



**Universidad de Chile**

**Instituto de la Comunicación e Imagen**

**Escuela de Periodismo**

**LAS BURBUJAS ESPECULATIVAS Y LAS CRISIS ECONÓMICAS: EL CASO  
DE LA CRISIS *SUBPRIME***

**Memoria para obtener el título de Periodista**

**Alumna: Elizabeth Flores Herrera**

**Profesor guía: Álvaro Medina Jara**

**Santiago – Chile**

**2010**

## Índice

<b>1. Introducción</b>	5
1.1. ¿Ha conocido a algún Homo Economicus?	5
1.1.2. Homo Economicus cuestionado	6
1.2. El modelo no es la realidad	8
1.2.1. Estatus científico de la Economía	8
1.3. Fundamentalists versus behavioralists	9
1.4. Necesidad de regular	11
1.5. ¿Especuladores codiciosos?	12
<b>2. Burbujas en flor</b>	16
2.1. Burbuja documentada	16
2.2. Creando burbujas modernas	18
2.3. Burbujas o el inicio de una crisis	23
2.4. ¿Qué es una burbuja financiera?	23
2.4.1. Una burbuja, dos visiones	24
2.4.2. Tercera vía	26
<b>3. Etapas de la burbuja</b>	27
3.1. Esquemas Ponzi: reflejo de la fase expansiva	27
3.1.2. El Ponzi contemporáneo	28
3.1.3. Madoff y la SEC	29
3.1.4. Una pirámide en una burbuja	31
3.2. Clasificadoras que no clasifican	32

3.3. Falta de regulación	33
3.3.1. Regular o confiar	35
3.4. Riesgo sistémico	38
3.5. Operación salvataje	40
<b>4. Crisis <i>subprime</i>: lluvia en Estados Unidos, tormenta en el planeta</b>	44
4.1. Fraguándose la crisis. Entre burbuja y burbuja	45
4.2. ¿Alguien escucha a Basilea?	48
4.3. Titulización o empaquetamiento de “activos tóxicos”	49
4.4. Clasificadoras de riesgo: ¿notas regaladas?	54
4.5. ¿Burbuja invisible?	61
4.6. Las cabezas políticas: ¿culpables o inocentes?	64
<b>5. La crisis deja huellas</b>	67
5.1. Jóvenes americanos endeudados	67
5.2. Clase media en la calle	67
5.3. Unos ganan, otros pierden	69
<b>6. Salvavidas gubernamental</b>	71
6.1. El caso de Fannie Mae y Freddie Mac	72
6.2. Riesgo moral versus riesgo sistémico	74
6.2.1. Too big to fail	75
6.3. Diferencia entre bancos comerciales y bancos de inversiones	79
6.4. Salvataje y keynesianismo	79
6.5. Regular o no regular	80

6.5.1 Yo me regulo, tú te regulas	84
<b>7. ¿Son infalibles las proyecciones?</b>	87
<b>Fuentes consultadas</b>	90
1. Entrevistas propias	90
2. Fuentes Hemerográficas	91
<b>Bibliografía</b>	93
<b>Anexos</b>	94
1. Glosario	94
2. Entrevistas completas	100

## Introducción

### 1.1. ¿Ha conocido a algún Homo Economicus?

Desde su aparición en la tierra, los seres humanos han entendido la necesidad de asociarse para cubrir desde sus necesidades más básicas hasta las más suntuarias. Los sociólogos destacan como una característica inherente a su naturaleza el ser gregarios. Junto con la asociatividad vino el desarrollo de la economía y después sus teorías al respecto. En la segunda mitad del siglo XVIII, los neoclásicos Adam Smith y David Ricardo cimentaron las bases del libre mercado, al determinar que entre las aspiraciones de oferentes y demandantes existía un punto de equilibrio que permitía determinar el precio de los productos y servicios. Smith incluso entrega un modelo de un hombre que calzaría perfecto en un sistema de libre mercado: el *Homo Economicus*<sup>1</sup>, una persona que muestra un comportamiento racional en materia económica, cuyas preferencias de productos y servicios obedecen a decisiones pensadas en base a sus necesidades reales y que procura maximizar las utilidades. Esta visión ideal asume que, en el uso de su capacidad de raciocinio, el individuo toma decisiones informadas. Y lo que resulta más curioso es que el “egoísmo natural” de los humanos es un motor importante del intercambio comercial. Esta es la base moral en la que descansa el libre mercado.

---

<sup>1</sup> Smith, Adam. *On the Division of Labour, The Wealth of Nations*. page 119. Penguin Classics. United States, 1986 edition.

### 1.1.2. Homo Economicus cuestionado

Haciendo un recorrido por la historia, resulta un tanto pueril creer que los seres humanos se comportan siempre de ese modo. Académicos y expertos en finanzas toman posiciones frente a este constructo ideal, a 234 años de que el autor lo describiera en su obra.

En su comentario sobre los dardos que el Premio Nobel Paul Krugman lanza contra Milton Friedman, el ideólogo del libre mercado e inspirador de la escuela de Chicago, Axel Christensen, académico, director de la Empresa Nacional del Petróleo (ENAP) y columnista de Revista Qué Pasa, pone en tela de juicio la teoría del *Homo Economicus*. “Nadie, ni siquiera los economistas ganadores del Premio Nobel, toma las decisiones de ese modo. Pero la mayoría de los economistas consideramos útil al Hombre Económico, entendiendo que se trata de una representación idealizada de lo que pensamos que realmente ocurre”<sup>2</sup>, señala, al mismo tiempo que defiende la necesidad de establecer modelos de la realidad: “...la abstracción, la simplificación, es el único modo de (obtener) cierto orden intelectual en la complejidad económica”<sup>3</sup>, confiesa casi con resignación.

En nuestros tiempos, modernas teorías financieras cuestionan el concepto de racionalidad y hacen alusión a lo relativo de éste. Éstas podrían resumirse en que hay períodos de racionalidad y períodos de irracionalidad en la conducta de los hombres en la toma de decisiones.

---

<sup>2</sup> Revista Qué pasa. Chile. Pág. 11. 25 de octubre de 2008.

<sup>3</sup> Idem

El académico del departamento de Ingeniería Industrial de la Universidad de Chile, Gonzalo Maturana<sup>4</sup>, quien durante el año 2009 dictó una cátedra sobre la crisis *subprime*, sus causas y consecuencias, nos explica con claridad esta postura. “Podría asumirse que en el corto plazo hay un poco más de irracionalidad porque hay mucho más ruido cuando uno escucha noticias y no sabe mucho cómo digerir la información. Pero creo que la gente es racional en el sentido que procesa la información en el mediano y largo plazo”. Para él, poseer información es lo que hace la diferencia entre tener una conducta reñida con la cordura y una sensata.

Que la maximización de utilidades sea el *leit motiv* del *Homo Economicus* es una de las premisas que hoy cuestiona el doctor en Ciencias Empresariales, Eduardo Contreras<sup>5</sup>, a la luz de la teoría de agencias, que es la que norma la relación entre personas que ponen sus asuntos financieros en manos de otras. “La racionalidad se define como maximizar algo que no necesariamente es la utilidad. Hay agencias que operan en instituciones grandes, donde el dilema principal es que hay un dueño, que quiere maximizar la utilidad, y gente que actúa en nombre de éste, maximizando ventas o colocaciones, por ejemplo”. Desde esta perspectiva, lo que es racional para uno podría no serlo para otro. “La definición de racionalidad puede ser consistente con que alguien finalmente no esté maximizando la utilidad del banco ni su estabilidad. Pero la empresa es una unidad muy compleja. La teoría de agencias, que es muy posterior, dice que son bien distintos los que están dentro de la

---

<sup>4</sup> Gonzalo Maturana. Master en Economía y académico del área de Finanzas del departamento de Ingeniería Industrial de la Universidad de Chile. Entrevista realizada por la autora el día 23 de marzo de 2010.

<sup>5</sup> Eduardo Contreras. Académico del departamento de Ingeniería Industrial de la Universidad de Chile. Es doctor en Ciencias Empresariales, grado obtenido en la Universidad Autónoma de Madrid. Dentro de sus áreas de especialización se encuentran Finanzas y Macroeconomía. Entrevista realizada por la autora el día 23 de marzo de 2010.

empresa, por lo tanto no maximizan las mismas cosas”, retruca. Aquí hay que analizar los incentivos que reciben los encargados de comprar y vender acciones de una institución financiera, pues para ellos lo racional es engrosar sus bonos y no velar por la utilidad del banco o de la empresa en que se desempeñe.

## **1.2. El modelo no es la realidad**

Aunque suene de perogrullo, el que se pueda modelar la realidad no significa que se esté dando cuenta de ella a cabalidad. Todos los entrevistados asumieron la limitante de la aplicación de modelos, considerando que éstos son abstracción de la realidad. “Cuando uno calibra un modelo y lo testea, efectivamente es estadísticamente significativa la evidencia a favor, pero esto no significa que no haya cierta variabilidad en los datos que haga que de repente no se cumpla”, reconoce Maturana, a la vez que entrega el siguiente consejo: “usar los modelos a ojos cerrados me parecería sobre todo en inversiones una locura. A veces la gente igual toma buenas decisiones porque ha aprendido por ensayo y error o cultura general. No puede dictar toda tu manera de actuar un modelo, pero sí es una ayuda útil”.

### **1.2.1 Estatus científico de la Economía**

Hablar de Economía es hablar de modelos explicativos a diferentes escalas, pero ¿qué es un modelo sino una simplificación de la realidad, como ya se ha señalado latamente? A mayor abundamiento, para usar un término de otro lenguaje tan hermético como el económico, el legal, la Real Academia Española de la Lengua (RAE) define este concepto como: “Esquema teórico, generalmente en forma matemática, de un sistema o de una realidad

compleja, como la evolución económica de un país, que se elabora para facilitar su comprensión y el estudio de su comportamiento”.<sup>6</sup>

Hablar de economía también es hablar de Ciencia. ¿Ciencia humana?, ¿Ciencia social?, ¿ciencia con mayúscula o ciencia con minúscula?, lo cierto es que no tiene la capacidad de predecir y eso la diferencia de las, para unos bien y para otros mal llamadas ciencias exactas. El agua hervirá siempre a 100° si se encuentra al nivel del mar. Los fenómenos sociales, en cambio, son protagonizados por seres humanos en lugar de materia inerte, por lo cual son impredecibles. ¿Se puede hablar de ciencia en el caso de esta disciplina que no permite predecir? ¿Podemos decir que la Meteorología y la Economía tienen esta misma imposibilidad? Hasta el día de hoy no existe consenso en que el hombre tome decisiones económicas racionales y que el libre juego de la oferta y la demanda se dé con participantes racionales.

### **1.3. Fundamentalists versus behavioralists**

Los representantes de la escuela económica más apegada a los números, consideran que todos los fenómenos económicos tienen su explicación en los fundamentos mismos de esta ciencia. Peter Garber, estratega global del Deutsche Bank por muchos años, representa este punto de vista en una obra muy apegada a los fundamentos que rigen el comportamiento económico en su libro *Famous First Bubbles*<sup>7</sup>. En él, explica paso a paso cómo se generó la añosa burbuja de los mares del sur y cómo se desató la tulipomanía holandesa, y las usa

---

<sup>6</sup> [www.rae.es](http://www.rae.es), extraído el 02 de abril de 2010.

<sup>7</sup> Garber, Peter. *Famous First Bubbles*. The Mit Press, Cambridge, United States, 2000.

como ejemplo para criticar la interpretación psicológica de quienes se remontan a estos fenómenos económicos ocurridos en la primera década del siglo XVII para explicar la generación de burbujas actuales. Desconoce que haya operado una reacción de “rebaño” entre los participantes del mercado y señala que el colapso se produjo por razones que tienen su explicación en las mismas reglas del juego de la oferta y la demanda. Es decir, cuando pocas personas están participando en un negocio, pueden ponerle un precio mayor a ese producto o servicio, pero cuando más actores entran a ofrecer lo mismo, el precio inevitablemente tiende a bajar. Si acepta que hay fenómenos del comportamiento de la naturaleza humana que inciden en la formación de burbujas, los señala sólo como elementos tangenciales y no sustanciales para explicar el fenómeno.

En la otra vereda se encuentran quienes, en un acto de humildad, aceptan que como todas las ciencias sociales, se hace muy difícil establecer patrones y predicciones, dada la gran cantidad de variables que influyen en una situación e incluso el desconocimiento de muchas de éstas. A esa complicación hay que sumar el hecho de que constantemente están apareciendo nuevos fenómenos y por tanto nuevas e inesperadas variables. Por ello, se centra la explicación de los fenómenos económicos en las conductas humanas: Nouriel Roubini, Robert Shiller y Charles Kindleberger, entre otros economistas, se encuentran de este lado.

Garber señala que todas las crisis económicas se pueden explicar revisando los fundamentos contenidos en los manuales de Economía. A su juicio, la regulación excesiva aplicada por los Estados también es un factor que ayuda a que se desencadene un *crash*. Si revisamos la debacle provocada por la extensión de créditos de manera indiscriminada a

personas que no poseían capacidad de pago en Estados Unidos, fenómeno que desembocó en la crisis *subprime* y posterior recesión internacional, a vista y paciencia de las principales entidades fiscalizadoras norteamericanas, cuesta asumir como discurso que la regulación excesiva haya sido el problema, sino muy por el contrario. La laxitud con que se tomó la revisión de nuevos instrumentos en el mercado y la poca prolijidad para clasificarlos obligan a realizar un análisis crítico de los entes reguladores norteamericanos.

#### **1.4. Necesidad de regular**

Robert Shiller, por su parte, en su polémico libro *Irrational Exuberance*<sup>8</sup> señala que la euforia, estado anímico de exacerbado optimismo, guía el comportamiento de quienes se mueven en el mundo del mercado de valores. Como consecuencia de ello, plantea la necesidad de contar con un marco regulatorio que impida que se produzcan fenómenos que se encuentren en el límite de la ilegalidad, como la oferta de negocios piramidales (los llamados esquemas Ponzi, utilizados en todas las épocas y últimamente por el ex presidente de la Bolsa de transacciones tecnológicas Nasdaq, Bernard Madoff, y explícitamente prohibidos en algunos países). Esta necesidad se torna imperativa en esta época en que la aldea global, usando la metáfora del pensador canadiense Marshall McLuhan<sup>9</sup>, disfruta de los privilegios de contar con información en tiempo real de lo que ocurre en cualquier parte del mundo, pero también se ve afectada por las malas decisiones económicas que se tome en cualquier parte del planeta.

---

<sup>8</sup> Shiller, Robert. *Irrational Exuberance*. Princeton University Press, United States, 2000.

<sup>9</sup> McLuhan, Marshall. *La aldea global*. Editorial Gedisa. España. Primera edición, 1990.

## 1.5. ¿Especuladores codiciosos?

La ex presidenta Michelle Bachelet aprovechó la tribuna a la que tuvo acceso el 24 de septiembre de 2008 ante los representantes de la Asamblea General de las Naciones Unidas para referirse a la recesión originada en Estados Unidos. Mencionó la codicia de los especuladores como el principal factor detonante de la recesión iniciada por la crisis *subprime*: “La codicia y la irresponsabilidad de unos pocos, unidas a la desidia política de otros tantos, han arrastrado al mundo a una situación de gran incertidumbre”<sup>10</sup>, señaló en el encuentro internacional.

Al poco tiempo de desatarse la crisis asiática, el entonces presidente de la Reserva Federal (FED, por sus siglas en inglés), Alan Greenspan, hablaba de “exuberancia irracional”<sup>11</sup> (cabe señalar que Shiller no inventó el nombre de su Best Seller, sino que lo tomó prestado del ex timonel de la FED) al describir la conducta de los *brokers* de *Wall Street* y de los banqueros norteamericanos, advirtiendo que ello podría llevar a una recesión como la que efectivamente enfrentó el mundo.

Santiago Truffa<sup>12</sup>, asesor del Ministerio de Hacienda, manifiesta un punto de vista totalmente opuesto. “Me parece un poco hipócrita salir ahora a hablar de codicia si es que tenemos un sistema que funciona sobre la base de la codicia de todos los tipos y del interés personal. El CEO del Citi decía: a mí me pagaban por hacer esto y yo bailaba al ritmo de la música que estaba sonando simplemente. Si no era yo el que lo hacía, lo haría otro”.

---

<sup>10</sup> Diario La Tercera. Chile. Pág. 6. 25 de septiembre de 2008.

<sup>11</sup> Agencia Informativa Reuters. 5 de diciembre de 1996.

<sup>12</sup> Santiago Truffa. Ingeniero industrial y magister en Economía Aplicada. En la actualidad se desempeña como asesor de política económica y financiera del Ministerio de Hacienda, cargo que también ocupó en la administración de la ex Presidenta Michelle Bachelet. Entrevista realizada por la autora el día 22 de marzo de 2010.

En Chile, algunos académicos son partidarios de que ambos elementos ayudan a la comprensión del fenómeno económico. Discutiendo la racional explicación que Garber entrega en el libro mencionado sobre la crisis de una de las primeras burbujas financieras de las que se tiene reportes, la denominada tulipomanía holandesa, el profesor de la facultad de Ingeniería Industrial de la Universidad de Chile, Ercos Valdivieso<sup>13</sup> duda a la hora de adherir hacia el lado de las posturas *fundamentalists* o *behavioralists*, como le llaman a las tendencias que enfocan más la comprensión de los fenómenos económicos en los fundamentos de sus teorías, y a las que otorgan gran importancia al comportamiento de las personas. “Hay un sesgo, porque si tú ves que toda la gente está invirtiendo en tulipanes, te metes también porque algo debe haber ahí, aunque no tengas idea. Entonces sí, estoy totalmente de acuerdo en que hay un comportamiento metido en la cuestión”, señala convencido.

Para él, ni las burbujas obedecen a un problema que se pueda explicar recurriendo a los fundamentos. “Hay un montón de definiciones súper vagas, como cuánto tiene que durar el precio de un producto arriba para que sea una burbuja una vez que cae. ¿Un mes, un año? ¿Eso era *fundamentals* porque aguantó un año y después se cayó?”, se pregunta.

Y como ejemplo de comportamiento en el mercado y generación de burbujas, cita uno de los dilemas que le correspondió asumir cuando trabajaba en la mesa de dinero de una de las más importantes Asociaciones de Fondos de Pensiones (AFPs) del país: “Las AFPs están reguladas por un *benchmark* en donde tú tienes que rentar más o menos lo mismo que renta

---

<sup>13</sup> Ercos Valdivieso. En la actualidad se desempeña como académico del departamento de Ingeniería Industrial de la Universidad de Chile. Trabajó en el área de evaluación de riesgos de banco BCI y fue operador de la mesa de dinero de AFP Cuprum. Entrevista realizada por la autora el día 25 de marzo de 2010.

la AFP promedio. Si todas las AFPs están comprando algo que no tienes idea de qué es pero que se ha visto afectado por una subida muy fuerte de precios y tú te estás quedando atrás de esa corrida, igual te sumas aunque no tengas idea de lo que sea y después se va a caer y nos vamos a caer todos juntos. Siempre hay un comportamiento metido en las burbujas”.

El análisis que a continuación se presentará se situará en la perspectiva de la escuela económica que considera los aspectos psicológicos de la conducta humana, conocida en inglés como *behaviorism*, para producir un fenómeno que no tiene nada de nuevo, como es el de las burbujas especulativas pero que en la actualidad adquiere dimensiones catastróficas debido a que son muchos más los actores involucrados, y se hará una relación de hechos respecto de la crisis *subprime*, la que terminó por arrastrar al mundo a una profunda recesión para analizar el fenómeno con este caso concreto.

La visión del sociólogo francés y académico de la Universidad de Grenoble, Gilles Lipovetsky encaja perfectamente con este análisis de que el comportamiento económico de las personas ha cambiado porque han cambiado sus circunstancias. Lo observa en un mercado particular, el de la moda. “La moda se halla al mando de nuestras sociedades; en menos de medio siglo la seducción y lo efímero han llegado a convertirse en los principios organizativos de la vida colectiva moderna; vivimos en sociedades dominadas por la frivolidad, último eslabón de la aventura plurisecular capitalista-democrática-

imperialista”<sup>14</sup>. ¿Será visionario en sus conclusiones respecto de la etapa en que se encuentra el capitalismo?

---

<sup>14</sup> Lipovetsky, Gilles. *El imperio de lo efímero*. Editorial Anagrama, España, 1990. Pág. 13.

## Burbujas en flor

Casi cuatro siglos han transcurrido desde que unos ingenuos holandeses en la primera década del siglo XVII creyeran que se harían ricos vendiendo una exótica variedad de tulipanes. Lo curioso es que fue un simple pulgón el que ayudó a la mutación de un bulbo y lo transformó en un producto deslumbrante por sus colores. El fenómeno pasó a la historia como “tulipomanía holandesa”. Tal rótulo en absoluto es exagerado pues muchos hombres enloquecieron, dejaron sus hogares y ocupaciones estables para apostar todo a un negocio incierto pero que prometía pingües ganancias. Incluso se transaron bulbos que aún no se desarrollaban. Ya se realizaban las ventas a futuro. Y, tal como cuando se empezó a otorgar créditos a ciudadanos norteamericanos sin capacidad de pago para obtener casa, fenómeno que culminó en la denominada crisis *subprime*, a nadie parecía importarles asumir el riesgo de ingresar en un negocio como éste.

### 2.1. Burbuja documentada

El periodista escocés Charles Mackay en 1841 publicó un libro en el que dio cuenta de lo ocurrido en Holanda en la primera década del siglo XVII. Un bulbo de tulipán que normalmente costaba 1000 florines, llegó a alcanzar la cifra de 6000 florines, toda una marca en la historia de este floral mercado. Hay que señalar que estas flores representaban un signo de estatus, no podían faltar en los jardines de las más altas cortes, por lo que se podría decir, en jerga moderna, que pertenecían al llamado mercado del lujo, el que no está destinado a muchas personas, pero que es rentable porque los demandantes del producto

tienen mucho dinero y necesidad imperiosa de demostrar que lo tienen. En su relato periodístico, Mackay describe una anécdota que grafica el grado de locura que provocaba la aparición de un nuevo bulbo que florecía transformándose en un tulipán de exóticos colores: “Un rico mercader había pagado 3.000 florines por un raro tulipán *Semper Augustus*, y éste desapareció de su depósito. Tras buscarlo vio a un marinero (que había confundido el bulbo con una cebolla) comiéndose el tulipán. El marinero fue detenido de inmediato y condenado a seis meses de prisión”<sup>15</sup>. Pero no sólo la severa sentencia por confundir un bulbo con una cebolla se puede destacar como uno de los fenómenos documentados en esta crónica que da cuenta de los actos irracionales que estaban cometiendo muchas personas. También se habla de robo de bulbos a cultivadores.

---

<sup>15</sup> Mackay, Charles. *The Tulipomania: Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*. 1852 London: Office of the National Illustrated Library; second edition. Chapter 3.

### **Burbujas históricas**

1. La tulipomanía holandesa 1636
2. La burbuja de los mares del sur 1720
3. La burbuja de Mississippi 1720
4. La burbuja de los precios de la Bolsa en los años 1920s 1927–1929
5. El aumento de préstamos bancarios a México y a otros países desarrollados en los 70s
6. La burbuja de los precios de las viviendas y de las acciones en Japón durante 1985–1989
7. La burbuja de los precios de las viviendas y de las acciones en Finlandia, Noruega y Suecia durante 1985–1989
8. La burbuja de los precios de las viviendas y de las acciones en Tailandia, Malasia e Indonesia y varios otros países asiáticos durante 1992–1997
9. El aumento de la inversión extranjera en México en 1990–1993
10. La burbuja de acciones en la Bolsa norteamericana durante 1995–2000

Fuente: Kindleberger, C. P and Robert, Z. Aliber. Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises, fifth edition. United States: Wiley & Sons, 2005. Pág. 1. Traducción de la autora.

### **2.2. Creando burbujas modernas**

Desde entonces, a pesar de que el mercado se ha complejizado enormemente, la antesala común a todas las crisis es la formación de “burbujas especulativas”. La irracional euforia con que los comerciantes interpretan las señales del mercado y evalúan las oportunidades que les puede ofrecer un negocio contribuye a que simples rumores se acepten como si fuesen verdades absolutas. Un Estado pasivo, que interviene sólo cuando el optimismo

desmedido ha cedido a la depresión más profunda, es otro factor que comparten los mayores colapsos bursátiles.

