arithmetic/>

expandirse la crisis en septiembre de 2008, lo cual acentúa la disfuncionalidad de los mercados financieros en las economías desarrolladas. Esta fase incluye también el impacto generalizado sobre los mercados de valores y los de divisas, lo cual afecta prácticamente a todos los mercados, pero de manera acentuada a las economías emergentes. Finalmente la última fase corresponde al impacto sobre la economía real, que aún está en proceso y es generalizado en la economía mundial. Estas fases no son excluyentes y de hecho existe un importante traslape entre los niveles financieros y el de la economía real.

II.1. Primeros contagios

La primera ola de contagios ocurre muy poco tiempo después de que se observan los primeros síntomas de la actual crisis en el mercado norteamericano y el principal canal es el sistema financiero, afectando principalmente a aquellos países, fundamentalmente desarrollados, cuyos intermediarios financieros participaron en mayor medida en este intrincado enjambre de transacciones financieras asociadas al mercado de hipotecas "subprime". La adopción del modelo "originar-distribuir" permitió una explosiva ampliación y diseminación de una gran cantidad de instrumentos estructurados (MBS, CDO, CDS) que fueron a ubicarse en todo tipo de portafolios y en las hojas de balance de una gran variedad de entidades financieras fuera del mercado norteamericano. En consecuencia, cuando a principios de 2007 empiezan a presentarse diversos problemas de morosidad, insolvencias hipotecarias, dificultad en la valuación de instrumentos y de reducciones en calificaciones, la situación termina por generar pérdidas en diversos intermediarios con altas exposiciones a estos instrumentos. Durante el mes de marzo, HSBC Holdings Plc en el Reino Unido ya había reportado pérdidas derivadas de su cartera de créditos. Pero la primera víctima documentada fuera de Estados Unidos es un banco pequeño alemán, IKB, que tenía invertido alrededor de 17 500 millones de euros en estos instrumentos y al verse imposibilitado de validar sus líneas de crédito a sus entidades fuera de balance, sus acciones se reducen casi 20% en julio de 2007 y tiene que ser "rescatado" por entidades públicas y privadas, en particular el banco estatal alemán de desarrollo KfW y finalmente vendido al inversor estadounidense Lone Star en agosto de 2008. Hay que recordar que en julio de 2007 el gobernador de la FED, Bernanke, reconocía ante el Senado de su país la posibilidad de más de 100 mil millones en pérdidas asociadas al mercado "subprime", lo cual generaba creciente desconfianza en los mercados. A partir de agosto, las afectaciones alcanzan a importantes intermediarios europeos. El día 9 de agosto, PNB Paribas, el mayor banco francés, suspende operaciones de tres de sus fondos de inversión ante la imposibilidad de valuarlos correctamente y el 14 de septiembre, un banco importante británico, Northern Rock, solicita apoyo al Banco de Inglaterra debido a

severos problemas de liquidez, lo que le provoca una importante corrida. Este banco fue intervenido por el gobierno en febrero de 2008.

En general esta primera ola de impactos se produce sobre intermediarios fuertemente vinculados a actividades hipotecarias y de la construcción y con importante exposición en instrumentos estructurados, pero la interconexión entre este tipo de entidades provoca necesariamente un creciente contagio en los mercados financieros. En junio de 2008, la británica Catholic Building Society es adquirida por Chelsea Building Society, y en julio Banco Santander adquiere a un banco hipotecario inglés, Alliance & Leicester. En este punto es importante señalar que el Reino Unido presenta problemas propios en su mercado de bienes raíces, aunque similares al mercado norteamericano, registrando también una burbuja en el precio de las casas. La ruptura de la burbuja en Estados Unidos acelera la ruptura de la inglesa. Entre 2002 y 2007, los precios en este país aumentaron casi 90%. También se observa una importante expansión del crédito, y aunque se extiende a individuos de alto riesgo, a diferencia del caso norteamericano, el modelo originar distribuir es menos recurrente. A finales de 2008, la Nationwide Building Society revelaba que la disminución en los precios en términos reales era de aproximadamente 20%, la mayor observada en las últimas dos décadas en ese país. Es claro que los problemas crecientes de iliquidez en los mercados interbancarios terminan por afectar de manera sustantiva al sistema financiero inglés asociado al mercado hipotecario, y de ahí el mayor número de entidades financieras afectadas durante esta crisis.

II.2. Segunda oleada: El tsunami financiero alcanza al mundo

A pesar de que las autoridades monetarias de Estados Unidos, Europa y Japón habían mantenido una posición activa, e incluso agresiva tratando de impedir que las dificultades en sus sectores financieros se profundizaran y extendieran, al iniciar septiembre de 2008 quedaba claro que el problema era mucho más complicado de lo que se creía y que las acciones que se habían tomado eran insuficientes para evitar lo que parecía ya inevitable: una debacle financiera en Estados Unidos y su diseminación en el resto del mundo. Ya en el capítulo anterior se describen los problemas que enfrenta el mercado norteamericano al iniciar este mes, teniéndose que rescatar a las agencias hipotecarias cuasi-gubernamentales para evitar su quiebra y, después, la bancarrota de Lehmann Brothers. Son dos eventos de enorme envergadura y cuyos efectos eran difíciles de prever en ese momento con claridad, pero que a la postre mostrarían su poder letal. La disfuncionalidad de los mercados se estaba generalizando y los niveles de incertidumbre aumentaban aceleradamente, provocando reacciones de pánico entre la mayor parte de los participantes en los mercados. Este comportamiento es similar a lo que ocurre cuando se infla una burbuja, pero ahora en sentido contrario, ya que las reacciones de pánico de los agentes no hacen más que retroalimentar el

movimiento en picada. En estas circunstancias, muchos intermediarios tratan de deshacerse de sus activos malos primero, y después de otros que consideran poco seguros, lo que deprime aún más su precio y acentúa las pérdidas, arrastrando a más entidades y repitiéndose el ciclo de desapalancamiento y mayor desconfianza e incertidumbre. Es como un "efecto dominó", pero que conforme avanza, va afectando a activos que inicialmente no tenían problemas.

El fracaso inicial de la propuesta del presidente Bush del programa de rescate rechazado por el Congreso de su país no hizo más que atizar el fuego, provocando que los últimos días de septiembre fueran caóticos en todos los mercados del mundo. El número de entidades con problemas de liquidez e insolvencia crecía rápidamente amenazando con quiebras masivas. En ese marco, el gobierno británico tiene que rescatar a Bradford & Bingley, un importante intermediario ligado a créditos hipotecarios al tiempo que Fortis, importante entidad involucrada en banca y seguros, es apoyado por el gobierno holandés y por PNB Paribas con más de 11 mil millones de euros. Finalmente Dexia, el mayor generador de créditos para gobiernos locales en el mundo tiene que ser también apoyado por los gobiernos de Bélgica, Francia y Luxemburgo. Europa se encontraba ya de lleno inmerso en este proceso caótico en los mercados financieros.

Un caso interesante es el de Islandia, país que prácticamente estuvo a punto de declararse en "bancarrotas". Al finalizar 2008, el costo de la crisis para este país se estimaba en alrededor de 80% de su PIB. En realidad aquí se conjugaron tres elementos: problemas generados por su propio sistema bancario y la ineficaz supervisión gubernamental; problemas generados por su estrecha vinculación con el Reino Unido, lo que implica una transmisión directa de los efectos de la ruptura de la burbuja hipotecaria en ese país, y finalmente, los impactos propios de la crisis mundial. Al desregularse el sistema financiero de este país a inicios de esta década, el sistema bancario se vio inmerso en un proceso expansivo acelerado, financiado en gran medida con recursos obtenidos en el mercado interbancario foráneo, así como por los depósitos de extranjeros, principalmente ingleses, los cuales veían importantes ganancias en las altas tasas de interés de ese país. Se estima que la deuda externa de Islandia en 2008 era poco más de cinco veces su PIB, y alrededor de 80% estaba en poder del sector bancario. Al iniciarse el deterioro del mercado interbancario hacia finales de 2007, estos bancos enfrentaron primero un aumento en el costo de su refinanciamiento y, posteriormente, una creciente dificultad para obtener dichos recursos. En septiembre, el gobierno anuncia su intención de nacionalizar a uno de sus mayores bancos, el Glitnir, y garantizar sus depósitos, pero esto sólo acentúa los problemas y la desconfianza, por lo que durante la primera semana de octubre, este y los otros dos mayores bancos son presa de corridas por parte de los depositantes ingleses en su filial Icesave, al tiempo que su acceso en el mercado

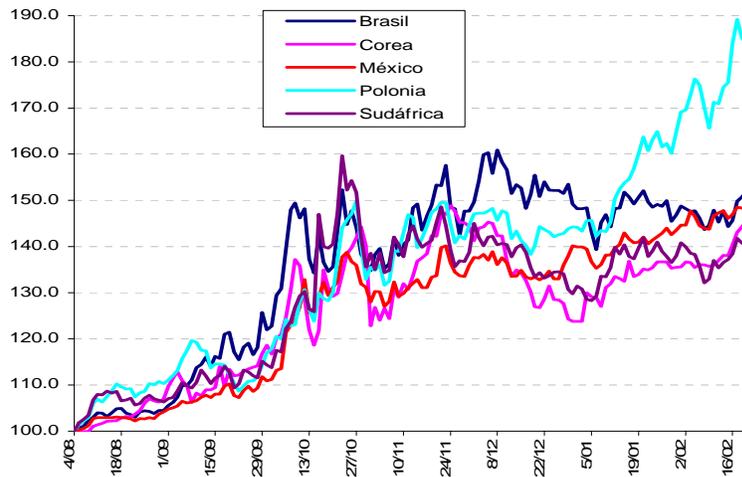
interbancario se ve suspendido. Para ese mes, la Autoridad Federal Supervisora había intervenido a los tres bancos para evitar una catástrofe mayor a la ya existente, que se considera como una de las más grandes en la historia mundial en términos relativos al tamaño de ese país. Como consecuencia de estos problemas y subsecuentes protestas sociales, el gobierno islandés caería a finales de enero de 2009 y el país se encontraría inmerso en una de sus peores crisis económicas de su historia.

Por su parte, los problemas en el sector financiero inglés se acentuaban día con día, por lo que el gobierno se ve en la necesidad de lanzar un esquema para poder apoyar a tres de sus mayores bancos, el cual consistía básicamente en adquirir participación accionaria. El mayor apoyo correspondió al Royal Bank of Scotland Group, en aproximadamente 20 mil millones libras, mientras que los apoyos a HBOS y Lloyds TSB eran contingentes a que procedieran a su fusión (17 mil millones de libras en conjunto).

li.3. Los mercados emergentes

En el caso de los mercados emergentes, el principal impacto ocurre fundamentalmente durante esta segunda oleada. Antes de septiembre de 2008, el daño era menor y selectivo dependiendo de la exposición que tuvieran algunos intermediarios financieros de esos países al mercado de deuda "subprime". En realidad no hay reportes de impactos relevantes, más allá de los contagios de volatilidad en algunas bolsas en ciertos puntos en el tiempo. Sin embargo, esto cambia de manera radical hacia finales de septiembre, cuando se extiende y profundiza la disfuncionalidad en la mayoría de los mercados financieros. De manera esquemática podemos distinguir dos factores en este contagio. El primero se refiere al proceso de desapalancamiento que ocurre por parte de la mayoría de los inversionistas en los mercados y la búsqueda de un refugio seguro (*flight to quality*), el cual se encuentra paradójicamente en los bonos del Tesoro norteamericano, pero que se traduce para los mercados emergentes en una desinversión en instrumentos locales y una mayor demanda por dólares, provocando serias presiones en sus mercados de divisas. Aunque este proceso inició desde mediados de 2008, a principios de octubre se acelera de manera explosiva. Durante la primera semana de octubre se registran importantes depreciaciones en las monedas locales de la mayoría de los mercados emergentes, las cuales oscilaron entre 25 y 35% respecto al mayor nivel observado previamente, como se observa en la gráfica 8.