Shiller señala en *Irrational Exuberance* que las probabilidades de que se produzca este fenómeno en nuestros tiempos son altísimas debido a que se ha producido un cambio de mentalidad en la valoración del dinero y, por ende, en la participación en actividades especulativas.

¿Pero qué ha hecho que el mercado de “papeles” se torne tan atractivo pese a los comprobados efectos negativos que han provocado en la historia? Shiller utilizó como título la famosa frase de Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal entre los años 1987 y 2006 quien habló de “exuberancia irracional” al describir la conducta irresponsable que, a su juicio, estaban observando los inversionistas de la Bolsa de valores a fines de 1996. Al poco tiempo se desencadenó la crisis asiática. En su *Best Seller* detalla varios factores que han propiciado el crecimiento del mercado financiero al punto de hacerlo tan globalizado, vulnerable a amenazas externas y capaz de desencadenar crisis mundiales. He aquí algunos.

- **Internet y auge económico**

El surgimiento de Internet coincidió, a juicio de Shiller, con un crecimiento sostenido en la economía que en realidad los analistas atribuyeron a una recuperación de la recesión de 1990-1991, fuerte demanda extranjera de capital, exportación de tecnologías norteamericanas, medidas de ajuste de costos por parte de las empresas y a un debilitamiento del dólar, más que al ciber fenómeno. Pero la gente tendió a creer que era sólo Internet la que producía este *boom*.

“Lo que importa para que se produzca un auge en la Bolsa no es la realidad de la revolución de Internet, hecho difícil de determinar, sino las impresiones que la revolución crea en la opinión pública. Lo que influencia la reacción del público es la plausibilidad intuitiva del canto de sirena de Internet, sobre todo la facilidad con la que a la gente se le ocurren ejemplos y argumentos a favor. Si pasamos mucho tiempo en Internet, es fácil que se nos vengan a la mente estos ejemplos”<sup>16</sup>, reflexiona.

- **Caída del muro, triunfo del capitalismo**

La caída del muro, y del sistema económico sobre el que descansaba la Europa del Este, dejó al capitalismo como la única forma de administrar las arcas estatales, analiza Shiller. Por otro lado, los norteamericanos interpretaron la crisis asiática como el signo de debilitamiento de un rival. Esto, a juicio de Shiller, provocó una sensación de triunfalismo en la población norteamericana. “El triunfalismo está asociado con un sentimiento patriótico. Por supuesto, el “auto-bombo” siempre ha estado presente cuando se trata del mercado de valores. En los años noventa Merrill Lynch usó el desafiante eslogan *We’re Bullish on America*, juego de palabras intraducible que hace referencia a su actitud predatoria y orgullosa ante los negocios. En los años 50 la Bolsa de Nueva York popularizó la frase *Take stock in América* (Haga transacciones en América)... “Pero aunque estas asociaciones patrióticas son de larga data, ganan prominencia después de una aparente victoria económica. Las extensas discusiones públicas sobre los problemas económicos

---

<sup>16</sup> Shiller, Robert. Op. cit. Pág. 21. Traducción de la autora.

perennes que pueden surgir después de que un país sufre fracasos, parecen fuera de lugar después de un triunfo”, analiza<sup>17</sup>.

- **Éxito=dinero**

A juicio del economista, ha cambiado la valoración cultural en favor del éxito financiero o la apariencia de éxito, sobre todo si se alcanza sin realizar mayor esfuerzo. En un sondeo de opinión realizado por Roper-Starch<sup>18</sup>, se formuló a diferentes norteamericanos en 1975 y 1994 la misma pregunta: “Cuando piensas en una buena vida, es decir, la vida que te gustaría tener, ¿cuáles de los aspectos mencionados en la siguiente lista forman, a tu juicio, parte de esa buena vida? En 1975, un 38% de los consultados escogió entre las alternativas, “mucho dinero”. En 1994, en cambio, un 63% marcó esta alternativa.

“Tales sentimientos han transformado nuestra cultura en una que valora más el éxito de una persona de negocios que el que pueda alcanzar un científico, artista o un revolucionario. La idea de que invertir en acciones es un camino a la riqueza rápida cobra cierto atractivo entre los convertidos al materialismo”, se lamenta Shiller.<sup>19</sup>

- **Crece interés por las finanzas**

La concepción de un canal que transmitiera noticias durante las 24 horas del día vio la luz en 1980. Bautizado como CNN, dio cobertura impensada a acontecimientos que ocurrían en

---

<sup>17</sup> Shiller, Robert. Op. cit. Pág. 22. Traducción de la autora.

<sup>18</sup> Sondeo de Roper-Starch Worldwide, citado en Karlyn Bowman, *A Reaffirmation of Self-Reliance? A New Ethic of Self-Sufficiency? The Public Perspective*, February-March 1996, pp. 5-8. Traducción de la autora.

<sup>19</sup> Shiller, Robert. Op. cit. Pág. 23. Traducción de la autora.

diferentes lugares del globo. La guerra del Golfo en 1991, el casamiento de Lady Diana Spencer en 1981 o el juicio del boxeador O.J. Simpson en 1995 son sólo algunos de ellos. Pero surgió (¿o se creó?) la necesidad de una mayor segmentación y nació *Bloomberg*, estación televisiva destinada sólo a entregar información de carácter económico y financiero.

“No solamente la cobertura sino también la naturaleza del reporte del sector financiero han cambiado desde la década de 1980”<sup>20</sup> señala y da a conocer un estudio de Richard Parker, prestigioso académico del Centro Shorenstein de la Universidad de Harvard que muestra cómo en los últimos 20 años los periódicos han transformado sus formales secciones de economía y negocios páginas más coloridas, entregando secretillos para ciudadanos comunes y corrientes interesados en ingresar al mercado financiero. “Artículos sobre corporaciones individuales que solían ser escritos como si pudieran ser de interés sólo para aquellas personas relacionadas con la industria o con las corporaciones mismas ahora son escritos con un enfoque hacia oportunidades de ganancias para inversionistas individuales”<sup>21</sup>, contrasta.

### **2.3. Burbujas o el inicio de una crisis**

Hyman Minsky<sup>22</sup> advierte que los mercados pasan por períodos de auge y caída o, si se quiere usar un lenguaje siquiátrico, de manía y depresión. En la fase maníaca, explica, las entidades bancarias otorgan créditos de forma indiscriminada y los inversionistas, por su

---

<sup>20</sup> Shiller, Robert. Op. cit. Pág. 23.

<sup>21</sup> Idem

<sup>22</sup> En Kindleberger, C. P and Robert Z. Aliber. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. Fifth ed. John Wiley & Sons, United States, 2005.

parte, se muestran extremadamente optimistas respecto de su futuro y de las proyecciones de crecimiento de sus inversiones, al punto de no temer endeudarse. Por el contrario, señala que durante la fase depresiva la situación se revierte: desaparece la confianza y por lo tanto decae el consumo y se restringen los créditos al máximo.

Cuando las condiciones económicas cambian, el estado anímico de los participantes del mercado también lo hace, los inversores se vuelven menos optimistas y más cautelosos. Minsky es un convencido de que los aumentos cíclicos en la oferta de crédito en tiempos buenos y su consiguiente declive en tiempos malos conducen a la fragilidad del sistema financiero e incrementan la probabilidad de una crisis financiera.

#### **2.4 ¿Qué es una burbuja financiera?**

Esta metáfora hace alusión a tres características propias de las burbujas: su fragilidad, la incapacidad de poder predecir el momento exacto en que estallará y a su inevitable explosión.

Kindleberger utiliza un lenguaje más técnico y, por cierto más preciso, para definir el concepto. “Se trata de un movimiento ascendente y explosivo de precios que posteriormente se contrae”<sup>23</sup>. En efecto, esta explicación describe con precisión lo que ocurre en el mercado accionario, pero no aclara por qué se produce. La pregunta de rigor es ¿por qué de tanto en tanto el precio de las acciones de determinados sectores productivos sube como la espuma y de pronto se deprecia al punto de no valer nada?

---

<sup>23</sup> Kindleberger, C. P and Robert Z. Aliber. Op. cit. Pág. 1. Traducción de la autora.

Maturana acomoda la definición de tan etéreo concepto incorporando la idea del alejamiento del precio real del producto o servicio. “La burbuja se da cuando hay un proceso en que los precios se desvían sostenidamente por un período largo de tiempo de su valor fundamental o su valor justo. Al final eso es lo que pasó con las casas o, por ejemplo, en el caso de Japón que llegó un momento en que un pedazo muy chico de terreno valía más que California completo”<sup>24</sup>, grafica.

Para Valdivieso, en cambio, la definición de Kindleberger es muy vaga y, además, imposible de explicar recurriendo las definiciones de economía: “La definición que está detrás de una burbuja es que es un movimiento de precios que no se puede explicar a través de los *fundamentals*. De ahí sale un montón de preguntas, como por ejemplo ¿cuáles son los *fundamentals*?”<sup>25</sup>, señala confundido.

#### **2.4.1. Una burbuja, dos visiones**

Los economistas han tomado posición frente a este fenómeno y se han agrupado básicamente alrededor de dos ideas. Hay quienes consideran que todo se puede explicar “económicamente”, haciendo abstracción de un aspecto muy difícil de medir, como es la conducta humana. Otro grupo cree que el comportamiento humano es la clave para poder comprender los fenómenos económicos, incluyendo, por supuesto, la generación de burbujas.

---

<sup>24</sup> Gonzalo Maturana. Entrevista citada.

<sup>25</sup> Ercos Valdivieso. Entrevista citada.

- **La economía se explica en sí misma**

Autores como Peter Garber<sup>26</sup> se sitúan en la primera posición. El asesor del Deutsche Bank, luego de analizar las históricas burbujas como la de los tulipanes holandeses, la de los mares del sur y otras, asegura que se han producido a lo largo de toda la historia y que se pueden explicar considerando los fundamentos de la economía y del sistema financiero y, de modo muy tangencial, observando la conducta humana. En el caso de la tulipomanía, para él es claro que la explicación de la subida desmedida en el precio de estas flores se encuentra en la mecánica de la oferta y la demanda. Los tulipanes encarecieron porque gracias a un virus que atacó a algunos bulbos, apareció una nueva variedad, de colores muy exóticos. Debido a su belleza, se transformaron en un bien escaso. Si un bien es escaso y hay una amplia demanda, su precio sube. Pero cuando muchos se dedican a cultivar esta variedad, su precio baja porque hay más competencia. Es decir, todo el fenómeno se puede explicar recurriendo a las nociones básicas de Economía.

- **El comportamiento traiciona a la razón**

Sin duda que el razonamiento de Garber tiene mucha lógica y lo presenta con claridad meridiana en su libro. Sin embargo, la pregunta que surge es ¿por qué entonces las personas no comprenden un hecho tan simple y se involucran igualmente en negocios que los pueden llevar a la ruina? ¿Será una buena idea descartar o considerar sólo en un segundo plano los aspectos psicológicos que influyen en el comportamiento de los seres humanos? No para Shiller. Cuando el economista y académico de la Universidad de Yale lanzó *Irrational Exuberance*, en el año 2000, se transformó en un polémico *Best Seller* debido a que proponía una perspectiva de análisis del mercado financiero que consideraba el

---

<sup>26</sup> Garber, Peter. Op.cit.

comportamiento humano, aspecto despreciado por sus colegas más economicistas. La prensa lo honró con el apodo de *Mr. Bubble* por predecir la formación de famosas burbujas contemporáneas como la inmobiliaria de Japón y la de las *puntocom*.

#### **2.4.2. Tercera vía**

Para Maturana no es fácil considerar sólo una posición para explicar a cabalidad al fenómeno de generación de burbujas. Opta por el justo medio de “tomar un poquito de las dos”. Siempre con la mente puesta en el fenómeno de la crisis *subprime*, reconoce que las bajas tasas de interés son un factor que explica el fenómeno desde la posición de los *fundamentals*. Pero por otro lado, no desconoce que ante la efervescencia de un escenario optimista en materia de adquisición de bienes raíces aparecieron *Best Sellers* del tipo: “Haga la inversión de su vida o “Cómo la segunda casa se puede transformar en la mejor inversión de su vida”. Hay gente que sucumbe a los consejos de estos “expertos”, sin realizar ningún análisis del razonamiento envuelto en las premisas planteadas. “Uno lo ve desde el punto de vista de teoría de la inversión –señala refiriéndose a las ideas planteadas en estos libros- y es bien irracional meter todos los huevos en la misma canasta. Se sugiere meter la plata en distintos activos que ojalá correlacionen o se muevan distintos entre sí para que cuando uno caiga, otro suba y compense”<sup>27</sup>, señala.

---

<sup>27</sup>Gonzalo Maturana. Entrevista citada.

## Etapas de la burbuja

### 3.1. Esquemas Ponzi: reflejo de la fase expansiva

En una de las ediciones chilenas del periódico francés *Le Monde Diplomatique*, el economista Frédéric Lordon describe paso a paso el período de alimentación y reventón de las burbujas especulativas<sup>28</sup>: en primer lugar sitúa al esquema *Ponzi*. Si bien no es justo culpar a los fenómenos *Ponzi* de hacer colapsar el sistema, sí se puede constatar que en períodos de desenfrenado optimismo la gente tiende más a invertir en este tipo de negocios riesgosos. En términos simples, funciona como las “pollas”, tan populares en oficinas o entre grupos de amigos. La diferencia es que al participar en esta forma de ahorro, existe claridad de que si alguno de los integrantes no cancela la cuota mensual, todos se verán afectados, pues cada integrante pone la misma cantidad y se sortea el mes que a cada integrante le corresponderá recibir el “pozo”.

Mediante el esquema *Ponzi*, en cambio, alguien convence a potenciales inversionistas de que si le confían su dinero, recibirán importantes ganancias y les asegura que tiene dinero que respalda sus inversiones en caso de turbulencias en el mercado. La verdad es muy distinta pues en muchos casos, estos personajes sólo operan con el dinero que van obteniendo de quienes van entregando sus capitales. Se trata de una estructura piramidal que, para sustentarse, necesita de la incorporación permanente de inversionistas.

---

<sup>28</sup> Lordon, Frédéric. *El eterno retorno de la crisis financiera*. En *La globalización financiera y el mito de la competencia: Economía y Finanzas. El eterno retorno de las crisis mundiales*. Ed. Aún creemos en los sueños, Chile, 2007. Pág. 8.

Este esquema debe su nombre a Charles Ponzi, quien en el año 1920 convenció a hombres y mujeres poco temerosos de asumir riesgos financieros de hacer de intermediario en la compra de cupones postales europeos, los que, según el timador, se podían vender en Estados Unidos a mucho mayor precio que en ese continente debido a que el tipo de cambio favorecía al país del norte. Hombres influyentes e ignorantes de la mecánica de la oferta y la demanda le entregaron su dinero. Pero la oferta no era tan amplia como para soportar una alta demanda. De hecho, el servicio postal de Nueva York tuvo que salir al paso y señalar que ni siquiera existía la cantidad suficiente de cupones a nivel mundial para generar las ganancias que Ponzi prometía. Sólo los primeros inversionistas se vieron beneficiados con el engaño.<sup>29</sup>

### **3.1.2. El Ponzi contemporáneo**

El caso de Bernard Madoff<sup>30</sup> es el ejemplo más contemporáneo de estafa utilizando este esquema. Logró engañar a cientos de millonarios estadounidenses y a instituciones que manejaban fondos de inversión por un monto aproximado de 50.000 millones de dólares. Entre los estafados se encontraban personalidades famosas del mundo del deporte como Fred Wilpon, el dueño mayoritario del equipo de béisbol *New York Mets*, y Norman Braman, ex propietario del equipo de fútbol americano *Philadelphia Eagles*. Pero no sólo gente sofisticada se vio envuelta en la estafa sino también muchos representantes de la clase media americana. En su libro *Manias, Panics and Crashes*, Kindleberger toma una frase de

---

<sup>29</sup> Shiller, Robert. Op cit. Pág. 64.

<sup>30</sup> Agencia Informativa EFE, 15 de diciembre de 2008.

B. Stewart<sup>31</sup> para graficar este sentimiento tan americano: “No hay nada más perturbador para la autoestima que ver que un amigo se hace rico”<sup>32</sup>.

¿Qué necesitó Madoff para engañar a la gente? Como bien explicó el didáctico economista español Leopoldo Abadía<sup>33</sup> en un programa de televisión española<sup>34</sup>, “convencer a la gente de que era un hombre solvente”. Su prestigio como ex presidente del mercado accionario Nasdaq (de empresas de tecnología) sin duda que lo avalaba.

### 3.1.3. Madoff y la SEC

Lo que inquieta en el caso de Madoff es que el organismo supervisor de *Wall Street*, la *Security Exchange Commission* (SEC, por su sigla en inglés), hizo caso omiso de múltiples denuncias sobre la inminente estafa de la que habían sido víctimas quienes confiaron en este hombre que prometía retornos a sus inversionistas que seguramente les hacía pensar en no trabajar en toda su vida si reunían una buena cantidad de dinero.

En el popular programa norteamericano de sátira política, *The Daily Show*, su conductor, John Stewart, el 20 de marzo de 2010 invitó a Harry Markopolos<sup>35</sup>, analista financiero y autor de un libro en el que relata la exhaustiva investigación que realizó de Madoff y del sistema que utilizaba para captar inversionistas. Cuando muchas personas lo invitaban a formar parte del negocio montado por Madoff, se oponía porque tenía serias sospechas de

---

<sup>31</sup> B. Stewart, *Den of Thieves*. Simon & Schuster, 1992, United States, page 97.

<sup>32</sup> Kindleberger, Charles. Op. cit. Pág. 29. Traducción de la autora.

<sup>33</sup> Ingeniero industrial. Ha sido profesor de la escuela de dirección de empresas de Navarra (IESE) y de la *Harvard Business School*. Se hizo famoso por su didáctica y humorística explicación de la crisis *subprime*.

<sup>34</sup> Buenafuente. Programa español transmitido por el canal Antena 3. En <http://www.youtube.com/watch?v=yUM7UYp65qc>

<sup>35</sup> Markopolos, Harry. *No one would listen: A true financial thriller*. John Wiley and Sons, United States, 2010.

que se trataba de un fraude basado en el clásico esquema piramidal. Como no fue escuchado, se obsesionó con el tema y realizó una exhaustiva investigación que le permitió reunir contundente evidencia de que lo que estaba diciendo era cierto. En el programa indicó que desde hacía ocho años que había estado enviando cartas al organismo fiscalizador explicándole que era matemáticamente imposible que los inversionistas pudieran recibir los retornos que se les ofrecían, sin obtener respuestas. Para él, según comentó en la entrevista, el problema con esta entidad es que está conformada en su totalidad por abogados, los que, a su juicio, desconocen cómo funciona el mundo de las finanzas.

Más allá de la competencia de abogados o expertos en finanzas para dirigir la SEC, lo cierto es que no es necesario tener mucha experiencia para determinar si una denuncia debe o no debe ser tomada en serio. Por ello, genera suspicacias el hecho de que no se haya tomado en cuenta la denuncia. Con respecto a este caso, el integrante del directorio de la Empresa Nacional de Petróleo (ENAP) y columnista de revista Qué Pasa, Axel Christensen, critica el actuar de la SEC: “En el caso de Madoff, desafortunadamente no sólo se recibió plata de gente famosa y adinerada sino también de jubilados y en general de gente que no necesariamente era muy sofisticada. Yo creo que ahí la SEC podría haber sido más rigurosa en ese control”<sup>36</sup>.

Como el señor Madoff entregaba comisiones bastante abultadas a sus intermediarios por distribuir su producto, revela que se producía un serio problema de intereses: “al final del día el intermediario no sabía si trabajaba para sus clientes o para Madoff”, comenta.

---

<sup>36</sup> Entrevista realizada por la autora el día 17 de marzo de 2010.

Reconoce una falta de rigurosidad (en ningún caso de hacer la vista gorda) en el trabajo de la SEC. Justificó esta falta de fiscalización señalando que existía una serie de problemas presupuestarios.

### **3.1.4. Una pirámide en una burbuja**

Los analistas entrevistados coinciden en que los fenómenos *Ponzi* han existido desde toda la vida y que no se podrían citar como los causantes de la creación de una burbuja. Lo que sí se puede constatar es que en el ambiente de una burbuja en pleno proceso de crecimiento, estos esquemas son más aceptados porque hay una atmósfera que parece propicia para hacer negocios que reporten buenos recaudos a corto tiempo.

Valdivieso los considera precisamente como una subida al carro de la exuberancia ya existente. “Siempre han existido (los esquemas *Ponzi*), el problema es que justamente correlacionan con un momento donde la aversión al riesgo se va al *carajo*. A la gente no le importa el riesgo mientras haya un mayor retorno, entonces correlacionan porque explotan en los mismos momentos que explota la crisis porque ahí es donde la aversión al riesgo no hace mucho sentido”<sup>37</sup>. Ejemplifica con el caso de Madoff, del que se tenía idea al menos de rumores de la estafa desde hace ocho años. El escándalo reventó cuando el precio de las viviendas estaba en un alza desmedida.

---

<sup>37</sup> Ercos Valdivieso. Entrevista realizada por la autora el día 25 de marzo de 2010.

“Lo de Madoff duró mucho tiempo y explotó en el momento en que había exuberancia. La explosión de los dos está netamente correlacionada porque es el mismo fenómeno. Es exuberancia o querer ganar plata a cualquier costo”<sup>38</sup>, sentencia.

### **3.2. Clasificadoras que no clasifican**

Otro factor que Lordon<sup>39</sup> destaca como detonante de la proliferación de burbujas financieras es la falta de rigurosidad en la evaluación de las clasificadoras de riesgos, también llamadas agencias de ratings, en la fase del ciclo financiero en que parece que todo marcha de maravillas. En lugar de aguzar el olfato cuando los precios de las acciones están en irracional alza, la estrategia de los bancos centrales es confiar en que el mercado regulará la situación.

Cuando el ciclo alcista cede paso a una baja dramática de las acciones que en principio estaban muy bien cotizadas, debido a cualquier problema muy localizado, es cuando, a juicio de Lordon, queda en evidencia la fragilidad del sistema. Como ha quedado demostrado luego del estallido de la burbuja *subprime* y en otras anteriores como las *puntocom* y la inmobiliaria de Japón, este factor ha sido gravitante en el desencadenamiento de las crisis.

Es curiosa la forma en que operan las clasificadoras de riesgo pues la entidad que desee ser evaluada debe cancelar para obtener las notas AAA, AA o sólo A.

---

<sup>38</sup>Ercos Valdivieso. Entrevista citada

<sup>39</sup>Lordon, Frederic. Op cit. Pág. 6.

Consultado sobre si le parecía que puede operar con imparcialidad una entidad que funciona de este modo, Valdivieso señaló: “No me parece muy bien. De hecho es una discusión bien extensa que por ejemplo en mi lado, cuando mi trabajo era comprar instrumentos de renta fija, tenía que financiar deuda de la empresa X. Para financiar esa deuda, hay que estructurarla, lo que es como hacer un contrato, y en ese contrato queda implícita una opinión de una clasificadora de riesgo que finalmente es pagada por el emisor de la deuda, no por el comprador, entonces hay ahí un problema de intereses claramente”. Sin embargo, comenta que tuvo contacto con varias clasificadoras de riesgo que, a su juicio “son bien objetivas a pesar de la plata que ambos le están pagando -el que está emitiendo el bono y el otro-”<sup>40</sup>.

### **3.3. Falta de regulación**

La laxitud en la regulación de las entidades financieras es otro factor señalado como generador de burbujas<sup>41</sup>. La SEC merece un comentario aparte porque parece que creer en la autorregulación es un poco ingenuo a estas alturas. Al reflexionar sobre el tema, Truffa hace hincapié en la necesidad de contar con un ente regulador totalmente independiente de las empresas y de pasada destaca el modelo chileno.

En Chile existe la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) que, aunque para muchos sea un organismo demasiado conservador, desde la depresión de 1982, sus regulaciones han permitido que las crisis internacionales no golpeen tan fuerte. ¿Cuál es la principal diferencia entre la SEC y la SVS? Que la primera es una organización gremial. Sus

---

<sup>40</sup> Ercos Valdivieso. Entrevista citada.