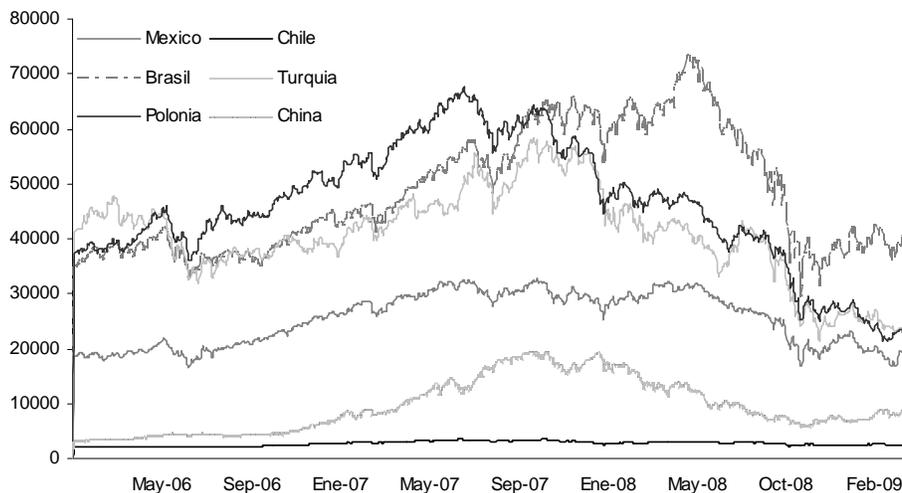
GRÁFICA 8. TIPOS DE CAMBIO EN PAÍSES EMERGENTES



Fuente: Bloomberg.

El otro factor relevante se refiere al pánico generalizado por la desconfianza y la creciente aversión al riesgo de los participantes, conduciendo a una ruptura sistémica y simultánea del funcionamiento de los mercados y una importante caída en las bolsas de manera generalizada en todo el mundo, y que a su vez retroalimenta el proceso anteriormente descrito. En el caso de los mercados emergentes, el derrumbe en las bolsas también fue estrepitoso como se observa en la gráfica 9.

GRÁFICA 9. EVOLUCIÓN DE LAS BOLSAS EN LOS MERCADOS EMERGENTES



Fuente: Bloomberg.

En realidad ambos factores están estrechamente vinculados, actuando de manera simultánea, por lo que su conjunción se constituye en el elemento central que explicará de manera general el comportamiento de los mercados emergentes durante los últimos meses de 2008 y los primeros de 2009. Adicionalmente habría que señalar que a estos factores se les agregan elementos particulares a cada economía, que provocan que el impacto se produzca con menor o mayor intensidad. Esta ha sido la preocupación principal, por ejemplo, en el caso de las economías del Este de Europa, en donde su dependencia del financiamiento externo ha sido mayor en los últimos años.

En estas circunstancias, el problema más importante e inmediato que han tenido que afrontar las economías emergentes en los últimos meses ha sido el referido a la reversión en los flujos de capital. Un aspecto crucial a destacar se refiere al hecho de que las raíces de esta crisis se encuentran en las entidades bancarias de los países desarrollados y el crédito bancario es precisamente la principal conexión de los mercados emergentes al ser una de las principales fuentes de financiamiento, por lo que el impacto es inmediato y profundo. De acuerdo con el Instituto Internacional de Finanzas (2009), aunque en general se ha debilitado el flujo neto de capital privado a estos mercados, la disminución más importante se ha producido en los préstamos bancarios netos, que de representar aproximadamente 167 mil millones de dólares en 2008, se estima se producirá una *salida neta* por 61 mil millones en 2009. Como se observa en la tabla 2, en 2007 llegaron a representar 410 mil millones. El rubro de préstamos no bancarios también muestra una sensible disminución. En el caso de la inversión en portafolio, la estimación para 2009 sugiere una salida relativamente pequeña, pero esto se debe en gran parte a que durante 2008, en particular el último trimestre, se produce una importante salida de estos inversionistas, principalmente de tipo institucional. Otro rubro de relevancia para los mercados emergentes es el referido a la inversión extranjera directa. Sin embargo, la estimación del IIF sugiere una reducción menos violenta, acorde con su comportamiento relativamente más estable en el pasado, aunque este comportamiento puede modificarse de manera importante en caso de que se prolongue y profundicen los efectos de la actual crisis. Finalmente, el acceso de la deuda soberana a los mercados internacionales también se ha visto limitada, en particular como resultado de un encarecimiento de estos recursos al aumentar los indicadores de riesgo país en un entorno de alta volatilidad y desconfianza. De acuerdo con el FMI (2009a), el diferencial EMBIG agregado para estas economías alcanzará los 900 puntos base en 2009.

TABLA 2
Financiamiento Externo de Economías de Mercado Emergentes
Billones de dolares americanos

	2006	2007	2008e	2009f
Balance de cuenta corriente	383.9	434.0	387.4	322.8
Financiamiento externo neto :				
Flujos privados netos	564.9	928.6	465.8	165.3
Inversión en capital	222.3	296.1	174.1	194.8
Inversión directa neta	170.9	304.1	263.4	197.5
Inversión en portafolio neta	51.5	-8.0	-89.3	-2.7
Prestamistas privados netos	342.6	632.4	291.7	-29.5
Bancos comerciales netos	211.9	410.3	166.6	-60.6
No-bancarios netos	130.7	222.2	125.1	31.1
Flujos oficiales	-57.5	11.4	41.0	29.4
IFI's	-30.4	2.7	16.6	31.0
Prestamistas bilaterales	-27.1	8.7	24.3	-1.6
Préstamos residenciales/otros netos (1)	-336.5	-425.3	-449.8	-271.6
Reservas (- = aumento)	-554.8	-948.7	-444.3	-245.9

e = estimado

f = pronóstico de IIF

1 : Incluyendo préstamos netos, oro monetario y errores y omisiones

Fuente: Capital Flows to Emerging Market Economies, Institute of International Finance (IIF), Enero 27, 2009

Es importante tener presente que el impacto descrito arriba no debe ser considerado de manera homogénea entre todas las economías que conforman este bloque emergente. Las condiciones iniciales de cada país han jugado un papel crucial en la magnitud de los impactos, al menos los iniciales. Después de las crisis en la segunda parte de la década pasada, en algunos países de América Latina y Asia la respuesta fue fortalecer la solvencia de sus cuentas fiscales, así como generar una importante acumulación de reservas internacionales. Claramente estos elementos han ayudado para que el impacto en algunos de estos países haya sido relativamente moderado respecto a otros. En particular, Obstfeld, Shambaugh y Taylor (2009) destacan el papel de la acumulación de reservas internacionales y su papel durante estos episodios de fuertes salidas de capital que requerían de una respuesta inmediata por parte de la autoridad para asegurar una liquidez adecuada. Estas reservas permitieron ciertas intervenciones que podrían evitar condiciones de alto desorden en los mercados. Estos autores muestran cómo estos recursos permitieron ofrecer cierto seguro efectivo contra una mayor inestabilidad de sus monedas, tanto en países avanzados como emergentes. Aún más, aquellos países que mantenían reservas por arriba de M2¹⁸ (y de una

¹⁸ M2 es el nombre dado a un agregado monetario en una economía que incluye a los billetes y monedas en poder del público, cuentas de cheques, depósitos a la vista, depósitos y valores a plazos en poder de residentes.

medida elaborada por ellos para predecir un nivel adecuado de reservas) mostraron incluso periodo de apreciación durante la crisis.

Sin embargo, no todas las economías se encontraban en condiciones adecuadas, como sucedió en particular con las economías del este de Europa, como se observa en la tabla 3. Para estos países, los flujos de capital llegaron a representar 13% de su PIB en 2007, y se espera se reduzcan a un punto porcentual del PIB en 2009

TABLA 3
Flujos Financieros Netos hacia Economías de Mercado Emergentes por Región
Billones de dolares americanos

	2006	2007	2008e	2009f
Flujos privados	564.9	928.6	465.8	165.3
América Latina	51.5	183.6	89.0	43.1
Europa Emergente	226.3	392.8	254.2	30.2
Africa/Medio Oriente	28.3	37.4	26.4	27.2
Asia Emergente	258.9	314.8	96.2	64.9
Flujos oficiales	-57.5	11.4	41.0	29.4
América Latina	-20.3	3.8	7.9	8.3
Europa Emergente	-24.7	0.1	16.5	22.0
Africa/Medio Oriente	-9.2	-3.3	0.4	0.2
Asia Emergente	-3.3	10.7	16.1	-1.1

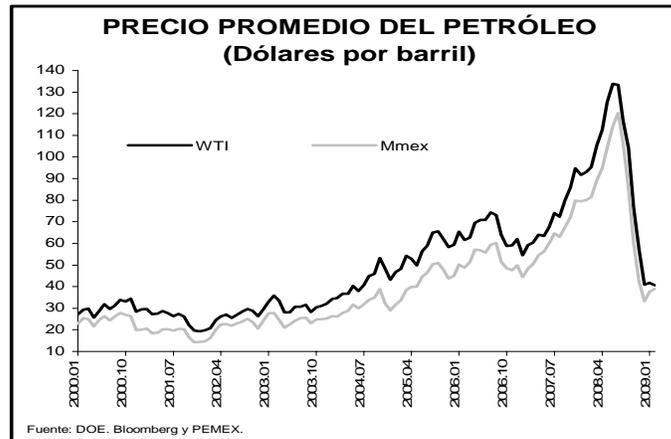
e = estimado

f = pronóstico de IIF

Fuente: Capital Flows to Emerging Market Economies, Institute of International Finance (IIF), Enero 27, 2009

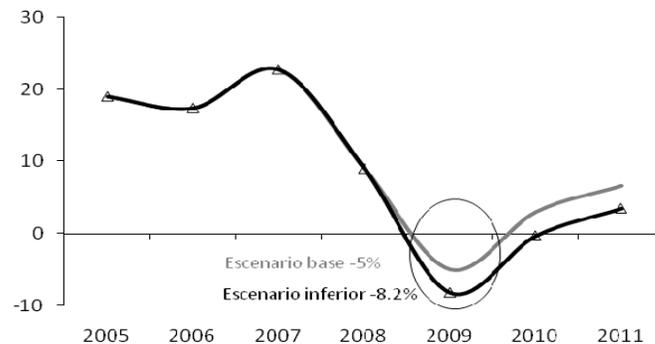
A este panorama complicado asociado a las condiciones de los mercados financieros, habría que agregar dos aspectos que complican el flujo de recursos a varias de estas economías. El primero se refiere a la fuerte caída en los precios de materias primas en los mercados internacionales, como el petróleo (gráfica 10), producto de la importante contracción en la demanda, lo cual impacta de manera sensible a los ingresos públicos de algunos países exportadores.