<sup>41</sup> Lordon, Frederic. Op. cit. Pág. 7.

integrantes, en un acto de buena fe, acuerdan autorregularse y dictar ciertas normas que permitan una sana convivencia financiera, pero sólo por “buena voluntad” porque no están obligados a nada. En eso consiste la autorregulación. La SVS, en cambio, es una entidad totalmente independiente de estas instituciones y que por no formar sus integrantes parte de ella, puede tomar decisiones con libertad. “La Superintendencia de Valores y Seguros no tiene los problemas de riesgo moral que tiene la SEC porque tú en el fondo respondes a los intereses de otra persona”<sup>42</sup>, comenta.

Santiago Truffa fue asesor del ministerio de Hacienda durante la administración de Michelle Bachelet y ahora forma parte del equipo del presidente Sebastián Piñera en la misma cartera, por lo cual su mirada está puesta del lado de las acciones que tiene que tomar el gobierno ya sea para prevenir o hacer frente a una crisis que ya está en ciernes. Al consultarle si confía en el poder de la SEC para mantener controladas a las entidades financieras y alejadas de tentaciones, no puede hacer abstracción de que es una entidad que se regula a sí misma. Sus integrantes son jueces y parte.

“La SEC funciona bajo la lógica de los modelos de autorregulación que se han visto súper cuestionados durante toda la crisis porque se ha develado un problema de riesgo moral en la economía: los incentivos que tenían quienes estaban tomando las decisiones consideraban proteger y velar por sus clientes”<sup>43</sup>. De esta manera resume uno de los problemas que surgen en estos marcos auto regulatorios.

---

<sup>42</sup> Santiago Truffa. Entrevista citada.

<sup>43</sup> Santiago Truffa. Entrevista citada.

Sin embargo, destaca tres beneficios de este sistema, al considerarlo “más eficiente, rápido y barato”. La pregunta es si todas estas cualidades se pueden apreciar cuando lo que está en riesgo en un mal sistema regulador es el desplome estructural de todo un sistema financiero. ¿Debería insistirse en este esquema sólo porque es *bueno, bonito y barato*?

En opinión de Eduardo Contreras, el modelo elaborado para explicar en términos económicos el fenómeno de las burbujas se basa en supuestos que ni siquiera consideran la variable “racionalidad”. “Las burbujas se pueden modelar dentro de la teoría. Ahora, cómo conversa eso con el tema del supuesto de la irracionalidad, no lo se”<sup>44</sup>, responde flemática, pero inquietamente.

### **3.3.1. Regular o confiar**

El comportamiento desmedido de los *brokers* de *Wall Street*, la mala gestión de las clasificadoras de riesgo, la falta de oportunidad para detectar esquemas fraudulentos, factores que se han transformado en una constante de todas las crisis, han planteado la polémica en torno a regular o no regular los mercados.

En la columna de opinión de un diario de circulación nacional, el ex ministro del Trabajo y actual diputado Osvaldo Andrade, sentencia que los “desreguladores” han sufrido una derrota producto de los resultados de la crisis *subprime* y posterior recesión internacional<sup>45</sup> y lanza su artillería contra “especialistas” y “técnicos” que, lejos de criticar la fuerte inyección de recursos del país del norte, la apoyan.

---

<sup>44</sup> Eduardo Contreras. Entrevista citada.

<sup>45</sup> Osvaldo Andrade. *La derrota estratégica de los desreguladores*. En Diario La Tercera. 15 de noviembre de 2008. Pág. 3.

“En Chile, la mayoría de nuestros “especialistas”, de nuestros “técnicos” que entregan con fatuidad sus recetas por los medios fueron los mejores alumnos de esos teóricos de la desregulación y no dejan de pontificar un solo día sobre sus supuestos beneficios...Hoy ven, con pasmo, la inmensa intervención estatal sobre la economía norteamericana y, en alguna medida, también la aplauden”<sup>46</sup>, señala haciendo alusión a la idea de que se es capitalista para recibir las ganancias y socialista cuando se trata de repartir las pérdidas.

Maturana, por su parte, se refiere a una medida regulatoria específica tomada después de la debacle para ejemplificar que, a diferencia del ex ministro del Trabajo, no considera muy convenientes las regulaciones rígidas: la prohibición por parte de la SEC de las denominadas ventas cortas: “no es bueno prohibir esas ventas cortas porque eso entrega información de qué es lo que está pasando en el mercado y qué es lo que está pensando todo el mundo. La información *per se* es buena pero con esta restricción estás limitándote a tener cierto tipo de información. Yo soy un convencido de que no hay que regular tanto”.

Ante la pregunta de qué aspectos regularía, menciona los siguientes: “cuando estamos en presencia de una externalidad negativa que un agente no internalizó, por ejemplo el *trader* que toma más riesgos o el banco de inversión que seguía tomando riesgos porque señalaban que eran “*too big to fail*”, o sea, que no los podían dejar caer porque se produciría un riesgo sistémico, deberían sufrir el rigor de una regulación”<sup>47</sup>.

---

<sup>46</sup> Osvaldo Andrade. Op. cit.

<sup>47</sup> Gonzalo Maturana. Entrevista citada.

## “¿Cómo funciona una venta corta?”

### 1. La apuesta

El inversionista identifica una oportunidad: la acción sobrevalorada o a punto de caer. Apuesta a que ahora el título está caro, por lo que podría venderlo a un buen precio y, una vez que baje, comprarlo más barato.

### 2. El préstamo y la venta

El inversionista no tiene acciones de la empresa X por lo que se las pide prestadas a otro con el compromiso de devolvérselas en un plazo determinado. Paga una comisión por el arriendo de los “papeles”. Una vez que se lo prestan, los vende.

### 3. Devolución del préstamo

Para cumplir el trato, debe recomprar el mismo número de acciones que le prestaron, pero al precio que ahora están en el mercado.

### 4. Se gana o se pierde

Si el inversionista o “vendedor corto” gana la apuesta, es decir, la de X cayó, se queda con la diferencia del precio al que la vendió.

Si los títulos de X subieron, debe poner de su capital para recuperar las acciones y, por lo tanto, pierde”.

Fuente: Cuerpo B de Sección Economía y Negocios de Diario El Mercurio. Pág. 6. 25 de septiembre de 2009.

El resto, siguiendo la línea de Lordon, ya es el desencadenamiento natural de los hechos:

“el contagio lateral de dudas a otros compartimentos del mercado; el impacto sobre los bancos más expuestos; la amenaza de un accidente sistémico, es decir, de un derrumbe

global, seguido de una recesión generalizada a causa del estrangulamiento del crédito...y el llamado de auxilio dirigido a los bancos centrales...»<sup>48</sup>

### **3.4. Riesgo sistémico**

El concepto de riesgo sistémico dice relación con amenazas externas que pudieran remecer de manera dramática a las entidades financieras. Ocurrió con la depresión del 29, con recesiones modernas como la de 1982 y con el denominado *Efecto Tequila* en 1994. México salió del hoyo financiero gracias a la ayuda económica que le prestó Estados Unidos, precisamente por temor a que el sistema colapsara, aún cuando sus argumentos apuntaban a la nobleza de esa nación y a su acto de generosidad en virtud de que ambos países habían firmado un Tratado de Libre Comercio (el NAFTA). Y es que la globalización ha permitido la realización de una gran cantidad de transacciones bursátiles a lo largo del planeta. La distancia ya no es un problema si se quiere invertir en acciones de mercados locales o internacionales, sean éstos formales o informales u *over the counter*, esto es, no acogidos a agrupaciones establecidas como *Wall Street*, instancia en la que hay que pagar para estar *dentro* del negocio. Lo que puede parecer una gran ventaja, también puede generar una trampa, pues es tanta la información que circula, que es imposible que los inversores tengan acceso a toda ella y mucho menos que logren determinar si los rumores que se escuchan son ciertos. Como no siempre esta información es fidedigna, los rumores se transforman en un fenómeno común. De ahí a la especulación y al colapso de las bolsas hay sólo un paso.

---

<sup>48</sup> Lordon, Frédéric. Op. cit. Pág. 8.

Escándalo causó la noticia de que el banco norteamericano Goldman Sachs vendía deuda de hipotecas basura (bonos que contenían deudas de las que difícilmente se obtendrían retornos) sin advertir de ello a sus inversores<sup>49</sup>. Naturalmente, estando todas las entidades financieras interconectadas, la caída, sobre todo de las más grandes, puede poner en peligro toda la máquina que mueve a la economía en sistemas abiertos.

Para graficar las consecuencias de riesgo sistémico económico, Shiller se refiere a lo que ocurre con el cuerpo humano, quizá el sistema más complejo y perfecto del mundo, cuando sufre un trauma. Si un hombre es atacado por la gangrena en un miembro específico, ella se expandirá hacia otras zonas, a menos que se recurra a la amputación<sup>50</sup>.

---

<sup>49</sup> <http://www.elmundo.es> 16 de abril de 2010.

<sup>50</sup> Shiller, Robert. . *El estallido de la burbuja. Cómo se llegó a la crisis y cómo salir de ella*. Editorial Gestión 2000, Barcelona, 2008. Pág. 84.

### **Información privilegiada: vicio del mercado**

Así como la falta de información o la información falsa pueden provocar un efecto dominó de dañinas consecuencias, el contar con información privilegiada ha llevado a muchos a la realización de exitosas operaciones bursátiles, aún cuando el uso de ésta se encuentra penado por la ley. Conocido es el caso del ruso Eugene Plotkin y su amigo David, que salió a la luz pública en 2006. Un ex ejecutivo de Merrill Lynch, un integrante del poder judicial y el robo de ediciones adelantadas de la revista *BusinessWeek* les sirvieron para obtener más de siete millones de dólares.

En Chile hay casos de más antigua data como el que se destapó en el año 2003 del gerente de la corredora de Bolsa Inverlink, quien intercambió favores amorosos por datos importantes y secretos aportados por Pamela Andrada, en esa fecha secretaria del Presidente del Banco Central, Carlos Massad. Bullado también fue el caso del actual Presidente de la República, Sebastián Piñera, quien en el año 2006 compró tres millones de acciones de la línea aérea LAN luego de tener acceso a informes contables de la compañía.

Fuentes: sección Economía y negocios del portal de diario El Mercurio, emol.com.  
[www.economiaynegocios.cl](http://www.economiaynegocios.cl). 3 de enero de 2008 y [www.emol.com](http://www.emol.com). 10 de noviembre de 2009.

### **3.5. Operación salvataje**

En cuanto a la alusión a los salvatajes a grandes empresas afectadas en períodos de debacle económica, hay que decir que siempre han generado polémica. Las teorías del economista Maynard Keynes fueron llevadas a la práctica en Estados Unidos para salir de la depresión de 1929. Se recurrió entonces a la intervención estatal para salvar a las empresas afectadas.

Se le ha dado distintos nombres a la ayuda que el gobierno ha prestado a lo largo de la historia a las entidades financieras o grandes empresas para ayudarlas a evitar su desaparición. Y es que, aunque existe todo un debate respecto de si es justo que paguen los contribuyentes para salvar a entidades que han actuado con irresponsabilidad en la administración del riesgo, el costo social de dejar en la calle a los empleados de esas instituciones es demasiado alto. Los bancos centrales han desempeñado un importante rol como *lenders of last resort*<sup>51</sup>, esto es como avales de última instancia para evitar que la falta de dinero circulante lleve a una crisis de insolvencia y a la caída en el consumo, factor fundamental para el funcionamiento del sistema económico existente.

Para un sector de la población, no es justo que el dinero de sus propios impuestos se utilice para rescatar de la quiebra a empresas que han tenido un comportamiento irresponsable. Otros opinan que el costo de la caída de las grandes empresas puede ser tan alto, que el Estado debe tenderles la mano. Kindleberger señala que se ha debatido mucho sobre si es conveniente o no establecer planes gubernamentales de salvataje. “La clave de esta discusión es el “riesgo moral” –si los inversionistas están confiados en que siempre serán salvados por un aval de última instancia, su capacidad de valerse por sí mismos se vería debilitada. Pero por otro lado, la prioridad debería ser parar el pánico, para “salvar el sistema hoy” a pesar de los efectos adversos de los incentivos que se les otorgue”.<sup>52</sup> De este modo resume el economista las dos posiciones de este dilema que deben enfrentar las autoridades en situación de crisis.

---

<sup>51</sup> Kindleberger, Charles. Op. cit. Pág. 14. Traducción de la autora.

<sup>52</sup> Idem. Traducción de la autora.

Aquí surge una serie de interrogantes de carácter político. ¿Recurrir o no a una operación de rescate? Si se opta por el *bailout*, ¿a quién se le debería tender una mano? ¿Sólo a las empresas que en el pasado demostraron ser solventes?

Ya en 1825, Thomas Joplin reflexionaba en torno a este dilema. “Hay períodos en que las reglas no deben romperse; otros en que es un riesgo adherir a ellas”.<sup>53</sup> En efecto, romper una regla sienta un precedente. No parece haber una fórmula para resolver esta disquisición económica, sino que más bien parece que se debe usar una evaluación caso a caso. “Estas mismas preguntas debieron plantearse en 1979 ante la crítica situación de sus empresas, los dueños de la automotriz Chrysler y del Banco Continental Illinois en 1984”, asegura.<sup>54</sup>

Pero los gobiernos no sólo han salvado a sus propias instituciones. Ya se mencionó el apoyo monetario que Estados Unidos prestó a México para ayudarlo a salir tanto de la recesión de 1982 como de la de 1994. La justificación que subyacía a este gesto era que los países integrantes del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés) debían unirse y que el salvavidas lanzado a México contrarrestaría o neutralizaría el contagio y prevendría del colapso a países emergentes como Brasil y Argentina, y también de otros países desarrollados.

En el caso de los promotores de la intervención del gobierno para levantar a Estados Unidos luego de la depresión de 1929, se alzó la voz, entre otros, del congresista de Alabama, Henry B. Steagall, quien defendió el *bailout* con pragmáticos argumentos. No obstante, reconoció que con esto se traicionaban de cierto modo los postulados del libre

---

<sup>53</sup> Kindleberger, Charles. Op. cit. Pág. 15. Traducción de la autora.

<sup>54</sup> Idem. Traducción de la autora.

mercado, señaló que debía llevarse a cabo por un fin superior. “Desde luego que ello implica un alejamiento de las políticas y de los ideales establecidos, pero no podemos quedarnos parados cuando arde una casa y perdernos en interminables debates sobre el método idóneo para extinguir el fuego”<sup>55</sup>. Por cierto, la analogía con un incendio da clara cuenta de la rapidez con la que se propagan las crisis luego de la explosión de burbujas especulativas.

De hecho, no fue fácil contar con los votos del congreso norteamericano para aprobar el paquete de medidas destinadas a salir del atolladero en 2009, en virtud de la posición de quienes no están de acuerdo en que el gobierno se inmiscuya en un asunto que, según los principios del libre mercado, debiera regularse por sí solo. Esto es, que las empresas que pueden salir adelante lo hagan y que las otras simplemente desaparezcan. En el periódico *The New York Times* se relató con lujo de detalles cómo Henry Paulson, el Secretario del Tesoro de Estados Unidos, la *United States Treasury Secretary*, entidad que podría ser comparada con el Ministerio de Hacienda, negoció con la representante demócrata Nancy Pelosi. La negociación se redujo básicamente a una genuflexión por parte de Paulson ante Pelosi. Se puso de rodillas y le dijo: “no lo arruines”. -“No sabía que eras católico”<sup>56</sup>-, le respondió irónicamente la parlamentaria al verse envuelta en esta extraña situación.

---

<sup>55</sup> Shiller, Robert. *El estallido de la burbuja. Cómo se llegó a la crisis y cómo salir de ella*. Op. cit. Pág. 85.

<sup>56</sup>Diario La Segunda. Chile. Pág. 39. 26 de septiembre de 2008.

## **Crisis subprime: lluvia en Estados Unidos, tormenta en el planeta**

“Si agita hoy, con su aleteo, el aire de Pekín, una mariposa puede modificar los sistemas climáticos de Nueva York el mes que viene”. Esta metáfora de J. Gleick<sup>57</sup>, aplicada en principio a los fenómenos climáticos, nos pone al descubierto la fragilidad de los sistemas complejos. En el caso de la denominada crisis *subprime*, un fenómeno tan aislado como el que se suscitó cuando los deudores hipotecarios de un sector de la población norteamericana dejaron de cancelar sus dividendos, produjo un desplome del sistema financiero mundial.

Ya en 1986, Paul Samuelson, el primer norteamericano galardonado con el Premio Nobel de Economía en el año 1970 y que falleció el 14 de enero de 2009, manifestó lo complicado que es establecer predicciones en tiempos de crisis: “Para predecir su evolución (de una recesión), no se puede utilizar ninguna fórmula exacta, como la que se podría aplicar a los movimientos de la luna o de un sencillo péndulo”.<sup>58</sup> Pero si no se pueden establecer predicciones, al menos se podrán sacar algunas lecciones para que, cuando se produzca un fenómeno propio de la mecánica del libre mercado como son las crisis económicas o recesiones, antecedidas, generalmente, por burbujas financieras, se consideren estrategias que permitan que el crecimiento negativo no golpee tan fuerte. La necesidad de establecer controles regulatorios más estrictos se alza como un clamor entre algunos economistas

---

<sup>57</sup> Gleick, James. *Caos: la creación de una ciencia*. Editorial Seix Barral. España. 1987.

<sup>58</sup> Samuelson, Paul y Nordhaus William. *Economía*. Ed. Mc Graw Hill, México. Pág. 239.

chilenos que no se manifiestan muy convencidos ni siquiera de que las burbujas se puedan evitar. Para Gonzalo Maturana, definitivamente es imposible. “Si la gente no internaliza lo fundamental y existe este frenesí por comprar, me suena medio difícil que se puedan evitar (...) Ahora claro, quizás uno podría detectarlas antes y tratar de actuar”<sup>59</sup>, señala no muy convencido.

#### **4.1. Fraguándose la crisis. Entre burbuja y burbuja**

Entre 2000 y 2001, muchas de las empresas surgidas al alero del fenómeno de la masificación de Internet cayeron estrepitosamente. Para no perder todo el capital, muchos de los fracasados empresarios optaron por invertir en bienes inmuebles.

Los atentados del 11 de septiembre de 2001 crearon una ola de inestabilidad internacional que estancó el consumo. Ante ello, los principales Bancos Centrales bajaron las tasas de interés y los impuestos con el fin de incentivar el consumo y la producción a través del crédito. Se produjo una enorme liquidez; lo que significa que había muchos billetes circulando. Todo esto constituía una fuente de grandes beneficios para los inversores. Efectivamente se logró el objetivo: reactivar la economía norteamericana. El mercado inmobiliario, ya floreciente gracias a la incursión en el negocio de los ex ciber emprendedores, comenzó a expandirse. Se produjo un *sobrestock* de viviendas que había que vender.

Ante la avalancha de tentadoras ofertas de créditos hipotecarios que comenzaron a realizar las entidades bancarias, muchos ciudadanos norteamericanos etiquetados como Ninja, sigla que hace referencia a una importante cantidad de ciudadanos norteamericanos que no

---

<sup>59</sup> Gonzalo Maturana. Entrevista citada.

cuentan con un trabajo estable, cuyos ingresos mensuales son inciertos y que no poseen propiedades (*No incomes, no job or assets*), se arriesgaron y endeudaron para lograr el estatus tan socialmente valorado. Con tales informes comerciales, en principio creyeron que su anhelo no pasaría de ser un proyecto más que no llegarían a concretar. De hecho, las entidades financieras de ese país llaman *subprime* a las personas cuya capacidad de pago genera un riesgo para la devolución de sus créditos.

### ¿Quiénes son los subprime?

Detroit y Memphis son dos de las ciudades más afectadas con la crisis *subprime*. Hasta ese lugar se trasladó Niall Ferguson Laurence, profesor de Historia de Harvard, especialista en Economía que se hizo famoso por su documental realizado para la BBC, *The ascent of Money*, (la editorial Penguin lanzó la versión impresa de este trabajo). Admirador de los *Chicago Boys* y de las políticas implementadas en los ochenta por la entonces Primer Ministro, Margaret Thatcher, su fama trascendió las fronteras y se transformó en columnista en importantes medios, tanto norteamericanos como ingleses. En 2007 se desplazó a Detroit y Memphis, dos de las ciudades más afectadas con la crisis para escribir una columna para el diario británico *Daily Telegraph*. Allí comprendió con claridad qué significaba desde el punto de vista sociológico ser etiquetado como *subprime*. La definición que tenía en mente sobre este concepto era escuetamente la de deudores con escasa solvencia y, por lo tanto, con poca o nula capacidad de pago. Pero fue más allá en su reflexión luego de hacer su recorrido: “De modo no oficial, *subprime* es un eufemismo de pobre. Y, por consecuencia, en Detroit y Memphis, éste es un eufemismo para referirse a un afro-americano, el que a su vez es un eufemismo de negro”, en suma la población más afectada por los remates efectuados por los bancos a propiedades impagas.

Fuente: [www.telegraph.co.uk](http://www.telegraph.co.uk): 15 de julio de 2007.

Pese a su precaria situación, resultó que quienes a todas luces no acreditaban solvencia, obtuvieron préstamos con una facilidad que sólo puede explicarse por el auspicioso entorno económico pre-crisis, que se traducía en aumentos de actividad productiva y, en consecuencia, en incrementos de sueldos. Todo esto hacía presagiar que las personas tendrían ingresos más estables, que por ello podrían cumplir con sus obligaciones crediticias y que la plusvalía de las viviendas se mantendría en alza. A esto se sumó el significativo incremento del precio de las viviendas que motivó operaciones especulativas en dicho mercado, según indica el Informe de Política Monetaria elaborado por el Banco Central de Chile en septiembre de 2007.<sup>60</sup>

Las bajas tasas de interés, dictadas por el entonces Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED, por sus siglas en inglés) Alan Greenspan, incentivaron a los bancos a aumentar la oferta de créditos hipotecarios a sectores de mayor riesgo, como los mencionados, supuestamente respaldados por el alto valor de las hipotecas de las casas. Conscientes del riesgo, las instituciones financieras realizaron estos préstamos cobrando altísimos intereses y con tasa variable (*Adjustable Rate Mortgages* o ARM). El gancho que ofrecían las entidades financieras era mantener una tasa fija por dos o tres años y luego aplicaban un interés variable. Como se aplicaba un alto *spread* al interés, cuando terminaron los dos años de “gracia”, la gente tuvo que refinanciar sus créditos hipotecarios o simplemente dejó de pagar.<sup>61</sup>

---

<sup>60</sup>Banco Central de Chile. *Informe de Política Monetaria*. Septiembre de 2007. Pág. 15

<sup>61</sup>*Restoring Financial Stability. How to repair a failed system*. John Wiley & Sons, United States, 2009. Page 7.

Las personas preferían adquirir un crédito hipotecario bajo esta condición. Pese a que los intereses subieran de manera escandalosa en poco tiempo, no les asustaba porque como el precio de las viviendas también estaba en alza, confiaban en que debido al alto valor que estaban adquiriendo los bienes raíces, podrían refinanciar sus préstamos a una tasa más baja.<sup>62</sup>

Esto, del lado de los compradores. De parte de los que ofrecían créditos a los sujetos etiquetados de *subprime*, este mismo escenario les brindaba una oportunidad para posicionarse en el mercado que abarcaba a este segmento de la población.

Según se señala en el Informe de Política Monetaria de septiembre de 2007, emitido por el Banco Central<sup>63</sup>, los préstamos hipotecarios a ciudadanos denominados *subprime* constituían en el año 2003 sólo un 10% del total de créditos para la adquisición de viviendas, porcentaje que aumentó en casi 50% durante el año 2006.

#### **4.2. ¿Alguien escucha a Basilea?**

El Consejo de Basilea es un organismo conformado por los presidentes de los bancos centrales de los países más ricos del mundo. Esta elite, agrupada en el denominado G-10, entrega recomendaciones para el establecimiento de legislaciones y regulaciones bancarias. El poder de esta organización, por ende, es relativo, pues las entidades bancarias no tienen obligación de acatar los acuerdos allí determinados. Sin embargo, las propuestas que salen luego de esas reuniones entre poderosos generan ciertas directrices y consensos.

---

<sup>62</sup> Shiller, Robert. *El estallido de la burbuja. Cómo se llegó a la crisis y cómo salir de ella*. Op. cit. Pág. 50.

<sup>63</sup> Banco Central de Chile, Informe de Política Monetaria. Op. cit.. Pág. 21.

Consultados sobre el poder que tiene esta agrupación sobre las entidades financieras internacionales, Contreras y Maturana, señalaron la Ley del Mercado de Capitales, reforma al mercado de valores chileno conocida como MKIII, y todos los modelos de riesgo de crédito que ya están operando en Chile como ejemplos de propuestas salidas de las conversaciones del Consejo de Basilea. “Entonces uno ve que al final van sacando reglas o metodologías para manejar los riesgos y que se van incorporando en los distintos países. Si bien cada país es independiente, las propuestas de Basilea son un referente”<sup>64</sup>, asegura Maturana.

#### **4.3. Titulización o empaquetamiento de “activos tóxicos”**

Pero no siempre se han acatado con celo los acuerdos de esta agrupación. Una de las normas dictadas por este organismo pone un tope a la cantidad de créditos riesgosos que los bancos pueden otorgar, considerando el capital con el que cuentan. Para poder ostentar balances sanos, con un equilibrio entre créditos y capital, y pasar el examen de Basilea, los bancos crearon una figura llamada titulización o securitización, que consiste en juntar en un solo paquete créditos riesgosos y no riesgosos. A estos paquetes se les puso el críptico nombre de MBS, sigla en inglés que traducida al español significa *Obligaciones garantizadas por hipotecas*. Con esta “reorganización” de las deudas, pudieron pasar por mucho tiempo el examen de prestigiosas clasificadoras de riesgo como *Moody’s* y *Standard and Poor’s*. A través de entidades creadas por los mismos bancos, colocaron estos instrumentos en el mercado, y fueron comprados por compañías de seguros, bancos de inversión y fondos de pensiones, entre otras entidades.

---

<sup>64</sup> Gonzalo Maturana. Entrevista citada.

Los bancos extendieron muchos préstamos, situación que los dejó sin liquidez y los obligó a su vez a recurrir a otros bancos extranjeros para que les prestaran dinero.

De todos los entrevistados para este reportaje, muy pocos coinciden en que el instrumento creado por el mercado financiero era engañoso. ¿Pero qué se puede decir de una operación que consiste en juntar en un solo paquete bonos de deudores con excelente capacidad de pago con otros de personas que no tienen ni siquiera considerado en el ítem de gastos mensuales la cancelación de una deuda, y venderlos como instrumentos de bajo riesgo, con el aval de las clasificadoras?

Valdivieso considera que era una buena idea esto de juntar en un solo paquete bonos con distinto tipo de riesgos, pero aclara que siendo bien estructurados, no habrían provocado el colapso financiero que llevó a caer a gigantes como el banco de inversiones *Lehman Brothers*. “No es que tú presentes como bueno todo. La idea es que tú agarras créditos muy buenos, otros muy malos y no necesariamente el riesgo de los buenos más el de los malos corresponde a la suma de los riesgos”. Es decir, “si estoy esperando que en seis meses más me paguen, yo como comprador del bono securitizado estoy esperando que me paguen 100, lo más probable es que la mayoría de los malos se caigan, que no me paguen, pero hay algunos que sí me van a pagar y esos compensan con los buenos. Entonces finalmente esa interrelación hace que el riesgo de la suma disminuya”.

¿Pero al punto de ser clasificado como AAA?

“No –señala-, yo creo que se ponderó mal esa interrelación. Esa interrelación negativa hacía que disminuyera la suma de los dos riesgos. No estaban bien esos supuestos”<sup>65</sup>.

Finalmente, de las palabras de Valdivieso se deduce que no hubo dolo ni irresponsabilidad, -o al menos confiesa que es lo que quiere creer-, mucho menos irracionalidad, porque si al vendedor le están otorgando excelentes incentivos para comprar paquetes de los que ya se tienen malas referencias, lo racional es que los compre y obtenga su comisión.

“No hay nadie tonto sino que el *trader*, que es el encargado de manejar la plata que el banco tiene para realizar inversiones, veía estos productos por los que estaban pagando hartos y los compraba, ¿por qué? “Oye porque están pagando más de la cuenta, voy a tener el medio bono a final de año”. Ese es un incentivo mal puesto, pero no es que el tipo sea tonto o irresponsable. Al revés, está haciendo su pega”<sup>66</sup>, defiende.

Si se sigue la lógica de Valdivieso, entonces el que pone el incentivo sería el irresponsable.

“Yo diría que hay un problema en el diseño de los incentivos”, admite escuetamente a la vez que defiende el actuar de los compradores al interior de las instituciones financieras.

“El *trader*, a mi juicio, era muy racional: estaba ganando plata para él, así de simple”<sup>67</sup>, reitera.

---

<sup>65</sup> Ercos Valdivieso. Entrevista citada.

<sup>66</sup> Ercos Valdivieso. Entrevista citada.

<sup>67</sup> Ercos Valdivieso. Entrevista citada.

Su compañero de Universidad y actual asesor de Hacienda, Santiago Truffa, defiende abiertamente la securitización o titulización como un buen instrumento para utilizar en el mercado accionario. Para él este empaquetamiento aleatorio de deuda después vendido con nota AAA no sólo no fue creado con mala intención sino que es una excelente idea.

“Hay algo muy positivo de la securitización y es que te permite extender el crédito de forma impresionante y de manera muy positiva si se hace bien”, promociona.

“Si tú securitizas con la información que corresponde –continúa- y puedes comprar ese título de deuda sabiendo las características que tú tienes en tu producto, no se habría dado ese gran problema”.

¡Pero ese era precisamente el gran problema de este instrumento, que nadie sabía que un paquete calificado como AAA traía créditos que jamás llegarían a ser pagados! ¿Se puede ser tan ingenuo y pensar que sólo hubo irresponsabilidad por parte de quien realizaba el proceso de empaquetar? “En el fondo es un tema de quién securitiza, de qué tan responsable es la persona que realiza esa operación”, indica.

**Santiago Truffa, Asesor del Ministerio de Hacienda de Chile**  
**Securitización: " Los beneficios igual sobrepasan el problema"**

**¿Qué ocurre si quienes están empaquetando lo hacen con "pillería"?**

-Si al final del día tú tienes un crédito malo, tienes que comprarlo a un precio de crédito malo. Eso es súper positivo.

**Pero los compradores pagaban un precio alto porque esos paquetes tenían una buena clasificación.**

-Es súper positivo que la economía sea capaz de, por ejemplo, vender créditos malos, y tú pagar las tasas de interés que corresponde porque eso significa que tú también les puedas poner viviendas a gente de menores recursos. Entonces no es un problema *per se* que tú puedas securitizar, es un problema de que cuando tú securitices hagas bien lo que estás haciendo. Mi punto está en que son todos problemas de información y que fueron problemas también de regulación, no de la securitización en sí misma.

**¿Cuáles son, a tu juicio, las ventajas de la securitización?**

-Es un proceso súper positivo que genera una serie de beneficios. De hecho si tú hicieras un balance entre los beneficios generados por la securitización en economías como la estadounidense y la crisis que se generó producto de que estaba mal regulado, creo que los beneficios igual sobrepasan el problema. Hay que tener ojo en no pensar en que porque esto cayó y un par de créditos securitizados se cayeron, el problema está en la securitización sino que es un tema un poco más amplio que eso.

**Pero no fueron un par de créditos los que fallaron, fue mucho más que eso.**

-Fue un problema de clases de activos y estamos todos de acuerdo en que se creó un descalabro...

Fuente: entrevista realizada por la autora el día 22 de marzo de 2010.

#### 4.4. Clasificadoras de riesgo: ¿notas regaladas?

Otro factor que contribuyó al problema: las mencionadas *Moody's* y *Standard & Poors* – encargadas de evaluar cuán segura es una entidad para tomar decisiones de inversión– no consideraron el riesgo de los nuevos instrumentos creados en el sistema financiero y los calificaron con la mejor nota (AAA). Siendo hasta entonces instituciones confiables para los inversionistas, hasta las entidades más conservadoras decidieron invertir en ellos, tentadas por las altas ganancias que supuestamente obtendrían. Para Dan Richards, profesor de Economía en Tufts University y director de la consultora *Strategic Imperatives* “el error que cometieron fue pasar por alto una de las más viejas máximas de mercados financieros: Si parece demasiado bueno para ser verdad, probablemente no lo es”<sup>68</sup>.

La pregunta que ha surgido en muchos sectores del mundo financiero es si estas instituciones pecaron de ingenuas al clasificar paquetes con créditos cuyos retornos eran dudosos dadas las características de los deudores. Para Francisco Castañeda, master en Economía y Finanzas en la Universidad de Birmingham, académico de la Universidad de Santiago y columnista de varios diarios locales de circulación nacional, la misma forma de funcionamiento de estas entidades provoca distorsiones y ciertas presiones para poner notas que no corresponden. “Hay conflictos de intereses, eso es claro; las mismas empresas clasificadas pagan por su clasificación de riesgo”<sup>69</sup>. El actual presidente de Estados Unidos, Barack Obama, no ocultó esta realidad al señalar que el hecho de que los evaluados sean a la vez clientes de los evaluadores incentiva a estos últimos a ponerles buena nota a los

---

<sup>68</sup> <http://www.imperatives.co.uk>, extraído el 04 de agosto de 2009.

<sup>69</sup> Francisco Castañeda. Entrevista realizada por la autora el día 06 de agosto de 2009.

primeros y anunció que se efectuarán cambios en el esquema de clasificación de riesgo privada.

Valdivieso también responsabiliza a las clasificadoras de riesgo de laxitud a la hora de poner nota a los instrumentos que les presentaban las diferentes entidades financieras. “Por un lado estaban mal creados (la titulización o securitización). El emisor tiene todo el derecho a crear malos instrumentos, es el clasificador el que tiene que poner la nota”<sup>70</sup>, estima.

El debate sobre la idoneidad del sistema bajo el que operan las agencias clasificadoras de riesgo llegó a la televisión norteamericana. En un programa especial presentado por la cadena NMBC, se mencionaron las declaraciones del presidente del Comité de la Cámara de Supervisión y Reforma Gubernamental, Henry Waxman, quien calificó de “fracaso colosal” la historia de las agencias de clasificación de riesgos y señaló duramente que “ya es hora de acabar con el club social de las agencias de *ratings*”<sup>71</sup>.

En la actualidad, la Primera Enmienda de la Carta Fundamental norteamericana, que consagra el derecho a la libertad de expresión, protege a las clasificadoras. Jeffrey Gilbert, socio de la prestigiosa firma de abogados *Reed Smith*, planteó en el programa que esto genera un grave problema a la hora de intentar deslindar responsabilidades penales sobre las clasificadoras: “cualquiera que se querelle contra las agencias de *ratings* tiene que

---

<sup>70</sup> Ercos Valdivieso. Entrevista citada.

<sup>71</sup> En [www.youtube.com/watch?v=eOUxUYnZgJw](http://www.youtube.com/watch?v=eOUxUYnZgJw). 24 de octubre de 2009. Traducción de la autora.

probar que éstas han obrado maliciosamente dando información falsa, lo que es muy difícil de probar en las cortes en este país”<sup>72</sup>, aclaró.

Cuando *Moody's* y *Standard & Poors* fueron acusadas por el Banco de Abu Dhabi por poner la mayor calificación posible al vehículo de inversión (*Structure Investment Vehicle* o SIV) *Cheyne financial* poco antes de que colapsara, hubo tal revuelo que la corte accedió a levantar la protección en virtud de la Primera Enmienda para iniciar una investigación en contra de ellas.

Jonathan Macey, profesor de Derecho, experto en finanzas corporativas, también invitado al programa, manifestó que al estar estas entidades protegidas por la Primera Enmienda, se genera impunidad. “Es fácil para las clasificadoras de riesgo evitar las consecuencias de sus opiniones simplemente negándose a comunicarse directamente en privado con los inversores y realizando después una presentación pública general de sus *ratings*, y así quedan acogidos a la Primera enmienda”<sup>73</sup>, explicó.

En julio de 2009, el sistema de jubilaciones de California demandó a *Moody's* y a *Standard & Poors* debido a la pérdida de mil millones de dólares por calificaciones imprecisas. En septiembre de ese mismo año fue acogida la demanda para determinar si habían puesto notas demasiado altas a inversiones muy riesgosas.

---

<sup>72</sup> En [www.youtube.com/watch?v=eOUxUYnZgJw](http://www.youtube.com/watch?v=eOUxUYnZgJw). 24 de octubre de 2009. Traducción de la autora.

<sup>73</sup> En [www.youtube.com/watch?v=eOUxUYnZgJw](http://www.youtube.com/watch?v=eOUxUYnZgJw). 24 de octubre de 2009. Traducción de la autora.

Sin embargo, Macey explicó en el estudio televisivo que la clasificadoras tenían más preocupación por quedar bien con su principal cliente, el Estado, más que con los privados: “el Estado es también de hecho un cliente de estas agencias porque tanto el Estado como las municipalidades tienen deudas que necesitan clasificación de riesgo, y estas agencias quieren hacer las paces con el *Attorney General* (la máxima autoridad en materia de deliberaciones jurídicas), más que con los privados y finalmente lo que más les importa es que no se produzca legislación alguna que regule su actividad”<sup>74</sup>.

Una vez que se desencadenó la crisis, reguladores y legisladores plantearon la necesidad de regular su actuar. Según Gilbert, existe una propuesta que persigue impedir que estas entidades se amparen en la Primera Enmienda. Ello, a su juicio, permitiría “hacerlos responsables como a cualquier contador, lo que tendría un tremendo efecto en la forma en que trabajan las agencias”<sup>75</sup>.

Dentro de las reformas que el presidente Barack Obama pretende que sean apoyadas por los legisladores para reformar las regulaciones financieras, en lo que respecta a las clasificadoras de riesgo, se está discutiendo si se revisarán anualmente los *ratings*, si se dejará que los bancos sigan realizando la práctica de *vitrinear* para pagarle a la agencia que les asegure la mejor nota, y si se establecerá la obligación de que publiquen sus resultados.

Por su parte, el Parlamento Europeo propuso en 2009 una serie de medidas para regular el accionar de las agencias de *ratings*. Entre ellas destacan las siguientes:

---

<sup>74</sup> En [www.youtube.com/watch?v=eOUxUYnZgJw](http://www.youtube.com/watch?v=eOUxUYnZgJw). 24 de octubre de 2009. Traducción de la autora.

<sup>75</sup> En [www.youtube.com/watch?v=eOUxUYnZgJw](http://www.youtube.com/watch?v=eOUxUYnZgJw). 24 de octubre de 2009. Traducción de la autora.

- La obligación por parte de *Moody's* y *Standard & Poor's* de registrar las subsidiarias que tengan en Europa
- La incorporación de un mínimo de dos directores independientes y de un experto en securitización y finanzas estructuradas
- La publicación de un informe anual de transparencia
- Prohibición de realizar servicios de consultoría

Lo cierto es que también existen agencias que no operan cobrando por la evaluación. Sean Egan, representante de una clasificadora independiente llamada *Egan-Jones Ratings*, fue invitado a los estudios del canal *Bloomberg*.

La primera pregunta que le hizo la periodista fue por qué, dado el desprestigio del que gozan las clasificadoras grandes, incluso desde antes de la crisis, no han proliferado las agencias independientes. Su respuesta fue: “porque el negocio es muy duro. Las grandes agencias acaparan la mayor parte del mercado y hay que ser muy hábil para tener algo de participación”<sup>76</sup>. Si bien en su caso señaló que desde 1995 que se dedican a publicar *ratings* y que les va muy bien, manifestó que de establecerse una nueva legislación en los términos en que se está proponiendo, ello podría abrir la puerta a nuevos actores que pudieran seguir sus pasos pero manifestó que sería preocupante que no se hiciera la distinción entre las agencias grandes y éstas más pequeñas e independientes, porque, según explicó, estas últimas “tienen un conjunto de variables completamente diferentes de las agencias de ratings más grandes. A nosotros nos pagan por lograr una evaluación correcta, y si no lo hacemos, perdemos suscriptores, lo que es completamente diferente del otro lado, a los que

---

<sup>76</sup> En [www.youtube.com/watch?v=M7caGN5wXaw](http://www.youtube.com/watch?v=M7caGN5wXaw). 29 de septiembre de 2009. Traducción de la autora.

les pagan por dar los mayores *ratings* posibles y compiten con otras clasificadoras y les pagan las mismas empresas...es una dinámica completamente diferente”<sup>77</sup>.

También fue claro en señalar una realidad: la tendencia de estas grandes entidades a “inflar” las calificaciones. Para él es natural que los bancos de inversión o quienquiera que desee obtener una certificación de bajo riesgo busquen a aquéllas que les pondrán la mejor nota. “Lo que más nos preocupa de Washington -indicó- es que eleven las exigencias para entrar en el mercado y por lo tanto sea más difícil para los independientes competir”<sup>78</sup>.

El mismo canal entrevistó a Sean Dilweg, Comisionado de Seguros de Wisconsin<sup>79</sup> y las preguntas giraron en torno a qué tipos de cambios está buscando la legislación. Dilweg señaló que las entidades aseguradoras ya no podían seguir creyendo ciegamente en los informes de estas agencias. “Se ha demostrado cómo los informes de las clasificadoras se distorsionan al existir esta tendencia a evaluar con mejores *ratings* ya que les pagan las mismas entidades que tienen que clasificar...”, señaló, al tiempo que manifestó la necesidad de establecer regulaciones más rigurosas.

Si se cree en estos *ratings*, habría que asumir que las entidades clasificadas en conjunto tenían demasiado capital, lo que obviamente no podía ser cierto. Es por ello que Dilweg señaló que están evaluando hasta qué punto se puede confiar en estas clasificadoras, sobre todo las agencias de gobierno y municipalidades, que también contratan sus servicios. “Con

---

<sup>77</sup> .En [www.youtube.com/watch?v=M7caGN5wXaw](http://www.youtube.com/watch?v=M7caGN5wXaw). 29 de septiembre de 2009. Traducción de la autora.

<sup>78</sup> En [www.youtube.com/watch?v=M7caGN5wXaw](http://www.youtube.com/watch?v=M7caGN5wXaw). 29 de septiembre de 2009. Traducción de la autora.

<sup>79</sup> En [www.youtube.com/watch?v=EV-5tNudKBk](http://www.youtube.com/watch?v=EV-5tNudKBk). 1 de octubre de 2009. Traducción de la autora.

los reguladores de los 50 estados estamos estudiando específicamente las seguridades de pagos de hipotecas residenciales este año. El año pasado revisamos los bonos municipales que eran empaquetados por garantistas financieros. Lo que vemos es que el Estado está intentando separarse y alejarse de las agencias clasificadoras”.

Consultado sobre si se logrará bajar el monto del capital requerido a los que se someten a las clasificaciones para que puedan ingresar al mercado aquellas entidades financieras que cuentan con menos recursos, respondió: “en mi opinión, tiene que exigirse que haya más precisión en los requerimientos de capital. Por ejemplo si usted tiene un paquete securitizado de un millón de dólares y tres cuartos de eso es empaquetado como *subprime*, entonces debe ser calificado de basura, pero el otro cuarto debe ser evaluado como *prime* y con un buen valor”<sup>80</sup>.

La entrevistadora sí le hizo notar que antes del colapso las entidades reguladoras confiaban bastante en el trabajo de las clasificadoras. Ante esta observación, el entrevistado salió al paso señalando que “creo que las agencias de *ratings* sirvieron a un propósito y todavía lo hacen, pero hubo presión por parte de la industria para que nosotros las usáramos, y esa presión aumentó en el transcurso de una década en que tuvimos que confiar en ellas cada vez más”<sup>81</sup>.

Para hacer más grave la situación, la SEC tampoco cumplió con su rol fiscalizador. Según el entrevistado, hasta que se desencadenó la crisis, este organismo sólo se dedicaba a la

---

<sup>80</sup> En [www.youtube.com/watch?v=EV-5tNudKBk](http://www.youtube.com/watch?v=EV-5tNudKBk). 1 de octubre de 2009. Traducción de la autora.

<sup>81</sup> En [www.youtube.com/watch?v=EV-5tNudKBk](http://www.youtube.com/watch?v=EV-5tNudKBk). 1 de octubre de 2009. Traducción de la autora.

tarea burocrática de llevar un registro de las agencias que se sumaban al mercado o se retiraban de éste.

El hecho de que en buenos tiempos los aseguradores hayan manifestado su confianza en el trabajo de las clasificadoras y que en tiempos de crisis hablen de deshacerse de ellas, genera suspicacias. Ante la consulta sobre si esto no era demasiado conveniente para los clasificados, Dilweg replicó: “Lo que usted dice es “a fuego matas a fuego mueres”, pero lo que queremos hacer es llegar al valor exacto de estas entidades en muchas más áreas que la residencial. En eso estamos”<sup>82</sup>.

#### **4.5. ¿Burbuja invisible?**

¿Nadie tenía la visión para percatarse de que se estaba produciendo una burbuja? Lo cierto es que cuando comenzaron los rumores de que existía una crisis en el sector, el entonces Presidente de Estados Unidos, George Bush,| minimizó la situación y en una declaración recogida por todos los medios a través de la Agencia Reuters indicó:

"Tenemos un problema inmobiliario...No en Houston, evidentemente no en Dallas, porque Laura (su esposa) está allí tratando de comprar una casa"<sup>83</sup>.

Si se tenían o no antecedentes para presumir que se avecinaba una catástrofe financiera, hay opiniones encontradas. Para Castañeda, había varias señales que permitían detectar que la burbuja del mercado inmobiliario explotaría en algún minuto, por una razón que tiene que ver más con simple observación que con aplicación de postulados teóricos... “No era

---

<sup>82</sup>. En [www.youtube.com/watch?v=EV-5tNudKBk](http://www.youtube.com/watch?v=EV-5tNudKBk). 1 de octubre de 2009. Traducción de la autora.

<sup>83</sup> Agencia Informativa Reuters, 23 de julio de 2008.

normal que el precio de la vivienda se duplicara año a año. Era sólo cuestión de sentido común<sup>84</sup>, opinó.

Vittorio Corbo, quien fuera presidente del Banco Central desde 2003 a 2007, durante el gobierno de Ricardo Lagos e inicios de la administración de Michelle Bachelet, tiene un abultado currículum en materias económicas y, por ello, a menudo los reporteros recurren a él cuando necesitan la visión de un experto en la materia. Es Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile y doctor en Economía del prestigioso Instituto Tecnológico de Massachussets, (su sigla en inglés es MIT por *Massachussets Institute of Technology*). Entre los cargos que ha desempeñado figuran los de Director de la División de Ajuste Macroeconómico y Crecimiento del Banco Mundial entre 1984 y 1991 y consultor del Banco Mundial, el BID, y del Fondo Monetario Internacional. Este reputado economista, en entrevista concedida al Diario El Mercurio<sup>85</sup>, niega que hayan existido elementos para predecir que se avecinaba una crisis mundial. “En mi período de Presidente, que terminó en diciembre de 2007... nada parecido a lo que ha estado pasando estaba en el mapa. ¡Y la crisis ocurrió pocos meses después! En aquellos días ya se había instalado en Estados Unidos la crisis *subprime*, pero se pensó que era focalizada”. Y es que en ese momento, como señala, las hipotecas otorgadas a clientes de alto riesgo correspondían sólo al 10% del total del mercado y las pérdidas iban a rondar entre US\$ 50 mil millones y US\$ 100 mil millones. “Y las pérdidas ahora van a ser de 50 veces más. O sea, la magnitud no la anticipó ni la gente más informada”, reitera, a la vez que libera de toda responsabilidad a Alan Greenspan, a la sazón, presidente de la Reserva Federal.

---

<sup>84</sup> Francisco Castañeda. Entrevista citada.

<sup>85</sup> Diario El Mercurio. Cuerpo B Economía y negocios. Pág. 4. 7 de mayo de 2009.