GRÁFICA 10



El segundo se refiere a la esperada contracción en los flujos por remesas, que habían mantenido un importante dinamismo en años recientes, pero que desde 2008 habían mostrado una disminución a nivel mundial. De acuerdo con un estudio del Banco Mundial, se estima que estos flujos se contraerán entre 5 y 8% en 2009, como se observa en la gráfica 11.

GRÁFICA 11. ESTIMACIÓN DEL FLUJO MUNDIAL DE REMESAS



Fuente: IIF (2009).

En estas circunstancias, el problema de alta iliquidez y astringencia de recursos que vienen enfrentando los países emergentes ha provocado que se insista en la necesidad de ampliar los mecanismos de financiamiento disponible por parte de los organismos internacionales, que garanticen acceso inmediato a recursos para estos países. Los mecanismos tradicionales de préstamo resultan poco operativos en estas condiciones, por lo que la sugerencia ha sido en términos de generar facilidades de liquidez inmediata y con mayor flexibilidad. Por ejemplo, Calvo (2009) ha propuesto la creación de un esquema global de prestamista de última instancia que pueda actuar de manera inmediata durante este proceso de desapalancamiento en los

mercados, que podría iniciar como un fondo para los mercados emergentes permitiendo ayudar a estabilizar el precio de los bonos y aislar a estos países del contagio financiero. En esta línea, hay que destacar dos mecanismos creados durante esta crisis que buscan atender este tipo de preocupaciones. El primero fue la creación de líneas de crédito (swaps) por parte de la Reserva Federal a distintos bancos centrales en el mundo con la finalidad de garantizar disponibilidad de dólares y liquidez en sus mercados. Estas acciones las inició en 2007 con bancos de países desarrollados, pero el 29 de octubre de 2008 anunció arreglos similares con Brasil, Corea, México y Singapur, con líneas por un monto de 30 mil millones de dólares. Cabe mencionar que de acuerdo con Obstfeld *et al.* (2009), para aquellos países con reservas por arriba de lo que considera su estimación como adecuadas, este mecanismo tiene más una función de señalización, no así en países con menores niveles de reservas en donde el impacto efectivo resulta mayor (como México). El segundo mecanismo fue anunciado el 24 de marzo de 2009 por el FMI y consiste en la implementación de una ventana para líneas de créditos flexibles (FCL, por sus siglas en inglés), que funciona básicamente con pre-calificación, sin condicionalidad y permite a los países que califiquen a retirar montos importantes de recursos (se duplica el techo del monto disponible por país) a ser repagados en un lapso de 3 a 5 años. México fue el primer país en hacer uso de esta opción cuando anunció, el 1º de abril, la solicitud de una línea de crédito por 47 mil millones de dólares, pero otros países como Polonia y Colombia también lo han solicitado.

La importancia de este aspecto discutido acá sobre la disponibilidad de liquidez para las economías en desarrollo y emergentes fue tema central durante la reunión del G-20 en los primeros días de abril de 2009, en donde uno de los acuerdos alcanzados, y que generó respuestas positivas a nivel mundial, fue la sustancial ampliación de recursos hacia el FMI por parte de los países industrializados con la finalidad de apoyar este tipo de mecanismos. En particular se decidió en conjunto un monto de un billón de dólares (trillones).¹⁹ Estas acciones han sido positivas al ofrecer a varias de las economías emergentes mayores márgenes de acción para enfrentar las presiones derivadas de la crisis actual, y la expectativa es que al final eviten el colapso de alguno de estos países.

li. 4. Acciones de respuesta

Las acciones de respuesta por parte de la autoridad siguieron un patrón similar en la mayoría de los países, principalmente industrializados, al ser los primeros afectados. Posteriormente se sumaron a este proceso la mayoría de las economías emergentes. En esta sección mencionamos las acciones tomadas para hacer frente a los problemas del sector financiero.

¹⁹ El comunicado del acuerdo anunciado el 2 de abril puede ser consultado en: <http://www.londonsummit.gov.uk/resources/en/news/15766232/communique-020409>.

El primer conjunto de respuestas ocurre tan pronto son evidentes los problemas de iliquidez e insolvencia que enfrentan las diversas entidades financieras y la creciente posibilidad de un fallo sistémico. Estas medidas están fundamentalmente encaminadas a devolver la liquidez a los mercados, recuperar el funcionamiento de los mercados crediticios y la confianza de los participantes. Incluyen básicamente la introducción de garantías, inyecciones de capital, protección de los depósitos en el sistema y acciones de los bancos centrales tendientes a facilitar el acceso a recursos a los intermediarios financieros. Cabe mencionar, que al igual que en el caso norteamericano, las primeras intervenciones constituyeron acciones específicas para aquellas entidades que se vieron envueltas en problemas al inicio de esta crisis, lo cual se fue modificado tan pronto quedó claro que el problema era más profundo y generalizado. Algunas de estas acciones particulares ya fueron mencionadas con anterioridad, por lo que en esta sección sólo hago referencia a acciones generales.