Quien sí predijo que se avecinaba una debacle de proporciones fue Nouriel Roubini ya en el año 2006. Profesor de la escuela de negocios de Nueva York, fue tildado de pesimista por sus colegas debido al análisis devastador que realizaba y que se encargaba de difundir en su blog y en diferentes columnas de opinión. Sin embargo, de ser tildado de *Mister Fatalidad* por sus propios pares cuando hizo este pronóstico ante los integrantes del Fondo Monetario Internacional, pasó a obtener el reconocimiento de los mismos en un encuentro de la organización al año siguiente, al que fue invitado con muchos más honores que a la reunión anterior.

Como si tuviera poderes de clarividencia, señaló que más de algún banco de inversión podría desaparecer. Y así ocurrió con *Bear Stearns*. También anticipó que algunos bancos quebrarían y que se fusionarían para sortear la crisis. Y efectivamente el mundo asistió a la caída del gigante financiero *Lehman Brothers* y la compra, a precio irrisorio, de *Merryl Lynch* por el *Bank of América*.

En enero de 2009 destacó que el no pago de las hipotecas *subprime*, que accionó la crisis global de crédito, era sólo un síntoma de todas las burbujas de deudas que reventarían. Y, una vez más, su análisis era acertado. Los excesos de crédito que crearon este desastre eran globales. Había muchas burbujas, y se extendieron en muchos países más allá de hipotecas de propiedades inmobiliarias comerciales y préstamos, a tarjetas de crédito, préstamos de auto, y préstamos para estudiantes. “Había burbujas por asegurar los productos que convirtieron estos préstamos e hipotecas en instrumentos financieros complejos, tóxicos, y destructivos. Y todavía había más burbujas de préstamos de gobiernos locales, préstamos

comerciales e industriales, etc. Todas estas burbujas estallando están esparciendo la crisis globalmente y magnificando su impacto”, explicó Roubini<sup>86</sup>.

#### **4.6. Las cabezas políticas: ¿culpables o inocentes?**

“Greenspan dijo que si él hubiese sabido lo irresponsables que eran las empresas financieras en gestionar los riesgos, habría actuado muy distinto”, lo defiende Vittorio Corbo<sup>87</sup>. En cambio, para Castañeda, tanto el ex presidente de Estados Unidos como Greenspan son absolutamente responsables de lo ocurrido. “El ciclo alcista en el precio de la vivienda era insostenible y estaba creando condiciones excesivas en términos de volumen crediticio”<sup>88</sup>, señala con absoluta seguridad. Además, no se puede desconocer el “tirón de orejas” que Greenspan le dio a los corredores de bolsa al señalar que en el ambiente previo a la crisis se advertía “exuberancia irracional”.

Maturana no se atreve a juzgar el actuar del ex timonel de la FED porque tiene muy presentes aciertos pretéritos: “Ahora es fácil echarle la culpa, pero antes era un héroe porque logró amainar la recesión luego del colapso de las *puntocom*, lo que se llama un *soft landing*. Cayó un poco el producto pero no se entró en recesión y de ahí se salió. Eso lo transformó en ese minuto en un héroe”<sup>89</sup>, estima.

Shiller, por su parte, responsabiliza directamente a la clase política, al ex timonel de la FED y al ex mandatario de Estados Unidos de negar que el fenómeno del alza excesiva en los

---

<sup>86</sup> [www.df.cl](http://www.df.cl). 29 de mayo de 2009.

<sup>87</sup> Diario El Mercurio. Op.cit.

<sup>88</sup> Francisco Castañeda. Entrevista citada.

<sup>89</sup> Gonzalo Maturana. Entrevista citada.

precios de las viviendas no era más que el resultado de una burbuja que tarde o temprano explotaría y generaría un efecto dominó de calamidades en el sector financiero. La razón para él es muy simple, una fe ciega en el perfecto funcionamiento de la economía de libre mercado: “El orgullo en la superioridad de nuestro sistema capitalista se asemeja en ocasiones a un fervor religioso”<sup>90</sup>, reflexiona.

En cuanto a Greenspan, cita las mismas palabras que la entonces autoridad de la Reserva Federal usa en su libro *La era de las turbulencias*, publicado en el año 2007. “...no nos estábamos enfrentando a una burbuja, sino a una nube de espuma: un montón de pequeñas burbujas locales que jamás alcanzarán dimensiones que pudieran amenazar la salud de la economía general”<sup>91</sup>. A la luz de los hechos surgidos con posterioridad a esta declaración, queda claro que se equivocó en el análisis.

En lo que toca a Bush, destaca que ni siquiera en sus discursos públicos cuestionó el tema del alza desmedida en el precio de las viviendas, en plena época del *boom* de préstamos *subprime*. Por el contrario, en el año 2005, señala Shiller que en una transmisión radial el ex mandatario manifestó con orgullo que el índice de personas que habían adquirido viviendas a través de préstamos había alcanzado una cifra record.<sup>92</sup>

Y la actual cabeza de la FED, Ben Bernanke, tampoco se habría quedado atrás en este optimista análisis en la época del auge inmobiliario. Si bien éste sí reconoció que el fantasma de la especulación andaba rondando, también propiciaba el optimismo reinante en

---

<sup>90</sup> Shiller, Robert. *El estallido de la burbuja. Cómo se llegó a la crisis y como salir de ella*, Op. Cit. Pág. 43.

<sup>91</sup> Shiller, Robert. Op. cit. Pág. 44.

<sup>92</sup> Idem.

el ambiente. En 2005 se desempeñaba como asesor directo del Presidente Bush en materias económicas. “Estos incrementos en los precios reflejan en gran medida la existencia de unos cimientos económicos fuertes, entre los cuales se halla el crecimiento consistente en empleo y renta, índices hipotecarios bajos, índices estables de formación de hogares y factores que limitan la expansión del suministro de vivienda en algunas zonas”.<sup>93</sup>

A pesar de estos discursos que intentaban poner paños fríos sobre un fenómeno que se veía venir, Shiller se muestra convencido de que todos sabían que ya se había gestado una burbuja, pero, sin embargo, no justificaban la realización de cambios en la política económica.<sup>94</sup>

---

<sup>93</sup> Ibidem.

<sup>94</sup> Shiller Robert. *El estallido de la burbuja. Cómo se llegó a la crisis y como salir de ella*. Op.cit. Pág. 44

## La crisis deja huellas

### 5.1. Jóvenes americanos endeudados

Un estudio publicado en julio de 2008 en Estados Unidos<sup>95</sup> reveló que la población económicamente activa (personas mayores de 15 años dispuestas a trabajar y a buscar trabajo) de entre 19 y 35 años era la más golpeada por la crisis que a esas alturas ya estaba tomando visos de recesión. Se trató de una encuesta realizada por la consultora *Greenberg Quinlan Rosner Research*<sup>96</sup> a 1.915 personas entre el rango etario señalado. De ellas, un 19% señaló que no tenía poder adquisitivo para pagar los servicios de teléfono, televisión por cable y otros, por lo que se les habían cortado esos suministros. Un 15% confesó que se les habían revocado las tarjetas de crédito.

En tanto, un 57% de los jóvenes adultos dijo que sólo estaba pagando el monto mínimo de sus tarjetas de crédito, mientras que el 36% contó que durante el año había que tenido que pagar un recargo por mora.

### 5.2. Clase media en la calle

El problema se suscitó cuando cambió el escenario económico en Estados Unidos: la FED subió la tasa de interés, medida adoptada por el sucesor de Greenspan, Bem Bernanke. Esta medida afectó profundamente a los deudores, quienes dejaron de cumplir con los pagos y sus viviendas se comenzaron a rematar. Además, los instrumentos vendidos, que eran activos tóxicos, no se podían revender.

---

<sup>95</sup> [www.nytimes.com](http://www.nytimes.com), 22 de julio de 2008.

<sup>96</sup> [www.greenbergresearch.com](http://www.greenbergresearch.com), extraído el 15 de febrero de 2010.

No sólo los denominados Ninja sufrieron las consecuencias del desplome económico en Estados Unidos. En Santa Bárbara<sup>97</sup>, a los *homeless*, ciudadanos sin hogar y que se las arreglan para vivir en casas rodantes o que duermen en sus autos en estacionamientos, debido a la crisis se les unieron integrantes de la clase media que perdieron las propiedades que habían adquirido a través de créditos hipotecarios. Guy Trevor, un decorador de interiores que tan pronto como vio incrementados sus ingresos, pidió un préstamo que finalmente no pudo pagar y que lo llevó a perder su hogar y a pasar la noche dentro de su auto en uno de varios estacionamientos protegidos por la organización de caridad denominada *New Beginning*, comentó: “Me veo como víctima de una tormenta perfecta. La gente que duerme en el estacionamiento es muy amistosa. Son como yo -vienen de hogares normales-. Pienso en muchas personas en este país que no se dan cuenta de que también están a punto de quedar en la calle”<sup>98</sup>.

“Por como se están dando las cosas en la economía, es sorprendente el tipo de gente que se está quedando en la calle”, dijo a CNN Nancy Kapp, coordinadora del programa. “Es la clase media la afectada”<sup>99</sup>.

Otra de las usuarias de este improvisado albergue, Barbara Harvey, perdió su hogar luego de ser despedida de su trabajo. Irónicamente, se desempeñaba como procesadora de créditos hipotecarios. La mujer de 67 años vivía en una casa de tres habitaciones junto a sus tres perros. Ahora pasa las noches con ellos en su auto, en un estacionamiento habilitado

---

<sup>97</sup> [www.guardian.co.uk](http://www.guardian.co.uk). 26 de junio de 2008.

<sup>98</sup> [www.guardian.co.uk](http://www.guardian.co.uk). Op.cit.

<sup>99</sup> [www.guardian.co.uk](http://www.guardian.co.uk). Op. cit.

para mujeres. “Se fue todo al infierno sin previo aviso,” dice. “No pensé que esto me sucedería. Es simplemente algo que uno no cree que le va a pasar”<sup>100</sup>.

### **5.3. Unos ganan, otros pierden**

El conocido axioma que señala que toda crisis es también una oportunidad toma cuerpo de forma dramática en un video producido por la Organización No Gubernamental *Socal Connected*, y que puede ser visto en Internet.<sup>101</sup>

Las viviendas que salen a remate deben ser remozadas para presentárselas a potenciales compradores. Esto ha dado paso al auge de varias actividades como el servicio de limpieza de la casa, el que implica sacar toda la basura y elementos que no sean parte de la propiedad. Entre los desechos se aprecian fotografías familiares, muebles y muchos aparatos electrónicos.

Quienes también han tenido mucho trabajo son los *CODE ENFORCEMENT OFFICER*, funcionarios municipales que deben encargarse de drenar las aguas que por meses han permanecido detenidas en las piscinas de las suntuosas casas. El peligro de infecciones es inminente y debido a ello esta acción es fundamental.

Pero hay otra actividad, quizás la más surrealista, que se ha hecho popular: pintar el pasto seco para generar la ilusión de que está vivo.

---

<sup>100</sup> [www.guardian.co.uk](http://www.guardian.co.uk). Op. cit.

<sup>101</sup> <http://www.kcet.org/socal/2008/09/foreclosure-alley.html>. Sitio visitado el 02 de septiembre de 2009.

### **Lo dice la prensa: la crisis se hace mundial**

Si se acepta la teoría de que la prensa refleja lo que ocurre en la sociedad, la revisión de diarios desde que se inició la crisis *subprime* hasta sus repercusiones en el mercado financiero norteamericano, y posteriormente en todo el mundo, permite notar cómo se fue ampliando la cobertura.

Si se revisan las ediciones de prensa local de fines de diciembre de 2006 y principalmente comienzos de 2007, el concepto de crisis *subprime* vagamente se menciona. De hecho, la información alusiva a la crisis hipotecaria, inicialmente circunscrita a ciertas zonas de barrios residenciales norteamericanos, ocupa sólo un par de líneas en la sección Internacional de los diarios nacionales. En cambio, titulares como *Sec investiga presiones a agencias clasificadoras* (26-09-2007) o *Fed ha inyectado más de U\$330.000 millones desde explosión de crisis subprime* (25.09.2007) en el *Diario Financiero* comienzan a aparecer también en otros medios en la medida que la bola de nieve va creciendo. Pero cuando el fenómeno se hizo mundial y se anunció que la crisis había llegado a nuestro país, todas las secciones económicas negociaban espacio con el departamento de publicidad para publicar la mayor cantidad de información. La periodista de la sección de Economía del diario La Tercera, Valeria Ibarra, nos recordó que durante los inicios de la crisis, no se destinaba más de un 20% de la sección *Economía* a informar sobre la crisis hipotecaria en Estados Unidos. Pero señaló que todo cambió cuando ésta alcanzó ribetes internacionales: “La crisis ocupó el 80% de la sección y en un par de ocasiones el 100%”.

## Salvavidas gubernamental

El desplome de emblemáticos bancos norteamericanos, el desprestigio en que cayeron las clasificadoras de riesgo y el plan de salvataje aprobado por el Senado estadounidense después de arduas negociaciones, son algunos de los efectos de esta avalancha de acontecimientos.

El salvavidas (o *bailout*) inicial vino el 2 de septiembre de 2007 desde el Banco Central de EE.UU., dirigido en ese entonces por Alan Greenspan, quien decidió bajar las tasas de interés para incentivar el deprimido consumo.

Luego el Senado, durante los últimos meses de la administración Bush, aprobó en septiembre de 2008 la adquisición de los denominados “activos tóxicos”, correspondientes a los bonos que contenían deudas hipotecarias de clientes *subprime* por un monto de hasta 700.000 millones de dólares. El objetivo de esta medida era sanear las cuentas de los bancos para así recuperar su liquidez (dinero en efectivo). La idea era tratar de vender esta deuda a diferentes inversionistas. Pero como las decisiones económicas necesariamente están supeditadas a conveniencias políticas, antes de la aprobación de este plan en el Senado, David Scout, periodista del influyente periódico norteamericano *The New York Times* aventuraba lo siguiente: “es probable que los partidos lleguen a un acuerdo. Muchos miembros del Congreso están ansiosos por salir de Washington para irse a sus casas y hacer campaña para las elecciones de noviembre, y nadie quiere enfrentar a los votantes sin haber

hecho algo para proteger tanto a los portafolios de inversión modestos como a los grandes inversionistas”.

A esto se sumó la compra del 80% de la Aseguradora American International Group (AIG), que adquirió una importante cantidad de los denominados “bonos basura”, inversión que costó al Estado US\$85 mil millones de dólares, y los 29 mil millones de dólares comprometidos por el gobierno para apoyar la fusión entre el banco *Bear Stearns* y *JPMorgan Chase*<sup>102</sup>.

Muchos bancos habían perdido la confianza en la situación financiera de esta entidad y dejaron de prestarle dinero. De ahí que esta operación permitió que se salvara de la quiebra. Distinta suerte corrió el banco de inversión *Lehman Brothers*, que no contó con apoyo alguno y debió declararse en bancarrota. Y es que políticamente el salvataje debía ser selectivo para evitar la crítica de los contribuyentes, quienes estarían asumiendo una deuda de entidades privadas.

### **6.1. El caso de Fannie Mae y Freddie Mac**

Otra medida para hacer frente a la catastrófica situación financiera fue la nacionalización de las agencias de garantía hipotecarias *Fannie Mae* y *Freddie Mac*. Esta medida fue bastante impopular dado que todos los dardos apuntaban a estas instituciones como responsables inmediatas de la crisis. La creación de estas entidades obedeció a la necesidad de dar forma al sueño americano. La casa propia es el primer paso del *American Dream*. En 1938, durante el gobierno de Franklin Delano Roosevelt, se propuso aumentar la cantidad de propietarios. Para ello se creó estas agencias hipotecarias, con garantía estatal.

---

<sup>102</sup> [www.nytimes.com](http://www.nytimes.com). Estados Unidos, 17 de marzo de 2008.

Axel Christensen hace referencia a este punto al señalar la postura de los que estaban en contra de prestar ayuda a estas entidades. “...están los que señalan que hubo políticas de gobierno en Estados Unidos, particularmente algunas que apuntaban a que las instituciones financieras tenían que darle crédito a gente de menores ingresos bajo la percepción de que toda persona tenía derecho a tener su casa y el gobierno creó un incentivo para que los bancos le dieran crédito a personas que normalmente no habrían podido obtenerlo y entre medio hubo malas prácticas como falsificación de antecedentes”<sup>103</sup>.

A su juicio, para explicar la explosión de la burbuja de hipotecas *subprime*, hay que reconocer que hubo injerencia de entidades públicas y privadas: “la burbuja tiene un origen en parte privado y en parte público. Ambos confluyeron y se daban las condiciones perfectas para que personas que en condiciones normales no podían optar a un crédito lo tuvieran, que los que otorgaban los créditos tuvieran los ojos cerrados porque el que iba a tomar el riesgo era un tercero y todo eso confabuló para que esta burbuja fuera creciendo”<sup>104</sup>.

Lo cierto es que estas agencias, creadas para que las personas de estratos socio-económicos más bajos se transformaran en propietarias, inevitablemente observaron cómo el precio de las viviendas, en constante ascenso durante el *boom* del negocio inmobiliario, comenzó a caer estrepitosamente. Pero también aportaron su grano de arena al no dar cuenta de la realidad. Al respecto, Shiller cuenta que en un panel en el que le tocó participar,

---

<sup>103</sup> Axel Christensen, integrante del directorio de ENAP, académico, analista financiero y columnista de revista Qué Pasa Entrevista realizada por la autora el día 17 de marzo de 2010.

<sup>104</sup> Axel Christensen. Entrevista citada.

patrocinado por el *Club de Inversores de Yale*, se encontraba el director económico de *Freddie Mac*. Le preguntó si tenían contemplado en la entidad qué ocurriría si se produjera una baja en el precio de las propiedades. Su escueta respuesta fue que dentro de sus estimaciones apostaban a un descenso de un 13,4% en todo el país. Se limitó a entregar este guarismo sin contestar la pregunta de fondo que se refería a las repercusiones que tendría un fenómeno de tal magnitud. Entonces Shiller contraatacó<sup>105</sup> tratando de ponerlo en el escenario de que la caída fuera más pronunciada. Por toda respuesta obtuvo que eso no ocurría desde la Depresión de 1929. ¿Qué significaba esto? ¿Que si ya había ocurrido era improbable que volviera a pasar? ¿Que el sistema capitalista jamás se enfrentaría a situaciones tan complejas como las de entonces?

## **6.2. Riesgo moral versus riesgo sistémico**

Para sortear la crisis, el gobierno, o el ente que participe en la acción de salvataje, debe tomar en cuenta la opinión de dos clases de votantes: los que consideran injusto que con sus impuestos se financie la recuperación de entidades que han demostrado un comportamiento irresponsable y los que asumen que aunque éste no sea el mejor sistema económico, es lo mejor que hay y si cae en desgracia, hay que salvarlo.

Como claramente explica Kindleberger, las crisis permiten apreciar el desplome de entidades que ostentaban fama de robustas. Cuando el valor de sus precios comienza a declinar, la actividad económica entera decae y la falta de dinero circulante hace más dramática la pesadilla. Sin embargo, el vicio que a su juicio se puede dar es el de “riesgo moral”, es decir, que si los inversionistas saben de antemano que el apoyo gubernamental

---

<sup>105</sup> Shiller, Robert. *El estallido de la burbuja. Cómo se llegó a la crisis y como salir de ella*. Op. cit. Pág. 52.

les permitiría compensar las fuertes caídas de precios, los mercados podrían relajarse pues nunca perderán.<sup>106</sup>

Valdivieso considera que simplemente es un descriterio que los contribuyentes que han observado un buen comportamiento crediticio deban aceptar de buena gana que el dinero que aportan a través del pago de impuestos se utilice en salvar de la bancarrota a empresas y personas que tuvieron una conducta irresponsable. Más bien se muestra partidario de que las empresas que no lograron mantener un equilibrio en sus balances paguen el precio de la desaparición y que el mercado permita que se salven los más fuertes. “El gobierno norteamericano al final asumió el costo pero indicaron que si una institución grande estaba siendo irresponsable, la dejarían caer. Me gustó. Que la gente que lo hace mal se retire... Yo soy más pro-regulador, más pro-castigador de la gente que lo hace mal. En el fondo me gusta más este problema capitalista donde cada persona resuelve su maximización de utilidades y si la persona lo resuelve mal, problema suyo”<sup>107</sup>, opinó.

### **6.2.1. Too big to fail**

Esta es una frase que siempre han acuñado con soberbia en Estados Unidos las grandes empresas, desde el mercado automotriz hasta el financiero, y se refiere a que si se las deja caer en períodos de crisis, se pone en riesgo todo un sistema. ¿Qué hicieron las autoridades de gobierno para aplacar el peso de esta tan aceptada frase? Un rescate selectivo.

Si bien Shiller comparte lo injusta de esta situación, señala que por más paradójico que resulte, el dejar que instituciones grandes se desplomen crearía una inestabilidad económica

---

<sup>106</sup> Charles Kindleberger. Op. cit. Pág. 14.

<sup>107</sup> Ercos Valdivieso. Entrevista citada.

sin precedentes. Aclara también que este salvavidas no se otorgó solamente a las entidades financieras, sino también a los deudores, con planes que extendían el plazo para que cumplieran con sus obligaciones crediticias y con el subsidio directo a través de la entrega de cheques, con el fin de que se reactivara el consumo<sup>108</sup>.

Por cierto, la crítica del economista de Yale a las medidas de salvataje es tan lapidaria como la del académico de la Universidad de Chile, Ercos Valdivieso. Al referirse específicamente al recorte de las tasas de interés, cuyo objetivo era incentivar el alicaído consumo, señala que si bien la medida fue un respiro para las entidades que actuaron con cautela ante la euforia especulativa, los recursos se obtuvieron precisamente de las personas que no tenían responsabilidad alguna en lo que estaba pasando. “Estos recursos proceden, en parte, de personas y entidades que dependen de ingresos procedentes de fondos que han invertido en productos financieros a corto plazo, como los fondos de mercado de dinero o cuentas de ahorros. Verán así como menguan sus ingresos”<sup>109</sup>. También destaca que la baja de las tasas de interés, al generar inflación, afecta directamente a quienes poseen activos valorados en moneda extranjera.<sup>110</sup>

El *bailout* no discrimina y efectivamente, usando el popular adagio, lo que consigue es que paguen justos por pecadores. Sin embargo, Shiller justifica esta acción en aras de un bien superior y aunque señala que puede ser injusto para los contribuyentes, sobre todo de los sectores medios, también considera que es un acto de justicia ayudar a sectores históricamente postergados de la sociedad norteamericana: “Nuestra economía contiene

---

<sup>108</sup> Shiller, Robert. . *El estallido de la burbuja. Cómo se llegó a la crisis y como salir de ella*. Op.cit. Pág. 79.

<sup>109</sup> Ercos Valdivieso. Entrevista citada.

<sup>110</sup> Shiller, Robert. *El estallido de la burbuja. Cómo se llegó a la crisis y como salir de ella*. Op.cit. Pág. 79.

cierto grado de injusticia intrínseca a ella, tal como lo evidencian algunas de nuestras más profundas desigualdades. Parte de ello se debe a los efectos de los vestigios de injusticias cometidas hace mucho tiempo, en especial la importación de personas de color a Estados Unidos para venderlas como esclavos. Al día de hoy, los norteamericanos de color, como grupo racial, no han logrado deshacerse del todo de los efectos económicos adversos de la historia de esta opresión”.<sup>111</sup>

#### **Air-bag a la industria automovilística**

La industria automovilística no es sólo un ícono del “alma” norteamericana sino también una importante fuente de empleos. Detroit, la ciudad más grande del Estado de Michigan, alberga a los otrora gigantes del negocio: Ford, Chrysler y General Motors. Su alicaída situación también obligó al gobierno estadounidense a inyectar recursos. En abril de 2009 se repartieron 5.000 millones de dólares a General Motors y 500 millones a Chrysler. Y también pusieron en funcionamiento una medida que permitía recibir en parte de pago autos viejos para obtener nuevos modelos (publicitada como *Cash for clunkers* o *Dinero en efectivo por su cacharro*). Si bien fue muy exitosa, no es posible saber si ayudó a reactivar la industria local pues los vehículos preferidos hasta junio de 2009 eran japoneses. Curiosamente, después de este éxito de ventas, Toyota tuvo que enfrentar una baja en sus retornos debido a denuncias de partidas de vehículos con fallas graves, las que efectivamente presentaban defectos y debieron retirarlas del mercado. Para los amantes de las teorías conspirativas, aquí habría bastante paño que cortar...

Fuentes: Diario Financiero 22 de abril de 2009; Diario The New York Times. 20 de agosto de 2009 y [www.cnnexpansion.com/negocios/2010/02/02/toyota-considera-menores-ventas](http://www.cnnexpansion.com/negocios/2010/02/02/toyota-considera-menores-ventas). 2 de febrero de 2010.

<sup>111</sup> Shiller, Robert. *El estallido de la burbuja. Cómo se llegó a la crisis y como salir de ella*. Op. cit. Pág. 88.

Sin embargo, ante la posibilidad de lo que los economistas denominan riesgo sistémico, esto es, el desmoronamiento de las bases sobre las que descansa el mercado financiero, el profesor de Yale está convencido de que por más injusta que sea la situación, se trata del mal menor. “El uso de rescates financieros puede compararse al intento de detener una epidemia despilfarrando recursos de emergencia en los más enfermos que están a punto de morir. Pero dado el grado desproporcionado en el que recaen las consecuencias de todo ello en los miembros más desfavorecidos de nuestra sociedad, a veces se deben emprender operaciones de rescate financiero”<sup>112</sup>, opina.

### **Industria porno pide bailout**

No sólo las industrias tradicionales del país se dirigieron a las autoridades gubernamentales para ser salvadas del colapso económico. El Barón de la industria porno, Larry Flynt, pidió a las autoridades de la Casa Blanca 5 mil millones de dólares para inyectar recursos a su alicaído negocio enfocado en el entretenimiento para adultos. “Con toda esta miseria económica y la gente perdiendo todo su dinero, el sexo es lo más alejado de sus pensamientos” declara Flynt. La gente está “muy deprimida como para continuar siendo sexualmente activa”, lo que es “muy malsano como nación. Los americanos pueden pasarse la vida sin autos y otras cosas, pero no sin sexo”. El empresario afirma que la única manera en que el congreso podría “rejuvenecer” el apetito sexual de los norteamericanos es “apoyando a la industria del porno rápidamente. En épocas económicas difíciles, los americanos buscan el entretenimiento como alivio. Y cada vez más, el tipo de entretenimiento que buscan es el porno”.

Fuente: [www.telegraph.co.uk](http://www.telegraph.co.uk). 8 de enero de 2009

<sup>112</sup> Shiller, Robert. *El estallido de la burbuja. Cómo se llegó a la crisis y como salir de ella*. Op. cit. Pág. 80.

### **6.3. Diferencia entre bancos comerciales y bancos de inversiones**

Había otra arista del salvataje a considerar si se deseaba continuar con el esquema selectivo. Las reglas del juego nunca han sido las mismas para los bancos comerciales que para los bancos de inversión. Los bancos de inversión estaban menos regulados porque no tenían acceso a las garantías del gobierno. En tanto, los bancos comerciales como *JP Morgan* sí tenían acceso a dicha garantía y, por ende, estaban más sujetos a regulaciones. Fue entonces cuando, según Maturana, sacaron la voz ambas entidades. “Cuando el gobierno empezó a hacer salvatajes y a ayudar a algunos de estos bancos de inversión, muchos de los comerciales salieron a decir: “por qué los ayudan y por qué les prestan plata si no están tan regulados como nosotros y más encima pueden ganar más plata”, comenta<sup>113</sup>.

### **6.4. Salvataje y keynesianismo**

Todas estas medidas y estas peticiones más o menos serias de apoyo a la banca y a la industria norteamericana nos remontan a la época de la política del *New Deal* o Nuevo Trato, impulsada por Franklin D. Roosevelt para sacar al país de la depresión de 1929. Apoyado en los postulados del economista Maynard Keynes, tomó medidas en que el Estado desempeñó un rol activo de intervención para reactivar la economía, aumentando el gasto público y asumiendo el riesgo inflacionario. “Se recurrió durante la crisis del 29 a las políticas keynesianas pues la situación del sector privado estaba tan a mal traer que el único agente que quedaba más o menos en pie y que tenía un tamaño suficientemente grande para poder reactivar la economía era el Estado. Algo de eso hay ahora y de hecho en Estados

---

<sup>113</sup> Gonzalo Maturana. Entrevista citada.

Unidos, en Europa, incluso lo hemos visto hasta en Chile, el Estado ha tenido un rol procíclico en el sentido de velar porque en momentos en que la actividad económica está baja, el Estado supla esa desaceleración”, explica Christensen<sup>114</sup>.

Se criticó a Barack Obama, cuando llegó a la Casa Blanca, porque con sus medidas de salvataje a la empresa privada, incluyendo el anuncio de nacionalización del gigante del negocio automotriz, Ford, estaría dando la espalda al modelo de libre mercado, el que por principio aboga por una mínima participación estatal. Sin embargo, en tiempos de crisis, ya Estados Unidos ha tomado un rol activo. El plan Marshall consistía justamente en eso, en inyectar recursos fiscales para que la economía no se cayera a pedazos y nadie podría decir que eso provocó un viraje hacia una economía centralmente planificada.

### **6.5. Regular o no regular**

El comportamiento desmedido de los *brokers* de *Wall Street*, la mala gestión de las clasificadoras de riesgo, la falta de oportunidad para detectar esquemas fraudulentos, parecen haber sido factores que a lo largo de todas las crisis han planteado la polémica en torno a regular o no regular los mercados. Por estos días, la discusión adquiere mayor vigencia debido al escándalo en el que se han visto envueltos abogados que trabajan para la SEC. Un informe gubernamental reveló que 31 funcionarios de esta institución encargada de velar por el buen comportamiento de las entidades financieras pasaban una cantidad importante de sus horas de trabajo navegando a través de páginas pornográficas en Internet, acción que venían realizando incluso desde antes que el reventón de la burbuja los pusiera

---

<sup>114</sup> Axel Christensen. Entrevista citada.

en una incómoda vitrina. De ellos, 17 tenían sueldos que llegaban hasta los US\$222.000 al año.

Mientras esto ocurría, Madoff realizó su millonaria estafa e instituciones como *Bear Stearns*, *Merryl Lynch*, *Lehman Brothers* y la aseguradora AIG pusieron en el mercado los denominados “activos tóxicos”, paquetes de deuda de alto riesgo. De acuerdo con el informe, una persona pasó hasta ocho horas visitando estos sitios y cuando llenó la memoria de su computador con imágenes o videos que bajaba, almacenó más información en CDs o DVDs que guardó en cajas en la misma oficina<sup>115</sup>.

Ya cuando se investigó el caso Madoff, al analista financiero Markopolos manifestaba su inquietud por no haber recibido respuesta a las alertas que envió a la SEC y cuestionaba que la entidad estuviera compuesta por abogados en lugar de estar integrada por expertos en Finanzas. El punto es que si un funcionario puede pasar ocho horas en su trabajo realizando cualquier actividad que no guarde relación con aquella para la que fue contratado, sea visitar sitios pornográficos o jugar al *Solitario*, cabe preguntarse, ¿se lo contrató especialmente para que no hiciera nada? Como se trata de una organización autorreguladora, las suspicacias respecto si a sus integrantes les importaba que se establecieran fiscalizaciones rigurosas o si tenían funcionando una estructura sólo para que no se diga que realizan sus operaciones riesgosas con la más alta impunidad, ya que a la luz de los antecedentes, parece que podían poner sus bonos contaminados con toda tranquilidad.

---

<sup>115</sup> Agencia informativa EFE, 24 de abril de 2010.

Las reacciones no se hicieron esperar. Darrel Issa, el parlamentario republicano de mayor rango en la Comisión de Supervisión y Reforma Gubernamental de la Cámara de Representantes de Estados Unidos, manifestó su indignación por el abandono de sus importantes labores. “Es preocupante que funcionarios de alto rango de la SEC pasen más tiempo viendo pornografía que adoptando medidas para impedir los acontecimientos que pusieron la economía de nuestro país al borde del colapso”<sup>116</sup>, protestó.

En entrevista transmitida por el canal ABC, Peter Morici, académico de la Universidad de Maryland y ex director de la Oficina de Economía de la *U.S International Trade Commission* expresó con indignación: “esos tipos, en medio de una crisis financiera, están gastando su tiempo observando material lascivo en Internet. Esto es imprudente y demuestra un desprecio por todos los contribuyentes, especialmente los interesados en el monitoreo de los mercados financieros”.<sup>117</sup>

Curiosamente, después de que recibieran una grave reprimenda desde el parlamento por no haber considerado la contundente información que les presentó Markopolos sobre la estafa del ex gurú de Nasdaq, así como por ocupar su tiempo en actividades extra-laborales, salieron al paso acusando a *Goldman Sachs* por no haber entregado a sus inversores información que podría haber evitado la disseminación de los activos tóxicos. ¿Será usado este banco para dar una señal de independencia y limpiar la imagen del ya desprestigiado ente regulador?

---

<sup>116</sup> [www.elnuevoherald.com](http://www.elnuevoherald.com). 23 de abril de 2010.

<sup>117</sup> [abcnews.go.com](http://abcnews.go.com). 23 de abril de 2010.

Es aquí donde surge la polémica por el tema de la regulación. Ante un panorama tan caótico, el economista del INE, Domingo Claps,<sup>118</sup> expresa su convicción de que los mercados deben ser regulados, que, en tiempos de crisis, el famoso *laissez faire*, tan popularizado por quien fuera ministro de Finanzas en Francia durante el reinado de Luis XIV, Jean Baptiste Colbert, no puede operar. Tanto en el país en que se originó la hecatombe como en los que fueron víctimas del aleteo de la mariposa, la regulación parece ser un concepto clave.

Tal parece que “dejar pasar y dejar hacer”, al menos en tiempos de turbulencia, no es lo más recomendable. “Hubo muchas décadas de un fuerte crecimiento y la gente se olvidó de que en los años 30 hubo una depresión y ahora estuvimos a punto de caer en lo mismo si no fuera por la enorme intervención que están haciendo en los Estados Unidos en el aspecto financiero”<sup>119</sup>, estimó.

Consultado Maturana sobre qué aspectos considera que debían ser regulados para que el mercado funcionara de modo más transparente, apuntó que había que lograr un cambio en la mentalidad denominada *too big to fail*. “En el caso del *trader* que toma más riesgos o en el del banco de inversión que seguía tomando riesgos porque se consideraba *too big to fail*, o sea, “no me pueden dejar caer porque si me dejan caer queda la *embarrá* (sic) porque se produce riesgo sistémico debido a que yo soy muy gravitante”. Entonces toman más riesgos porque tienen una garantía implícita del gobierno”<sup>120</sup>, señala.

---

<sup>118</sup> Domingo Claps, economista y analista de estadísticas laborales del Instituto Nacional de Estadísticas (INE). Entrevista realizada por la autora el día 27 de julio de 2009.

<sup>119</sup> Domingo Claps. Entrevista citada.

<sup>120</sup> Gonzalo Maturana. Entrevista citada.

Pero si una empresa es tan grande que un mal manejo de ella puede poner en riesgo la estructura del sistema, ¿por qué debe existir? ¿Deberían los entes reguladores u otra instancia normar el tamaño de las empresas para evitar prácticas monopólicas que se supone que no tienen cabida en un régimen de libre mercado?

### **6.5.1. Yo me regulo, tú te regulas**

Guillermo Larraín, timonel de la Superintendencia de Valores y Seguros, señaló que no se puede confiar en la autorregulación de los mercados financieros, más aún cuando tiende a confundirse el concepto mencionado por el de desregulación<sup>121</sup>.

La autorregulación consiste en que los participantes del mercado de valores se auto-imponen normas de conducta y operativas, supervisan su cumplimiento y sancionan su violación. En Chile existen organismos autorreguladores, cuyos integrantes son elegidos por los mismos integrantes del “negocio”. Entre ellos destacan el Consejo de Autorregulación -de la industria aseguradora de Chile- y el Comité de Regulación de las bolsas de Comercio y Electrónica.

¿Será posible que pueda operar la autorregulación cuando son los propios gremios quienes deciden quién los regulará? A menudo ocurre que quien regula deja en manos de los altos ejecutivos de la empresa la toma de decisiones que debería tomar él. En este caso, en lugar de operar la autorregulación, reina la desregulación. Lo que ha fallado en el mundo desarrollado, a juicio de Larraín, es principalmente la desregulación o “incapacidad de los

---

<sup>121</sup> Revista Qué Pasa. 2 de mayo de 2009.

gobiernos corporativos de bancos, aseguradoras, clasificadores de riesgo, auditoras e inversionistas institucionales, de hacerse cargo del desarrollo integral -incluyendo reglas de funcionamiento- de mercados nuevos, como los CDS o productos securitizados”<sup>122</sup>. Así las cosas, difícilmente puede operar la autorregulación cuando son los propios gremios quienes deciden quién los regulará.

Al dejar que estos gobiernos corporativos regularan el quehacer de su propio sector, al menos en el país en el que se originó la crisis, los accionistas minoritarios quedaron indefensos y, más aún, se perdió la confianza en el mercado accionario.

Son varias las características que debería tener un organismo autorregulador para mantener su independencia. Entre ellas, el máximo representante de la SVS menciona que debe existir “un cuerpo directivo de excelencia, una adecuada estructura de gobierno, atribuciones suficientes y recursos para ejercer el rol de manera apropiada. Mi interpretación de la experiencia norteamericana con la aparición y masificación de productos estructurados, es que la SEC difícilmente pudo seguir el ritmo de la innovación. Esto indujo a las autoridades a delegar en el gobierno corporativo el manejo de los riesgos. En lugar de regular los productos: des-reguló”<sup>123</sup>, opina.

En Estados Unidos, al menos, estos entes autorreguladores de bancos, aseguradoras, clasificadores de riesgo, auditoras e inversionistas institucionales fracasaron en su rol

---

<sup>122</sup> Revista Qué Pasa. 2 de mayo de 2009.

<sup>123</sup> Idem

fiscalizador cuando aparecieron en el mercado cambiario nuevos instrumentos como los CDS o productos securitizados.

## ¿Son infalibles las proyecciones?

Los meteorólogos no pueden establecer cómo se comportará el tiempo, pese a contar con una tecnología que les ayuda a establecer pronósticos con más certeza que antes. ¿Por qué? Simplemente porque son tantas variables que se conjugan para que la naturaleza se exprese que sólo se puede aspirar a tener aproximaciones sobre cómo se comportarían ciertos fenómenos climáticos. En el terreno económico no estamos ante un panorama muy diferente. La que para muchos es considerada una *Ciencia Humana*, se enfrenta a una gran paradoja. Es la conducta de las personas la que determina el desarrollo del sistema económico. Pero la conducta del ser humano es impredecible. La labor de los *brokers* o corredores de bolsa es analizar los escenarios políticos y contingencias noticiosas para, a partir de ese análisis, recomendar a sus clientes dónde invertir su dinero. Pero en un escenario tan cambiante como el que se ha enfrentado, con vaivenes diarios, dólar empinado un día y en picada al día siguiente, bancos desplomándose tras el colapso financiero una semana, y a la siguiente recuperándose gracias al apoyo gubernamental, ¿con qué grado de certeza se pueden hacer proyecciones sin miedo a errar?

¿Es posible hacer algo cuando el aleteo de la mariposa afecta a todo un sistema? Como todo sistema, el económico es muy complejo y, como ya se ha señalado, hay muchas variables que inciden en el comportamiento de esta disciplina. Si se hubiera tomado con cautela el apogeo del mercado inmobiliario y en lugar de haber extendido créditos a personas insolventes y se hubiera estimulado el ahorro para que esas mismas personas se

transformaran en propietarias, tal vez estaríamos contando otra historia. Pero la economía no puede predecir que una gran cantidad de personas va a asumir una conducta irresponsable, pues elabora sus proyecciones en base a ideales en los que opera el *ceteris paribus*, es decir, el suponer que las variables que podrían influir se mantienen constantes.

Tal vez porque el comportamiento de la población es tan impredecible como el de cada individuo, el Estado debe asumir un rol de fiscalizador y también de salvador de la economía cuando se enfrenta a una crisis. ¿Por qué hay que sacrificar a la población y utilizar el dinero recolectado por el pago de impuestos para levantar a bancos y a las empresas inmobiliarias? Porque, nos guste o no, son el motor del crecimiento de nuestros países. Así ha sido y así parece que seguirá siendo, al menos mientras opere el esquema global de libre mercado.

Asumiendo que ya no hay vuelta atrás y que no es posible plantear otro sistema económico, Shiller apuesta por lo que él llama “democratización de las finanzas”, es decir, en poner todos los adelantos tecnológicos al servicio de la información y educación para que los inversores puedan operar en un clima de confianza.<sup>124</sup>

¿Habría que asumir que éste es el único sistema económico al que podemos aspirar? El debate, de larga data, adquiere plena vigencia luego de esta crisis y ante los anuncios de burbujas que se estarían gestando en países como China o Dubai. Los procesos históricos son lentos, por lo que tal vez se llegue a consensos en muchos años más. Mientras, la

---

<sup>124</sup> Shiller, Robert. *El estallido de la burbuja. Cómo se llegó a la crisis y como salir de ella* Op. cit. Pág. 30.

consigna parece ser mantener la prudencia y doblar la ambición sabiendo retirarse a tiempo del negocio especulativo y esperar que los entes reguladores hagan su trabajo.

## **Fuentes consultadas**

### **Entrevistas propias**

- Axel Christensen, integrante del directorio de ENAP, académico, analista financiero y columnista de revista Qué Pasa. Entrevista realizada en un café en el centro de la capital en el mes de marzo de 2010.
- Santiago Truffa. Asesor del Ministerio de Hacienda. Entrevista realizada en marzo de 2010 en un café ubicado en el centro de la capital.
- Eduardo Contreras. Académico del área de Finanzas del departamento de Ingeniería Industrial de la Universidad de Chile. Entrevista realizada en marzo de 2010 en su oficina ubicada en calle Beaucheff.
- Gonzalo Maturana. Master en Economía y académico del área de Finanzas del departamento de Ingeniería Industrial de la Universidad de Chile. Entrevista realizada en su oficina, ubicada en calle Beaucheff, en el mes de marzo de 2010.
- Ercos Valdivieso, académico de la facultad de Ingeniería Industrial de la Universidad de Chile. También desempeñó el cargo de gerente de la mesa de dinero de la Aseguradora de Fondos de Pensiones CUPRUM y de evaluador de riesgo de crédito en el banco BCI. Entrevista realizada en el mes de marzo de 2010 en su oficina ubicada en calle Beaucheff.
- Domingo Claps, economista y analista de estadísticas laborales del Instituto Nacional de Estadísticas (INE). Entrevista realizada en el mes de julio de 2009 en su oficina ubicada en Paseo Bulnes 428.

- Valeria Ibarra, periodista del Suplemento Negocios del Diario La Tercera. Entrevista realizada telefónicamente en agosto de 2009.
- Francisco Castañeda. Master en Economía y Finanzas en la Universidad de Birmingham, académico de la Universidad de Santiago y columnista de varios diarios locales de circulación nacional. Entrevista realizada vía e-mail en el mes de agosto de 2009.

## **Fuentes Hemerográficas**

### **Publicaciones periódicas**

#### **Diarios Internacionales on-line**

- The Economist, Inglaterra
- Daily Telegraph, Inglaterra
- The Guardian, Inglaterra
- The New York Times, Estados Unidos
- El nuevo herald, diario latino de circulación en Estados Unidos
- El mundo, España.

#### **Diarios locales**

- El Mercurio
- La Segunda
- El Diario Financiero
- La Tercera

#### **Agencias informativas**

- Reuters

- Bloomberg
- EFE

### **Revistas**

- Revista Qué Pasa

### **Canales de televisión**

- CNN Internacional
- Bloomberg. Canal especializado en información económica.
- NMBC. Cadena norteamericana
- ABC. Cadena norteamericana
- Antena 3, canal español. Programa *Buenafuente*

### **Documentales**

- *The ascent of money*. Serie de documentales transmitidos por la cadena inglesa BBC en el año 2009 y conducidos por el historiador Niall Ferguson.
- *The Madoff Affaire*. Difundido por el canal público norteamericano PBS el 12 de mayo de 2009.

### **Otras publicaciones**

- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria septiembre de 2007.

## Bibliografía

- Garber, Peter. *Famous First Bubbles*. The Mit Press, Cambridge, Massachusetts, 2000.
- Gleick James. *Caos: La creación de una ciencia*. Seix Barral, Barcelona, 1987.
- Kindleberger, C. P and Robert Z. Aliber. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, fifth ed. John Wiley & Sons, New York, 2005.
- Lipovetsky, Gilles. *El imperio de lo efímero*, Editorial Anagrama, Barcelona, 1990.
- Lordon, Frédéric. *El eterno retorno de la crisis financiera*. En *La globalización financiera y el mito de la competencia: Economía y Finanzas. El eterno retorno de las crisis mundiales*. Editorial Aún creemos en los sueños. Santiago, Chile.
- Mackay, Charles. *The Tulipomania: Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*. 1852 London: Office of the National Illustrated Library.
- Markopolos, Harry. *No one would listen: A true financial thriller*. John Wiley & Son, New Jersey, 2010.
- Samuelson, Paul. *Economía*. Editorial Mac Graw Hill, México, 1987.
- Shiller, Robert. *El estallido de la burbuja. Cómo se llegó a la crisis y cómo salir de ella*. Editorial Gestión 2000, Barcelona, 2008.
- Shiller, Robert. *Irrational Exuberance*. Princeton University Press, United States, 2000.
- Smith, Adam. *The Wealth of Nations*, Books I-III. New York: Penguin Classics, 2009
- Restoring financial stability: how to repair a failed system. An Independent View From New York University Stern School of Business*. John Wiley & Sons, United States, march 2009.

## Anexos

### 1. Glosario

#### A

**AAA:** Máxima nota con que las agencias clasificadoras de riesgo distinguen a entidades financieras o países considerados “sanos” económicamente.

**Activos tóxicos:** nombre que se le dio a los bonos securitizados una vez que se supo que contenían deuda de hipotecas subprime, de alto riesgo.

**AIG:** Sigla de American International Group. Compañía de Seguros que se desplomó tras haber invertido en activos tóxicos.

#### B

**Bailout:** En inglés significa “salvavidas”. Se utiliza para referirse a las medidas de rescate de empresas e industrias alicaídas en Estados Unidos después de la crisis.

**Banco de Inversión:** entidad financiera que no opera con particulares sino que se especializa en negociaciones e inversiones grandes y complejas.

**Behavioralism:** postura económica que considera en su análisis el comportamiento de los individuos.

**Benchmark:** Tasa o índice de referencia que sirve para hacer comparaciones. Instrumento financiero utilizado como referencia para los rendimientos de otras emisiones del mismo tipo o en el mismo mercado.

**Broker:** agente encargado de realizar transacciones en la Bolsa.

**Burbuja:** Una burbuja económica (también llamada burbuja especulativa, burbuja de mercado, burbuja financiera o manía especulativa) es un fenómeno bursátil que se presenta

toda vez que se negocian altos volúmenes a precios que difieren considerablemente de los valores intrínsecos.

## C

**Clasificadoras de riesgo:** denominadas también agencias de *ratings*, son entidades encargadas de evaluar la seguridad de instituciones financieras. Esta información es de mucha utilidad para los inversores.

**Crash bursátil:** Se usa en los países de habla castellana para indicar que algún negocio o empresa se ha derrumbado.

## D

**Desaceleración:** Proceso de decaimiento de la economía que puede llevar a producir una recesión.

## E

**Efecto mariposa:** El “efecto mariposa” es un concepto que incluye la noción de dependencia sensible en condiciones iniciales en la teoría científica: La teoría del caos. La idea es que pequeñas variaciones en las condiciones iniciales de un sistema dinámico pueden producir grandes variaciones en el comportamiento del sistema a largo plazo. Su nombre proviene del antiguo proverbio chino: “el aleteo de las alas de una mariposa se puede sentir al otro lado del mundo”. La interpretación es que la realidad no es mecánica y tampoco lineal, o dicho de otra forma, el hombre y la ciencia son incapaces de predecir y controlar la realidad.