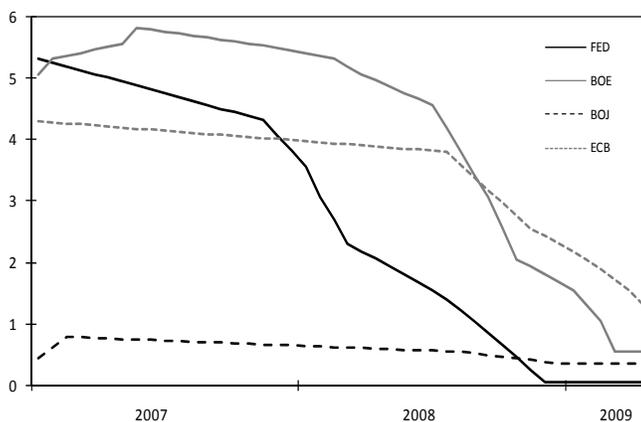
En cuanto a los esquemas de garantías y de recapitalización, estos son muy variados, pero en general buscaban evitar que los intermediarios se vieran obligados a una venta masiva y forzada de instrumentos en el mercado que condujera a un agravamiento de la situación o a la insolvencia de las instituciones. Países como Francia, Alemania e Italia anunciaron la creación de fondos de estabilización para garantizar ciertos tipos de instrumentos o deuda bancaria en condiciones particulares. Por ejemplo, Alemania diseñó un fondo de estabilización de sus mercados financieros por 100 mil millones de euros, compuesto por 20 mil millones como provisiones para garantías hasta por 400 mil millones de euros, y 80 mil millones para inyecciones de capital o compra de activos tóxicos. Sin embargo, el esquema más generalizado fue el anuncio de una garantía por parte de la autoridad por diversos montos como sucedió en España, Bélgica, Dinamarca, Noruega, Grecia, Austria e Irlanda. En todos los casos existía alguna provisión para inyectar capital, generalmente a cambio de acciones preferentes de las instituciones. El caso inglés es más agresivo y constituye un plan de rescate generalizado (como el seguido en Estados Unidos) en virtud de la gravedad de los problemas que enfrentaba su sector bancario y financiero en general. En este caso se aplicaron inyecciones de capital a cambio de acciones preferentes con pagos de 12% anual y no redimibles en los próximos cinco años, participando bancos de la talla de Barclays, HBOS, HSBC o Lloyds TSB. En realidad el problema de este país era de tal magnitud, que a mediados de enero de 2009 tuvo que anunciar un segundo plan de rescate, con la finalidad de promover el aumento de crédito disponible para las familias y las empresas. El elemento central de este nuevo rescate fue la creación de un programa de aseguramiento, Esquema de Protección de Activos, que otorgaba seguro a los bancos contra pérdidas crediticias futuras en sus activos de alto riesgo. También se consideraba la creación de un fondo especial para la compra de activos del sector privado de

alta calidad. Hay que señalar que para finales del primer trimestre de 2009, muchos de estos países habían ya optado por algún mecanismo específico para hacer frente al problema de los activos tóxicos en los intermediarios financieros. Estados Unidos, como ya lo he mencionado, utilizó un esquema similar al de un banco malo, pero en la figura de un fondo de inversión público privado. El esquema de banco malo en forma más clara lo estaban utilizando países como Suiza e Irlanda, y todo indicaba que Alemania se movía en esa dirección, mientras que el Reino Unido optó por mantener estos activos en las instituciones, aumentando las garantías para disminuir las pérdidas.

De igual forma, en todos los casos se anunció la intención de garantizar los depósitos de los ahorradores en el sistema. Como acción común, los ministros de finanzas de los países europeos acordaron aumentar esta garantía a un mínimo de 50 mil euros respecto a los 20 mil ya existentes, pero varios países por separado impusieron topes mayores. De hecho la mayoría decidió garantizarlos hasta 100 mil euros (Francia lo hizo hasta 70 mil, mientras que Austria impuso una garantía ilimitada a todos los ahorros privados).

En términos de la reacción de los bancos centrales, básicamente el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón siguieron el comportamiento de la FED en cuanto a disminuir sus tasas de referencia para incidir sobre los mercados interbancarios y atacar el problema de liquidez. Esto continuó durante los primeros meses de 2009, en el marco de un relajamiento de las políticas monetarias para hacer frente a la contracción económica. Cabe destacar que en el caso del BCE, su posición fue menos agresiva tratando de evitar llegar a la tasa cero, como se muestra en la gráfica 12.

GRÁFICA 12. BANCOS CENTRALES: TASAS DE INTERÉS DE REFERENCIA



Fuente: Reserva Federal (FED), Banco de Inglaterra (BOE), Banco de Japón (BOJ) y Banco Central Europeo (BCE).

Bibliografía

- Brunnermeier, M. K. (2008). "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08" (Diciembre).
- Calvo, G. and R. Loo-Kung (2008). "Rapid and Large Liquidity Funding for Emerging Markets" (diciembre).
- Cecchetti, S. G. (2008). "Crisis and Responses: The Federal Reserve and The Financial Crisis of 2007-2008". NBER Working Paper 14134. <http://www.nber.org/papers/w14134>.
- Elliott, D. J. (2009a). "Bank Nationalization: What is it? Should we do it?" The Brookings Institution paper, mimeo (febrero).
- _____ (2009b). "'Bad Bank', 'Nationalization', 'Guaranteeing Toxic Assets': Choosing among the options". The Brookings Institution paper, mimeo.
- Gorton, G. B. (2008). "The Subprime Panic". NBER Working Paper 14398 (Octubre). <http://www.nber.org/papers/w14398>.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1317454
http://www.aei.org/publications/pubID.28704/pub_detail.asp
- Obstfeld, M., Jay C. Shambaugh and Alan M. Taylor (2008). Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the panic of 2008, Working Paper 14826 NBER.
- Staff del Fondo Monetario Internacional (2009). "Group of Twenty, Meeting of the Ministers and Central Bank Governors". *Global Economic Policies and Prospects*. Londres (marzo).
- The Institute of International Finance, Inc. (2009). "Capital Flows to Emerging Market Economies" Reporte del IIF (enero).
- Wallison, P. J. and C. W. Calomiris (2008). "The Last Trillion-Dollar Commitment: The Destruction of Fannie Mae and Freddie Mac". American Enterprise Institute for Public Policy Research (septiembre).

Novedades

DIVISIÓN DE ADMINISTRACIÓN PÚBLICA

- María del Carmen Pardo, *Los mecanismos de rendición de cuentas en el ámbito ejecutivo de gobierno*, DTAP-245
- Sergio Cárdenas, *Separados y desiguales: Las escuelas de doble turno en México*, DTAP-244
- Sergio Cárdenas, *Obstáculos para la calidad y la equidad: La corrupción en los sistemas educativos*, DTAP-243
- Sergio Cárdenas, Ignacio Lozano, Miguel Torres y Katsumi Yamaguchi, *Identificando beneficiarios de programas gubernamentales*, DTAP-242
- Ma. Amparo Casar, Ignacio Marván y Khemvirg Puente, *La rendición de cuentas y el poder legislativo*, DTAP-241
- Lizbeth Herrera y José Ramón Gil García, *Implementación del e-gobierno en México*, DTAP-240
- Laura Sour, *Gender Equity, Enforcement Spending and Tax Compliance in Mexico*, DTAP-239
- Laura Sour y Fredy Girón, *Electoral Competition and the Flypaper Effect in Mexican Local Governments*, DTAP-238
- Ma. Amparo Casar, *La otra reforma*, DTAP-237
- Judith Mariscal y Federico Kuhlmann, *Effective Regulation in Latin American Countries. The cases of Chile, Mexico and Peru*, DTAP-236

DIVISIÓN DE ECONOMÍA

- Alejandro López, *Poverty and Commercialization of Non-timber Forest Products*, DTE-486
- Alejandro López et al., *Natural Resource Dependence in Rural Mexico*, DTE-485
- Fausto Hernández, *Obstáculos al desarrollo del sistema financiero en México*, DTE-484
- Rodolfo Cermeño y Benjamín Oliva, *Incertidumbre, crecimiento del producto, inflación y depreciación cambiaria en México*, DTE-483
- Kurt Unger, *Mercado y autoconsumo. Vocación agropecuaria de los municipios de Guanajuato*, DTE-482
- David Mayer, *Divergences and Convergences in Human Development*, DTE-481
- Arturo Antón y Fausto Hernández, *VAT Collection and Social Security Contributions under Tax Evasion: Is There a Link?*, DTE-480
- Eric Zenón y Juan Rosellón, *Expansión de las redes de transmisión eléctrica en Norteamérica: Teoría y aplicaciones*, DTE-479
- María José Roa, *Racionalidad, uso de información y decisiones financieras*, DTE-478
- Alexander Elbittar y Sonia Di Giannatale, *King Solomon's Dilemma: An Experimental Study on Implementation*, DTE-477

DIVISIÓN DE ESTUDIOS INTERNACIONALES

- Irina Alberro and J. Schiavon, *Shaping or Constraining Foreign Policy?*, DTEI-202
- Jorge Schiavon, *La diplomacia local de los gobiernos estatales en México (2000-2010)*, DTEI-201
- Luis Fernández y J. Schiavon, *La coordinación en la política exterior de Brasil y México*, DTEI-200
- Alejandro Anaya, *Internalización de las normas internacionales de derechos humanos en México*, DTEI-199
- Rafael Velázquez y Karen Marín, *Política exterior y diplomacia parlamentaria: El caso de los puntos de acuerdo durante la LX Legislatura*, DTEI-198
- Jorge Schiavon y Rafael Velázquez, *La creciente incidencia de la opinión pública en la política exterior de México: Teoría y realidad*, DTEI-197
- Jorge Chabat, *La respuesta del gobierno de Calderón al desafío del narcotráfico: Entre lo malo y lo peor*, DTEI-196
- Jorge Chabat, *La Iniciativa Mérida y la relación México-Estados Unidos*, DTEI-195
- Farid Kahhat y Carlos E. Pérez, *El Perú, Las Américas y el Mundo*, DTEI-194
- Jorge Chabat, *El narcotráfico en las relaciones México-Estados Unidos*, DTEI-193
- Jorge Schiavon y Rafael Velázquez, *La creciente incidencia de la opinión pública en la política exterior de México: Teoría y realidad*, DTEI-197
- Rafael Velázquez y Karen Marín, *Política exterior y diplomacia parlamentaria: El caso de los puntos de acuerdo durante la LX Legislatura*, DTEI-198
- Alejandro Anaya, *Internalización de las normas internacionales de derechos humanos en México*, DTEI-199

DIVISIÓN DE ESTUDIOS JURÍDICOS

- Gustavo Fondevila, *Estudio de percepción de magistrados del servicio de administración de justicia familiar en el Distrito Federal*, DTEJ-47
- Jimena Moreno, Xiao Recio Blanco y Cynthia Michel, *La conservación del acuario del mundo*, DTEJ-46
- Gustavo Fondevila, *"Madrinas" en el cine. Informantes y parapolicías en México*, DTEJ-45
- María Mercedes Albornoz, *Utilidad y problemas actuales del crédito documentario*, DTEJ-44
- Carlos Elizondo y Ana Laura Magaloni, *La forma es fondo. Cómo se nombran y cómo deciden los ministros de la Suprema Corte de Justicia de la Nación*, DTEJ-43
- Ana Laura Magaloni, *El ministerio público desde adentro: Rutinas y métodos de trabajo en las agencias del MP*, DTEJ-42
- José Antonio Caballero, *La estructura de la rendición de cuentas en México: Los poderes judiciales*, DTEJ-41
- Marcelo Bergman, *Procuración de justicia en las entidades federativas. La eficacia del gasto fiscal de las Procuradurías Estatales*, DTEJ-40
- Ana Elena Fierro, *Transparencia: Herramienta de la justicia*, DTEJ-39
- Ana Elena Fierro y Adriana García, *¿Cómo sancionar a un servidor público del Distrito Federal y no morir en el intento?*, DTEJ-38