## F

**Factoring:** alternativa de financiamiento que se orienta de preferencia a pequeñas y medianas empresas. Se trata de un contrato mediante el cual una empresa traspaasa el servicio de cobranza futura de los créditos y facturas existentes a su favor y a cambio

obtiene de manera inmediata el dinero que a esas operaciones se refiere, aunque con un descuento.

**FED:** Forma coloquial para referirse a la Reserva Federal o *Federal Reserve System* (Banco Central de Estados Unidos), institución responsable de emitir circulante y anunciar las tasas de interés.

**Fundamentals:** se refiere a los principios básicos sobre los que descansa la economía

## H

**Homeless:** denominación con que en Estados Unidos se conoce a las personas que viven en la calle o en casas rodantes.

**Homo Economicus:** Modelo abstracto de hombre, utilizado por el pensamiento clásico y neoclásico, que busca sólo satisfacer sus propios intereses a través de decisiones racionales.

## I

**Instrumentos derivados:** instrumentos financieros, generalmente contratos, que estipulan que las partes se comprometen a comprar o vender, en una fecha futura, un determinado activo que puede ser un *commoditie*.

## K

**Keynes, Maynard (1883-1946):** Economista británico, cuyas ideas tuvieron una fuerte repercusión en las teorías económicas y políticas modernas, así como también en las políticas fiscales de muchos gobiernos. Ferviente defensor del uso de políticas fiscales y monetarias activas para contrarrestar las perturbaciones de la demanda privada, es particularmente recordado por su aliento a una política de intervencionismo estatal, a través de la cual el estado utilizaría medidas fiscales y monetarias con el objetivo de mitigar los efectos adversos de los periodos recesivos de la actividad económica.

## L

**Lender of last resort:** Opción de préstamo de última instancia. Concepto que hace alusión a la defensa de la existencia de entidades que salven a las instituciones financieras o empresas grandes, incluso a naciones enteras, en caso de amenaza de desplome. A lo largo de la historia, este rol lo han desempeñado tanto los Bancos Centrales, para asistir a sus entidades locales o los Bancos Mundiales para inyectar recursos a países con problemas económicos.

**Liquidez:** cualidad de los activos para ser convertidos en dinero efectivo de forma inmediata sin pérdida significativa de su valor.

## M

**MBS:** *Mortgage Backed Securities* (Obligaciones Garantizadas por Hipotecas). Instrumento creado para unir en un mismo paquete deuda con diversos riesgos.

## N

**NAFTA:** Tratado de Libre Comercio de América del Norte. Acuerdo que facilita el intercambio de bienes y servicios entre México y Estados Unidos.

**New Deal o Nuevo Trato:** programa de reformas económicas introducido por Franklin Delano Roosevelt en los Estados Unidos en 1933 para hacer frente a la depresión de la época.

**Ninja:** Sigla de *No incomes no job or assets*. Se refiere a personas que no tienen un salario permanente y que no poseen bienes.

## P

**Portafolios:** combinación de dos o más títulos valores o activos, conjunto de títulos valores en poder de una persona natural o jurídica. Se le conoce también como cartera de inversión.

## R

**Recesión:** período de contracción de la economía que se traduce en desempleo, reducción del crecimiento y de la producción.

## S

**Soft landing:** proceso de desaceleración de la economía que no alcanza a desembocar en una crisis.

**Spread:** diferencia entre tasas de colocación que cobra el banco y la de captación que paga a los ahorrantes. La diferencia es su rentabilidad o *spread*.

## T

**Teoría de agencias:** modelo que da cuenta de la separación entre la propiedad y el control, como son las relaciones entre el principal y su agente, la gestión de los contratos financieros, inversores institucionales y el gobierno corporativo.

**Trader:** persona que compra y vende acciones o títulos de valores de manera personal o a nombre de su firma y de terceros.

## U

**United States Treasury Secretary:** Conocido en español como el Tesoro Norteamericano, es la institución encabezada por Henry Paulson. Entre sus funciones se cuentan las de evaluar las políticas financieras y monetarias.

## V

**Venta corta:** denominada *short selling* en inglés, es un mecanismo que funciona como arriendo de los papeles a un tercero, con el compromiso de recompra en un período determinado, ganando -o perdiendo- las diferencias de precio entre ambas fechas. El

objetivo es vender los papeles en un momento inicial de tiempo y cuando caen, comprarlos más baratos.

## **2. Entrevistas completas**

### **Axel Christensen**

Académico, integrante del directorio de la Empresa Nacional del Petróleo (ENAP) y columnista de Revista Qué Pasa.

### **A la luz de los hechos acontecidos con posterioridad a la crisis, ¿eres partidario o no de regular?**

-Mi visión es una combinación de ambas. Hay algunos elementos más estructurales a la generación de burbujas que tienen que ver con que el funcionamiento de los mercados no es completamente perfecto. Me explico: si de alguna manera hubiese una forma en que agentes económicos, agentes financieros pudiesen ganar plata con una sobre reacción de los mercados, ya sea subir demasiado un precio o bajarlo, que se produzcan ambos incentivos en ese aspecto, posiblemente buscarían una manera de lograr un beneficio, de lucrar con una estrategia, pero muchas veces las características del mercado lo hacen muy difícil. Por ejemplo, si las acciones subieran mucho, lo lógico para alguien que quiera ganar dinero sería realizar una venta corta, pido prestado valores y los vendo. Sin embargo, a veces no hay un stock suficiente de acciones para irse corto, hay limitaciones regulatorias, incluso también estructurales, está muy concentrada la propiedad, por lo tanto no hay demasiadas acciones para pedir prestado. A veces hay problemas impositivos, etc. Entonces hay un cariz más estructural o fundamental, por poner algún nombre, que también hace que burbujas que a lo mejor deberían reventar más chicas sigan creciendo. Por otro lado, también hay un elemento muy importante del comportamiento humano: hay efecto de manada, hay cierta noción de que la especulación financiera significa que yo puedo comprar muy rápidamente y después vender a alguien que también está metido en esto y

eso tiene que ver con el comportamiento humano cuando ve casi la oportunidad de hacer un tipo de beneficio de corto plazo sin demasiado esfuerzo.

Habrán algunos temas que se pueden regular, algunas facilidades que se pueden dar para que algunos cuellos de botella estructurales puedan funcionar de mejor manera para evitar problemas, pero por otro lado uno podrá ser un poco escéptico si observa que es bien difícil regular el comportamiento humano porque uno tratará de apretar en cierto lugar, pero el comportamiento humano lo llevará a que la burbuja se exprese en otro tipo de activos, en otros mercados, etc.

**¿Fue una buena decisión prohibir de manera momentánea la venta corta?**

-Creo que fue una buena decisión para un momento de crisis en que justamente la sobre reacción del comportamiento hacía muy difícil que funcionaran de buena manera los mercados.

**Detractores de esta decisión de la SEC dicen que la venta corta permite sincerar el mercado.**

-Sí, es cierto pero podría haber llevado a una sobre reacción muy importante que hubiese podido llevar a la quiebra a instituciones financieras, un efecto dominó mucho más grave que solamente acusó impacto puntual sobre determinadas empresas. Ahí aprovecho de enganchar un poco en el por qué en el último tiempo ha sido necesario regular. Yo diría que hasta hace relativamente poco tiempo, la Reserva Federal en los Estados Unidos era de la opinión que había que dejar de lado las burbujas financieras, que no era competencia suya preocuparse de si el precio de las acciones o el precio de las casas subían en demasía.

**¿Por qué no les interesaba si el Estado también participa en el juego del mercado con la inversión de bonos soberanos?**

De alguna manera ellos decían “mira, esto es un asunto entre privados. Esa opinión ha ido cambiando drásticamente a partir de la crisis financiera (del 2009) por las consecuencias y hoy día en el fondo la postura es que las autoridades no se pueden cerrar a las implicancias que pueden tener las burbujas sobre nuestra economía, sobre los bancos, sobre el sistema financiero, particularmente en el caso de la *subprime* que tuvo su origen en una burbuja especulativa hipotecaria en Estados Unidos, también con un montón de otros ribetes como la falta de control de incentivos. No es lo único pero eso claramente puso en riesgo la suerte del sistema bancario financiero en Estados Unidos. Entonces esa visión ha ido cambiando. No es que *per se* digan que tienen que intervenir, dictar si los precios pueden subir mucho o poco pero sí interesa poder de alguna manera ir anticipándose a situaciones de riesgo que puedan tener un efecto de ola con respecto al resto de la economía y que caigan inocentes.

### **¿Quién produce las burbujas?**

En el caso *subprime* tenemos un buen ejemplo. Hay algunos que dicen que fue un tema entre privados. Por otro lado están los que apuntan a que hubo políticas de gobierno en Estados Unidos, particularmente algunas que apuntaban a que las instituciones financieras tenían que darle crédito a gente de menores ingresos bajo la percepción de que toda persona tenía derecho a tener su casa y el gobierno creó un incentivo para que los bancos le dieran crédito a personas que normalmente no habrían sido sujetos de crédito y entre medio hubo malas prácticas, había personas que falsificaban sus antecedentes... entonces, la burbuja tiene un origen privado, yo diría que en parte; público, también en parte. Ambos confluyeron y se daban las condiciones perfectas para que personas que en condiciones normales no podían optar a un crédito lo tuvieran, que los que otorgaban los créditos

tuvieran los ojos cerrados porque el que iba a tomar el riesgo era un tercero y todo eso confabuló para que esta burbuja fuera creciendo.

-¿Es injusto decir que la crisis fue el resultado de la codicia?

Hay codicia de los privados...y del gobierno por captar votos. El tema es que hay intereses políticos y económicos involucrados...

### **¿Las burbujas propician la proliferación de los esquemas Ponzi?**

-Creo que en relación con los fenómenos *Ponzi*, siempre la persona estafada tiene una cuota de responsabilidad...cuando hay mercados en alza, cuando hay una sensación de que todo anda bien es un escenario propicio para que surjan este tipo de Madoff y gente que engaña. Y al revés, cuando hay una crisis la gente se vuelve mucho más cauta y los esquemas *Ponzi* se desmoronan en esas condiciones. Como decía Warren Buffet, cuando baja la marea, ahí se ve quienes llevan puestos los trajes de baño y quiénes no.

### **¿Qué poder regulatorio tiene la SEC?**

-El tema de la SEC limitó toda su credibilidad. En el caso de Madoff, desafortunadamente, no sólo se recibió plata de gente famosa y adinerada sino también de jubilados y en general de gente que no necesariamente era muy sofisticada. Yo creo que ahí la SEC podría haber sido más acuciosa aún en este control de gente como Madoff que entregaba comisiones bastante abultadas a sus intermediarios por distribuir este producto. Entonces al final del día el intermediario no sabía si trabajaba para sus intermediarios o para Madoff. Esto genera un conflicto de interés. En efecto, antecedentes señalan que la SEC no fue muy rigurosa. *Ex post* parece que era un sistema Ponzi bastante burdo pero las entidades tienen restricciones presupuestarias para fiscalizar y hacer este tipo de investigaciones.

**¿Consideras que la forma en que operan las clasificadoras de riesgo genera un problema de intereses? La empresa le paga a la clasificadora para obtener la clasificación...**

Sin duda que se genera un problema de interés. No sé si fue a propósito pero fueron muy lentas en clasificar los riesgos y en tener una cantidad de riesgo clasificado.

### **Ercos Valdivieso**

Académico de la facultad de Ingeniería Industrial en Universidad de Chile. También se desempeñó como operador de la mesa de dinero de la Aseguradora de Fondos de Pensiones Cuprum y como evaluador de riesgo de crédito en el banco BCI.

### **Burbujas y crisis financieras**

**¿Coincides con quienes mencionan a la codicia de los inversionistas como una de las causas de la crisis?**

-Es difícil responder porque se supone que las condiciones para que se de una burbuja son bien variadas. Creo que si tú vas a los factores que influyeron en la burbuja, tenemos que se estaban asumiendo muchos riesgos sin considerarlo, que hubo problemas regulatorios y de exhuberancia donde la gente seguía comprando porque esperaba que el precio seguiría subiendo más adelante. Incluso me atrevería a decir que también se ocultó información, que había gente que sabía que esta cuestión iba a estallar y se quedó callada mucho rato.

**¿Quiénes ocultaron información? ¿Te refieres a Greenspan?**

-No creo que los *policy makers* se metan tanto en un instrumento en particular pero es claro que los estructuradores de este tipo de créditos sabían que esta cuestión iba a morir en un

año más y se quedaron callados. Pero también hubo gente que no se quería quedar debajo de la locomotora de la subida de precios y se empezó a subir y eso provocó una especie de pirámide en donde toda la gente no se quería quedar afuera. Claramente hubo de eso pero finalmente yo creo que eso lo causó la falta de información. Había un completo desconocimiento de lo que se estaba comprando.

### **¿Se pueden predecir las burbujas?**

La definición que está detrás de una burbuja es que es un movimiento de precios que no está explicado por los *fundamentals*. De ahí salen un montón de preguntas: ¿cuáles son los *fundamentals*? En el caso de la crisis *subprime* había que mirar cuánto aumentaba el costo de las casas, pero no en relación a su precio porque está claro que si yo, constructor de casas, veo que el precio de las casas está aumentando, mi costo va a ser mayor porque voy a seguir construyendo más casas y cada vez va a haber menos insumos. Entonces los costos no están relacionados, no es la razón costo-precio sino que yo creo que es la razón costo-ingreso *per capita* de las personas la que se debe considerar. Hay gente que utiliza ese tipo de ratio en donde tú dices: si el denominador de este ratio que es el crecimiento de la plata que tiene la gente en el bolsillo no está aumentando con este aumento de precios desenfrenado, algo está pasando. Cuando este ratio explota es porque puede haber burbuja.

### **¿Es conveniente frenar una burbuja?**

-Creo que no hay que actuar discrecionalmente a una subida particular porque la generación de burbujas es súper rara. De partida, ¿qué es una burbuja?, es cuando el precio sube y después, inesperadamente, decae. Y si sube, ¿cuánto tiempo se tiene que mantener arriba para que no sea considerada una burbuja y si después cae, puede ser, puede ser que se haya tratado de una burbuja. Creo que no, que no hay que actuar a la discrecionalidad del alza sino que hay que actuar antes, generando la regulación para que no se produzca una

burbuja. Por ejemplo que en el caso de Chile las AFP no puedan invertir un tanto por ciento de su tamaño en activos denominados riesgosos o instrumentos difíciles de valorar. Yo creo que por ahí va la cosa más que actuar ante un alza de precios particular.

**¿Necesariamente las crisis son antecedidas por burbujas?**

-*Ex post* sí porque si una burbuja ya explotó, hay crisis. *¿Ex ante?* Creo que siempre puedes encontrar una burbuja en períodos anteriores a una crisis, claramente.

**¿Qué mirada económica explica mejor el fenómeno de la generación de burbujas: la que se ciñe a los fundamentos básicos de la economía o la que considera el comportamiento de las personas?**

-Hay un sesgo pues si tú ves que toda la gente está invirtiendo en tulipanes, te metes también porque crees que algo debe haber ahí, aunque no tengas idea. Entonces sí, estoy totalmente de acuerdo en que hay un comportamiento metido en la cuestión. No creo que todo lo puedas explicar a través de los *fundamentals* porque hay un montón de definiciones super vagas, como cuánto tiene que durar el precio arriba para que sea una burbuja una vez que cae. *¿Dura un mes, dura un año? ¿Eso era fundamentals* porque aguantó un año y después se cayó? Y en las mismas AFPs esto lo ves. Las AFPs están reguladas por un *benchmark* en donde tú tienes que rentar más o menos lo mismo que renta la AFP promedio. Si todas las AFPs están comprando algo que no tienes idea de qué es pero que se ha visto afectado por una subida muy fuerte de precios y tú te estás quedando atrás de esa corrida, igual te sumas aunque no tengas idea de lo que sea y después se va a caer y nos vamos a caer todos juntos. Siempre hay un comportamiento metido en las burbujas.

**¿Qué tan gravitantes son los esquemas *Ponzi* en la creación de burbujas?**

-Siempre han existido, el problema es que justamente correlacionan con un momento donde la aversión al riesgo se va al *carajo*. A la gente no le importa el riesgo mientras haya un

mayor retorno, entonces correlacionan porque explotan en los mismos momentos que explota la crisis porque ahí es donde la aversión al riesgo no hace mucho sentido. Lo de Madoff, por ejemplo, duró mucho tiempo y explotó en el momento en que había exuberancia. La explosión de los dos está netamente correlacionada porque es el mismo fenómeno. Es exuberancia o querer ganar plata a cualquier costo.

### **¿Son las recesiones el costo inevitable del sistema económico que tenemos?**

-Es perfectamente evitable. Hoy podría existir el mismo mercado de securitizados que se quiso crear en ese momento pero si alguien hubiese hecho bien la *pega* y hubiese entendido bien el producto, y se hubiese puesto un precio correcto, podría funcionar.

### **Perfil de un *broker***

### **¿Se puede establecer un perfil para describir a quienes trabajan como operadores de mesa de dinero en instituciones financieras?**

-Creo que en una mesa de dinero te puedes encontrar con gente muy inteligente y con gente muy tonta. Entonces es fuerte decir eso porque estás diciendo que hay gente tonta que administra plata y yo creo que la hay, sobre todo cuando te tienes que medir contra un *benchmark* da lo mismo el retorno absoluto. O sea si el fondo promedio está cayendo en un -30% y tú estás cayendo -29, lo estás haciendo *la raja* siendo que estás teniendo un -29% de retorno. En una mesa, como en todos lados, hay gente que sabe y gente que no sabe.

### **¿Qué hay que saber?**

-Primero, tu trabajo consiste en comprar y vender a determinados precios -precio de compra y precio de venta- por lo tanto, lo que hay que saber es qué es lo que se está comprando o vendiendo. En mi caso, cuando trabajé en la mesa de dinero de Cuprum, compraba sólo instrumentos de deuda. Yo trabajaba en los fondos de renta fija, y lo que

tenía que saber era que tanto el precio de compra como el de venta eran los correctos o los matemáticamente esperados. Entonces, en el fondo, hay que saber mucho de valorización.

**¿Coincides en que hay gente muy inmadura trabajando en esto?**

-Creo que es un mercado súper inmaduro y el problema es que la madurez se logra con porrazos.

**Pero aquí se logran los porrazos a costa de plata de otros...**

Es verdad, y ahí tiene que haber regulación y el que no quiera asumir riesgos, que invierta la plata por su cuenta. Pero reitero en la importancia de la regulación.

**Clasificación de riesgo y conflicto de intereses**

**¿La AFP tiene que pagar para obtener una clasificación de riesgo?**

-Todas las sociedades anónimas que quieren ser respetadas tienen que pagar. En este caso una AFP que tiene acciones en el mercado tiene que pagar.

**¿Es decir que se le paga a quién le va a poner a uno la nota?**

-Sí

**¿Y eso qué te parece?**

-No me parece muy bien. De hecho es una discusión bien extensa que por ejemplo en mi lado, cuando mi trabajo era comprar instrumentos de renta fija, tenía que financiar deuda de la empresa X. Para financiar esa deuda, hay que estructurarla, lo que es como hacer un contrato, y en ese contrato queda implícita una opinión de una clasificadora de riesgo que finalmente es pagada por el emisor de la deuda, no por el comprador, entonces hay ahí un problema de intereses claramente. Pero yo conocí hartas clasificadoras de riesgo y creo que son bien objetivas a pesar de la plata que ambos le están pagando -el que está emitiendo el bono y el otro-. Creo que hacen bien la *pega*.

### **¿Por qué les conviene ser objetivas?**

Porque la credibilidad que ellos tengan es un activo intangible. No saca nada con decirme una persona que yo sé que no tiene mucha *expertise*, “yo creo que este bono es AAA” porque no le voy a creer.

### **Pero las más prestigiosas clasificadoras entregaron información incorrecta antes de que se desencadenara la crisis *subprime*...**

-Desde fuera del mundo financiero uno cree que hay gente bien capacitada. Yo no tengo esa opinión. Creo que hay gente bien incapaz y a la hora de clasificar un instrumento nuevo que era bien elaborado pueden haber habido dos problemas: un desconocimiento de parte de la gente sobre los instrumentos que se estaban generando o que se estaba trabajando con supuestos estaban totalmente errados.

### **Securitización o empaquetamiento de activos tóxicos**

**¿Consideras que es correcto vender un paquete que contiene deudas cuyos retornos es factible de obtener sin problemas y otras que definitivamente jamás serán canceladas como si fuera un excelente negocio y exento de riesgo?**

-No es que presentes como bueno todo. La idea es que tú agarras gente muy buena, gente muy mala y no necesariamente el riesgo de los buenos más el de los malos corresponde a la suma de los riesgos en general.

**¿Tú crees que los que securitizaban no sabían hacerlo?**

-No necesariamente la suma de este riesgo más este riesgo es la suma de los dos riesgos porque hay un tema de interrelaciones entre los agentes en que, por ejemplo, si estoy esperando, como comprador del bono securitizado, que en seis meses más me paguen 100,

lo más probable es que la mayoría de los malos se caigan, que no me paguen, pero hay algunos que sí me van a pagar y eso compensa. Entonces finalmente esa interrelación hace que el riesgo de la suma disminuya. Yo creo que disminuye.

**¿Pero al punto de ser clasificado como AAA?**

No. Yo creo que se ponderó esa interrelación. Esa interrelación negativa hacía que disminuyera la suma de los dos riesgos. No estaban bien esos supuestos.

**¿El error era de los que empaquetaban, de las clasificadoras, de quién?**

-Creo que hay responsabilidades compartidas. Por un lado estaban mal creados. El emisor tiene todo el derecho a crear malos instrumentos, es el clasificador el que tiene que poner la nota. Creo que hay responsabilidad compartida pero porque también como emisor yo soy responsable de que si creé un instrumento que sé que va a *defaultiar*, en parte es mi responsabilidad, pero yo creo que también es más ponderado para el lado de las clasificadoras de riesgo. Ahora, también es responsabilidad de quien lo compra. Porque imagínate que yo como AFP que le administro la plata al fondo E, que es el de todos los abuelitos, compro una cuestión que no tengo idea de qué diablos es... está bien, estoy teniendo una pérdida como trabajador, lo más probable es que mi bono a fin de año sea pésimo, que es lo que pasa cuando se *defaultea* en estas cuestiones, pero me *pitié* la plata de todos los abuelitos. Entonces también en la dormida si yo lo compré, debería haber evaluado un poquito más la cuestión y no sólo haberle creído a la clasificadora de riesgo.

**¿De verdad crees que hubo negligencia y no dolo en la securitización?**

De verdad quiero pensar que la gente que lo hizo mal no *cachaba*.

## **Ahorros previsionales y especulación**

### **¿Conviene tener un sistema de fondos de pensiones que se transe en la Bolsa?**

-Me he hecho esta pregunta y para responderla me he ido a los dos extremos. En el caso de las personas que están en el fondo A, estoy asumiendo que saben que el riesgo que sufren es muy alto. Si una persona está dispuesta a tomar ese riesgo es porque creo que sabe algo de lo que se está haciendo con el fondo A. Si no, estamos en problemas. Y el fondo E, que trabaja con instrumentos de renta fija, no se ve tan afectado por la volatilidad de los precios, por lo tanto yo aceptaría que en el extremo, la gente que no *cacha* nada debiera estar en el E y la gente que sabe lo que se está haciendo con el A debiera estar en el A. Entonces, respondiendo a la pregunta, creo que finalmente, si no hubiera un costo de transacción, la gente que está en el A podría perfectamente administrar su plata con el conocimiento que tiene. Ahora, se caen un montón de supuestos como que la gente que está en el A no tiene idea de qué es lo que se hace con los fondos, la gente que está en el E que sabe mucho de lo que pasa y los costos de transacción no son menores. Entonces, por ejemplo, mi mundo ideal sería, asumiendo que existen costos de transacción, estar en una AFP que yo sé que es buena y tener la plata en el fondo A porque lo más probable es que yo haga lo mismo que él está haciendo en el fondo A pero sufro muchos costos de transacción que los fondos de pensiones no los sufren. No es una respuesta fácil. Para algunas personas no es necesario y para otras sí es necesario. Porque el objetivo acá no es hacer rentabilidades mensuales sino que guardar la plata para cuando te jubiles y no necesariamente toda la gente lo va a hacer.