DIVISIÓN DE ESTUDIOS POLÍTICOS

- Andreas Schedler, *The Limits to Bureaucratic Measurement. Observation and Judgment in Comparative Political Data Development*, DTEP-224
- Andrea Pozas and Julio Ríos, *Constituted Powers in Constitution-Making Processes. Supreme Court Judges, Constitutional Reform and the Design of Judicial Councils*, DTEP-223
- Andreas Schedler, *Transitions from Electoral Authoritarianism*, DTEP-222
- María de la Luz Inclán, *A Preliminary Study on Pro and Counter Zapatista Protests*, DTEP-221
- José Antonio Crespo, *México 2009: Abstención, voto nulo y triunfo del PRI*, DTEP-220
- Andreas Schedler, *Concept Formation in Political Science*, DTEP-219
- Ignacio Marván, *La revolución mexicana y la organización política de México. La cuestión del equilibrio de poderes, 1908-1932*, DTEP-218
- Francisco Javier Aparicio y Joy Langston, *Committee Leadership Selection without Seniority: The Mexican Case*, DTEP-217
- Julio Ríos Figueroa, *Institutions for Constitutional Justice in Latin America*, DTEP-216
- Andreas Schedler, *The New Institutionalism in the Study of Authoritarian Regimes*, DTEP-215

DIVISIÓN DE HISTORIA

- Sergio Visacovsky, *"Hasta la próxima crisis". Historia cíclica, virtudes genealógicas y la identidad de clase media entre los afectados por la debacle financiera en la Argentina (2001-2002)*, DTH-68
- Rafael Rojas, *El debate de la Independencia. Opinión pública y guerra civil en México (1808-1830)*, DTH-67
- Michael Sauter, *The Liminality of Man: Astronomy and the Birth of Anthropology in the Eighteenth Century*, DTH-66
- Ugo Pipitone, *Criminalidad organizada e instituciones. El caso siciliano*, DTH-65
- Ugo Pipitone, *Kerala, desarrollo y descentralización*, DTH-64
- Jean Meyer, *Historia y ficción, hechos y quimeras*, DTH-63
- Luis Medina, *La Comanchería*, DTH-62
- Luis Medina, *La organización de la Guardia Nacional en Nuevo León*, DTH-61
- Luis Medina, *El Plan de Monterrey de 1855: un pronunciamiento regionalista en México*, DTH-60
- Mónica Judith Sánchez, *Liberal Multiculturalism and the Problems of Difference in the Canadian Experience*, DTH-59

Ventas

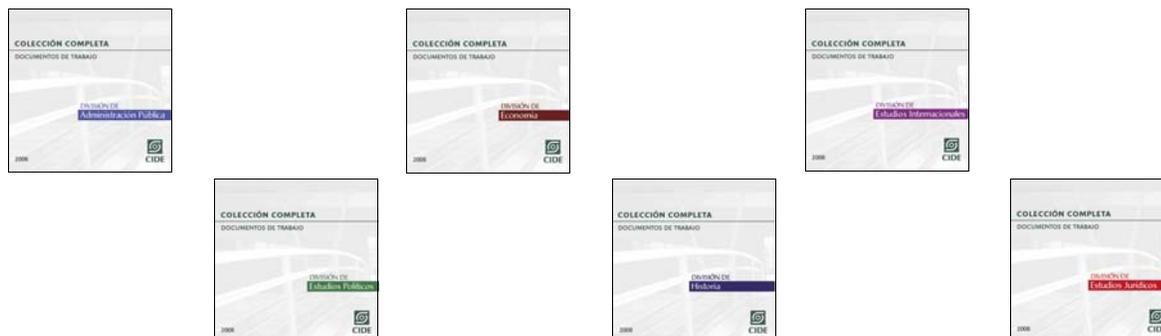
El CIDE es una institución de educación superior especializada particularmente en las disciplinas de Economía, Administración Pública, Estudios Internacionales, Estudios Políticos, Historia y Estudios Jurídicos. El Centro publica, como producto del ejercicio intelectual de sus investigadores, libros, documentos de trabajo, y cuatro revistas especializadas: *Gestión y Política Pública*, *Política y Gobierno*, *Economía Mexicana Nueva Época* e *Istor*.

Para adquirir cualquiera de estas publicaciones, le ofrecemos las siguientes opciones:

VENTAS DIRECTAS:	VENTAS EN LÍNEA:
Tel. Directo: 5081-4003 Tel: 5727-9800 Ext. 6094 y 6091 Fax: 5727 9800 Ext. 6314 Av. Constituyentes 1046, 1er piso, Col. Lomas Altas, Del. Álvaro Obregón, 11950, México, D.F.	Librería virtual: www.e-cide.com Dudas y comentarios: publicaciones@cide.edu

¡¡Colecciones completas!!

Adquiere los CDs de las colecciones completas de los documentos de trabajo de todas las divisiones académicas del CIDE: Economía, Administración Pública, Estudios Internacionales, Estudios Políticos, Historia y Estudios Jurídicos.



¡Nuevo! ¡¡Arma tu CD!!



Visita nuestra Librería Virtual www.e-cide.com y selecciona entre 10 y 20 documentos de trabajo. A partir de tu lista te enviaremos un CD con los documentos que elegiste.