## **Necesidad de regular**

### **¿Crees que es importante regular el accionar de las entidades financieras y de la Bolsa?**

-Hay gente que no necesariamente sabe. Conozco gente que trabaja en el BancoEstado y he estado trabajando en el BancoEstado y yo no les pasaría plata para que me la administraran, preferiría administrarme yo. Después de una crisis, en todas las entidades públicas se está teniendo una nueva valoración sobre este asunto. Estados Unidos, que acusó más fuerte el golpe, claramente va a sufrir más que Chile, que no ha sufrido tanto porque yo diría que tuvimos suerte de que la gente, aún sin tener mucho conocimiento, haya sido muy conservadora al hacer la regulación. No creo que el tipo que hizo acá la regulación hace veinte años haya tenido idea de lo que iba a pasar, cuál era el riesgo que se corría. No fue tanto virtud sino suerte. Yo soy más pro-regulador, más pro-castigador de la gente que lo hace mal. En el fondo me gusta más este problema capitalista donde cada persona resuelve su maximización de utilidades y si la persona lo resuelve mal, problema del.

### **¿Puede existir la autorregulación?**

-Yo viví los dos lados de la moneda. Trabajé en el BCI en riesgo de mercado. Se supone que el que hace ese trabajo es un tipo pesado que dice que no a todo. En Cuprum estuve en la mesa de dinero y ahí fui el tipo que quiere ganar plata. El primero quiere pisar el acelerador y otro que quiere pisar el freno. Al haber estado en estos dos frentes uno se abstrae un poco de los temas financiero-matemáticos y ve que la cuestión es netamente política, es una pelea política y debe haber instituciones en las que gana el de la Mesa -el que quiere ganar plata- y otras en el que el del área de Riesgo -el que quiere apretarse el cinturón- es más fuerte y ése es el que gana. Entonces, no necesariamente porque las dos instituciones se midan por las mismas métricas debieran tener el mismo riesgo. Con las

autorregulaciones hay que tener mucho cuidado por eso. Hoy la Superintendencia de Bancos regula a todos los bancos pero también les permite tener políticas internas; la *Super* de AFP también, pero siempre la normativa reguladora es más restrictiva que la interna. Es complicado *outsourcear* todo este tipo de regulaciones. Yo creo que debe haber una combinación de las dos.

**Y en el caso norteamericano, ¿crees que ha funcionado la autorregulación?**

-No. Es que no puede ser que se esté jugando con la plata de los abuelitos, entonces hay que ponerse pesado y los abuelitos se van a jubilar y quieren la plata en dos años más y ellos no pueden invertir en una cuestión que no saben lo que es. Necesitan una rentabilidad segura y un riesgo bajo.

**Paradojas del salvataje**

**¿Estás de acuerdo con el *bailout* a las instituciones que colapsaron tras la crisis?**

-He escuchado diferentes posturas. Por un lado hay quienes dicen que los que hicieron colapsar el sistema son los que tienen que pagar y que es un descriterio que se pague con el dinero de todos. Eso es lo más cercano a lo que yo pienso. Pero también es cierto que al realizar salvataje reactivos la economía con mayor rapidez. Si no se hubiera inyectado plata, todavía existiría desconfianza y el consumo estaría estancado. Bajo esa perspectiva, el salvataje sí se justifica.

**¿No existe también una suerte de presión por parte de las empresas grandes que saben que si no reciben ayuda en períodos críticos, el riesgo sistémico es inminente?**

-Ahí aparece el concepto de *too big to fail*. Si dejabas caer a Lehman quedaba la *escoba* porque a pesar de que la gente buena no está metida en todos estos *condoros*, debe pagar

por ellos. Pero creo que el gobierno norteamericano dio una señal, al asumir el costo pero indicando que si una institución grande estaba siendo irresponsable, la dejarían caer.

### **Santiago Truffa**

Santiago Truffa es ingeniero industrial y magister en Economía Aplicada. En la actualidad se desempeña como Asesor de Política Económica y Financiera del Ministerio de Hacienda, cargo que también ocupó en la administración de la ex Presidenta Michelle Bachelet.

### **¿Crees que es necesario regular los mercados?**

-Si el tipo que compra no tiene buena información respecto del instrumento que está comprando, es súper probable que lo compre a un precio que no sea el correcto, y que después diga: “oye, aquí hay un problema de regulación”. Pero más que de regular se trata de tener la información correcta para todos los actores. No es que vayas a regular que el tipo compre o no compre sino que, por ejemplo en el caso de la crisis *subprime*, si ese mismo tipo hubiese tenido la información correcta, habría pagado el precio que realmente correspondía por créditos que tenían una calidad crediticia mucho más baja de lo que efectivamente se reflejaba en el precio.

### **Pero hay personas que se hacen asesorar por analistas. ¿Entonces es el analista el que no maneja información?**

-No, es que la información pública que se tenía a través de las agencias de rating no era de mucha calidad y el trabajo de clasificación que llevaban a cabo se demostró posteriormente que no fue del todo bueno.

**¿Es justo hablar de codicia de los actores financieros?**

-Me parece un poco hipócrita salir ahora a hablar de codicia si es que tenemos un sistema que funciona sobre la base de la codicia de todos los tipos y del interés personal. El CEO del Citi decía: “a mí me pagaban por hacer esto y yo bailaba al ritmo de la música que estaba sonando simplemente. Si no era yo el que lo hacía, lo haría otro”.

**“Creo que la securitización es una muy buena herramienta”**

**¿La securitización o titulización fue el problema?**

-Al contrario, yo creo que la securitización es una muy buena herramienta. El problema de la titulización no es la lógica de tú titular. Hay algo muy positivo de la securitización y es que te permite extender el crédito de forma impresionante y de manera muy positiva si se hace bien.

**¿Pero no hay dolo ahí al juntar en un mismo paquete créditos muy buenos y otros muy malos y ofrecerlos todos como muy buenos?**

-Si tú securitizas con la información que corresponde y puedes comprar ese título de deuda como lo debieses estar comprando, sabiendo qué es lo que hay adentro, las características que tú tienes en tu producto, no se habría dado ese gran problema. Al final del día, el problema no está en que tú seas capaz o no seas capaz de securitizar sino que tienen que estar las condiciones dadas, la información, etc., para que la securitización pueda llevarse a cabo de manera responsable y los tipos que estén comprando cosas sepan qué es lo que están comprando.

**¿En el fondo es un tema de quién securitiza, de qué tan responsable es la persona que realiza esa operación?**

-De todos, de la persona que realiza esa operación, de quien supervisa al que lleva a cabo esa operación, del tipo que la compra también, etc.

**¿Qué ocurre si las personas que están empaquetando lo hacen con pillería?**

-Si tú tienes un crédito malo, ese crédito malo tienes que comprarlo a un precio de crédito malo. Es súper positivo.

**Pero lo tenías que comprar a un precio bueno porque tenía una buena clasificación.**

-Pero es súper positivo que la economía sea capaz de, por ejemplo, vender créditos malos de mayor riesgo y tú pagar las tasas de interés que corresponde porque finalmente eso significa que tú también les puedas poner viviendas a gente de menores recursos. Entonces no es un problema *per se* que tú puedas securitizar, es un problema de que cuando tú securitices hagas bien lo que estás haciendo. Mi punto está en que son todos problemas de información y que fueron problemas también de regulación, no de la securitización en sí misma.

**¿Cuáles son, a tu juicio, las ventajas de la securitización?**

-Es un proceso súper positivo que genera una serie de beneficios. De hecho si tú hicieras un balance de los beneficios generados por la securitización en economías como la estadounidense y la crisis que se generó producto de que estaba mal regulado, yo creo que los beneficios igual sobrepasan el problema. Hay que tener ojo en no pensar en que porque esto cayó y un par de créditos securitizados se cayeron, el problema está en la securitización sino que es un tema un poco más amplio que eso.

**Pero no fue un par de créditos el que falló, fue mucho más que eso.**

-Fue un problema de clases de activos y estamos todos de acuerdo en que se creó un descalabro...

## **Autorregulación y riesgo moral**

### **¿Tiene peso la SEC como ente regulador? ¿Se puede confiar en su imparcialidad?**

-La SEC funciona bajo la lógica de los modelos de autorregulación que yo creo que se han visto súper cuestionados durante toda la crisis. Se ha develado un problema de riesgo moral en la economía pues los incentivos de los tipos que estaban tomando las decisiones estaban mal puestos ya que no apuntaban a proteger y velar por los intereses de las personas por las que debían hacerlo.

### **¿La SEC es un ente independiente?**

-Es como una asociación de personas que transan valores y ellos mismos han generado este ente que autorregula su actividad. Entonces aquí, todos los corredores de bolsa, etc, etc., se pusieron de acuerdo y lo crearon.

### **¿Confías más en un sistema como el nuestro, con la SVS?**

-Sí porque no tiene esos problemas de riesgo moral pues tú en el fondo respondes a los intereses de otra persona. Ahora, ojo, que la autorregulación tiene muchos beneficios porque generalmente es más eficiente, es rápida y más barata. Es importante avanzar en las dos líneas. No todo lo que había era malo y hay que ser súper claro en eso pero hay ciertas cosas que tú no puedes dejar que simplemente se arreglen solas.

## **Política versus economía**

**¿Consideras que también hay un componente político en la generación de esta crisis al incentivar la adquisición de viviendas? A los gobiernos les conviene que la gente tenga casa para que voten por ellos, fue un argumento muy utilizado por los**

**republicanos para criticar las políticas de subsidio a la vivienda por parte del Estado...**

-Una de las grandes fuentes de distorsiones tiene que ver con las políticas económicas. Ese es un gran problema.

**En el caso de Fannie Mae y Freddie Mac, ¿el Estado propició una burbuja, escudado en la ideología de que todo norteamericano debe ser propietario?**

-Sin duda, porque fue una política que en su minuto pienso que no previó los problemas y los descalabros que se terminaron generando. No creo que sea “el factor” que explique toda la crisis económica, pues como todo problema, obedece a una suma de factores, pero sí fue uno de los que agravaron la situación.

### **Gonzalo Maturana y Eduardo Contreras**

Gonzalo Maturana tiene un master en Economía y es académico del área de Finanzas del departamento de Ingeniería Industrial de la Universidad de Chile. Eduardo Contreras se desempeña también como académico en el mismo departamento. Es doctor en Ciencias Empresariales, grado obtenido en la Universidad Autónoma de Madrid. Dentro de sus áreas de especialización se encuentran Finanzas y Macroeconomía.

**¿Consideran que el ser humano se comporta como el *Homo Economicus*, tomando decisiones racionales?**

**GM:** Uno podría asumir que en el corto plazo la gente se comporta con un poco más de irracionalidad porque hay mucho más ruido cuando uno escucha noticias y no sabe muy bien cómo digerir la información. Pero creo que las personas son racionales en el sentido en

que procesan más o menos bien la información en el mediano y largo plazo. Y creo que de verdad se dan cuenta de las burbujas en el largo plazo.

**¿O sea cuando ya pasaron?**

**GM:** Claro, empiezan a internalizar de a poco la información.

**EC:** Yo creo que hay otro tema ahí que también que tiene que ver con la definición de racionalidad. La racionalidad se define mucho como maximizar algo y ese algo que se maximiza no necesariamente es la utilidad y ahí está todo el tema de agencias que operan en instituciones grandes, podría ser el caso de un banco, de cualquier institución grande, donde el dilema principal es que hay un dueño, que es el que quiere maximizar la utilidad y gente que actúa a nombre del dueño que a lo mejor está maximizando otra cosa, depende de los incentivos que le pongan, entonces a lo mejor quiere maximizar ventas o maximizar colocaciones, por ejemplo. Entonces la definición que entendemos por racionalidad puede ser consistente con que alguien finalmente no esté maximizando la utilidad del banco ni su estabilidad, dependiendo del diseño de la institución.

**GM:** Y ahí se puede aplicar el clásico ejemplo de cuando hicieron mal las securitizaciones que todo el mundo dice: “cómo los bancos fueron tan tontos como para quedarse con los mismos securitizados que ellos habían armado para deshacerse del riesgo de crédito” y la explicación era bien simple. No hay nadie tonto sino que el *trader*, que es el encargado de manejar la cartera propietaria del banco, que es la plata que el banco tiene para realizar inversiones, veía estos productos que estaban pagando hartos y los compraba. ¿Por qué? “Oye porque están pagando más de la cuenta, voy a tener el medio bono a final de año”. Ése es un incentivo mal puesto, pero no es que el *trader* sea tonto o irresponsable. Al revés, él está haciendo su *pega*.

### **¿Entonces el que pone el incentivo es el irresponsable?**

**GM:** Yo diría que hay un problema en el diseño de los incentivos, pero a lo mejor habría que fijarse en eso más que en definir que la persona es irracional. El *trader*, a mi juicio, era muy racional: estaba ganando plata para él, así de simple.

### **¿Y qué decía la SEC al respecto en ese momento?**

**GM:** Había una regulación pero estaba bien en pañales. Cuando uno parte en un mercado lo hace en *uno over the counter*, el mercado informal en el que no existe una Bolsa como en las acciones o en las opciones entonces tú necesitas ir donde la contraparte para que te compre, no hay un *clearing* centralizado, no hay alguien que cierre las operaciones y lleve el registro de todo lo que se ha transado, entonces hay un montón de posiciones abiertas o de transacciones que se van haciendo que escapan del regulador. Claro, el regulador sabe que algo hay y trata de recopilar cierta información pero todavía no está el mecanismo formal, todavía no existe un *central clearing house* que en el fondo absorba el riesgo de crédito, que entregue la información, entonces es muy difícil también regular. Si a esto le agregamos que al final el problema partió no tanto en los bancos comerciales sino en los bancos de inversión que estaban menos regulados porque tenían menos garantías del gobierno pues no tenían acceso a la tasa de redescuento, que es la plata que te presta el Tesoro de los Estados Unidos, la FED. Los bancos comerciales como JP Morgan sí tenían acceso a esa tasa. *Bearn Sterns* no tenía acceso a ella. Entonces, tenían menos regulaciones pero no tenían esa ventaja. Y por eso partió toda la pelea cuando el gobierno empezó a hacer salvatajes y ayudar a algunos de estos bancos de inversión: “oye por qué los ayudan y por qué les prestan plata si no están tan regulados como nosotros”. Ahora, luego de la crisis, se decidió que todos van a estar regulados.

**EC:** Esto tiene que ver con cómo entendemos el concepto de racional porque la Economía clásica parte de un modelo muy simple que dice que todos maximizan utilidades: las empresas y las personas. Y la empresa es una unidad, pero muy compleja. La teoría de agencias, que es muy posterior, dice que son bien distintos los entes que están dentro de la empresa y que, por lo tanto, no maximizan las mismas cosas. Algo de eso puede haber pasado.

**Hay varias definiciones de burbuja. ¿Con cuál se quedan?**

**GM:** Cuando hay un proceso en que los precios se desvían sostenidamente por un período largo de tiempo de su valor fundamental o su valor justo. Esa podría ser una definición. Al final, eso es lo que pasó con las casas o por ejemplo en el caso de Japón que llegó un momento en que un pedazo muy chico de terreno valía más que toda California. Entonces uno dice; ¿puede ser ese el valor fundamental de un pedazo de tierra en Japón? Sonaba que está muy alto y al final se desinfló.

**La creación de burbujas y los fenómenos económicos en general, ¿se explican a través de los fundamentos mismos de la economía o hay bases psicológicas?**

**EC:** Las burbujas se pueden modelar dentro de la teoría. Ahora, cómo conversa eso con el tema del supuesto de la irracionalidad, no lo sé.

**GM:** Yo creo que es difícil casarse con una explicación de las burbujas considerando los *fundamentals* o la posición *behavioralista*. Pienso que hay un poquito de las dos. Por el lado de los *fundamentals* se podría decir: “lo que pasa es que las tasas estaban demasiado bajas en Estados Unidos. Pero por otro lado están todos estos *Best Sellers* que salieron en Estados Unidos del tipo: “Haga la inversión de su vida” o “Cómo la segunda casa se puede transformar en la mejor inversión de su vida” y uno lo ve desde el punto de vista de teoría de la inversión y es bien irracional en el sentido de que estás metiendo todos los huevos en

la misma canasta, que es el sector inmobiliario. No estás diversificando nada. Atenta contra el principio básico de la gestión de inversiones que consiste en meter la plata en distintos activos que ojalá correlacionen o se muevan distintos entre sí, de manera que cuando uno caiga, otro suba y me compense y a lo mejor no voy a estar ganando tanto pero voy a estar más o menos seguro. Tener toda la plata de uno en su casa y después estar endeudado para comprar otra casa, significa que si se te cae esa canasta, se caen todos los huevos.

### ***Crisis subprime***

**¿Crees que el ex timonel de la Reserva Federal, Allan Greenspan, tuvo alguna responsabilidad en la crisis?**

**GM:** Yo leí un libro que se llama “Maestro” de Greenspan. Él fue el primer banquero central que empezó a mirar la Bolsa. Como había trabajado en ella (por lo menos esto dice el libro) se fijaba mucho en cómo operaba. Entonces, claro, cuando se reventó la burbuja de las *puntocom* porque eran empresas que no ofrecían nada, se abrían a la Bolsa y la gente les compraba información, subían los precios y después se daban cuenta de que la cuestión no servía para nada y cayeron los precios. Entonces efectivamente bajó las tasas para estimular la economía. Ahora es fácil echarle la culpa pero antes era un héroe porque logró amainar la recesión luego del colapso de las *puntocom*, lo que se llama un *soft landing*. Cayó un poco el producto pero no se entró en recesión y de ahí se salió. Eso lo transformó en ese minuto en un héroe. Entonces eso de echarle la culpa al gobierno... es obvio que siempre tiene algo de responsabilidad pero qué tanto al final uno restringe... tampoco es bueno estar súper regulados porque eso le quita un montón de flexibilidad al mercado.

**¿Creen que el Consejo de Basilea tiene alguna influencia real para que las entidades financieras acaten sus decisiones?**

**EC:** Los tipos proponen. De hecho la Ley del Mercado de Capitales y todos los modelos de riesgo de crédito en Chile ya están operando, y fueron propuestos por Basilea. Entonces uno ve que al final van sacando reglas o metodologías para manejar los riesgos y que se van incorporando en los distintos países. Si bien cada país es independiente, las propuestas de Basilea son un referente.

**Maturana:** “soy un convencido de que no hay que regular tanto”

**¿Qué efectos tienen las regulaciones sobre los mercados?**

**GM:** te voy a poner un ejemplo. Se habló mucho de prohibir las ventas cortas. -Es vender una acción que no tienes pero a cierta fecha tendrás que tenerla, o un equivalente en plata- acota Contreras-. Había mucho especulador haciendo ventas cortas. Cuando te vas corto ganas si es que el precio cae, es como el inverso de comprar. Piensa que estás vendiendo. A ti te gustaría vender más barato, entonces si el precio cae te conviene. Entonces mucha gente se empezó a ir corta en estas acciones y le meten presión de venta por lo tanto fuerzan los precios a que caigan para ganar mucha plata. Después muchos especialistas decían: “no es bueno prohibir esas ventas cortas porque eso te entrega información de qué es lo que está pasando en el mercado y qué es lo que está pensando todo el mundo. Al final, la información *per se* es buena, con esta restricción estás limitándote a tener cierto tipo de información. Yo soy un convencido de que no hay que regular tanto.

**¿Qué aspectos hay que regular, por ejemplo?**

**EC:** Por ejemplo cuando estamos en presencia de una externalidad negativa que un agente no internaliza. Por ejemplo el *trader* que toma más riesgos o el banco de inversión que seguía tomando riesgos porque decía: “yo soy “too big to fail””, o sea, “no me pueden dejar

caer porque si me dejan caer queda la *embarrá* porque se produce riesgo sistémico”. Entonces asume mayores riesgos porque tiene una garantía implícita del gobierno.

**¿Podría la falta de regulación ser considerada uno de los aspectos de la crisis *subprime*?**

**GM:** La explicación que más me ha convencido de las causas de la crisis es que la securitización se hizo mal, que no se transfirió el riesgo a crédito porque es bien importante que la crisis fue sistémica, por eso fue tan grave. Cuando hablo de riesgo sistémico me refiero a que se afecta la capacidad del sistema de prestar plata. Cuando esa relación ya no se puede llevar de forma normal, caemos en el riesgo sistémico y eso es súper grave. ¿Y por qué se produjo eso? Si yo soy un banco y ustedes son puros *gallos subprime* y yo los empaqueto y los securitizo y se los vendo a unos inversionistas y supón que estaba súper mal clasificado el riesgo y hace *default* el instrumento. ¿Le afecta a la gente en general que un par de inversionistas quiebren? No mayormente, pero el problema es que los bancos se quedaron con esos securitizados, entonces cuando ya se ve comprometida la capacidad de los bancos de poder funcionar, claro que ahí empieza la crisis más profunda. Eso creo que fue lo principal y ahí podría haber habido un poco más de regulación en el sentido de que yo no me aprovechara bajo el principio de *too big to fail* o que los incentivos estuvieran bien puestos.

**¿Quién crea los instrumentos?**

**GM:** la banca

**¿Y quién los aprueba?**

**GM:** el privado lo arma y ve si es que se los compran.

## **Reflexiones *post crisis***

### **¿Establecerían algunos cambios en el marco regulatorio?**

**GM:** mejorar la gobernabilidad y las prácticas de compensación para inducir a un menor endeudamiento y toma de riesgo. Eso sería un cambio pero lo tendrían que armar los mismos bancos. Una de las recomendaciones es ser más claro y transparente en términos de los paquetes de compensación, quizás establecer compensaciones del tipo *bonus malus* que consisten en que cuando te va bien vas ganándote un *pool* de plata que puedes canjear pero no de inmediato sino una parte y si te va mal este año te van a rebajar ese *pool*. Antes el problema era que un *trader* ganaba cero o ganaba mucho. Entonces cuál es la apuesta ahí: tienes que jugarte tus riesgos para tratar de ganar mucho. Con ganar mucho una vez, ya la hiciste.

Después, el mismo regulador ha aclarado que ha tenido que pasar paquetes de ayuda, por ello tiene más control sobre el banco porque le está prestando plata entonces le puede decir: “yo te presto plata con la condición de que tú arregles todos estos mecanismos de incentivos”. Efectivamente el regulador tiene ahora un poder para poder negociar.

**EC:** Estas garantías del gobierno tampoco debieran ser incondicionales aunque ahí hay una dualidad...que los bancos no sientan que son incondicionales para que en el fondo no tomen riesgos excesivos. Pero por otro lado si es que hay una crisis que requiere que haya liquidez, hay que recurrir al salvataje.

**GM:** Aumentar la transparencia. Ahí los gobiernos se pueden meter. En el fondo no cerrar los mercados como cuando prohibieron las ventas cortas sino que tratar de crear mercados centralizados para los productos que están más estandarizados, por ejemplo los CDOs. Los CDOs se vendieron tranzando *over the counter* que es que yo vía teléfono casi me pongo de acuerdo con la contraparte y compramos e intercambiamos. Pero una vez que ya se

estandarizan estos instrumentos, crear un sistema centralizado al que todos vayan a transar, que quede registrada la información, que haya una *central clearing house*, que tomen riesgo de contraparte, pues cuál es el riesgo que tienes ahí: que el *gallo* que te pasó un CDO después no te pague. Sería bueno eliminar esos riesgos.

**EC:** Creo también que hay que regular a las instituciones enfocándose en la contribución al riesgo sistémico y no al riesgo individual de cada institución. ¿A qué me refiero con contribución al riesgo sistémico? A cuánto contribuye ese banco a que el sistema financiero, como un todo, no pueda colocar en riesgo la plata.

### **¿Son evitables las burbujas?**

**GM:** Me da la sensación de que no. Si la gente no internaliza lo fundamental y existe este frenesí por comprar, me suena medio difícil que se pueda evitar. Ahora claro, quizás uno podría detectarlas antes y tratar de actuar.

### **¿Se puede hablar de ciencia en el caso de esta disciplina que no permite predecir?**

**GM:** Los modelos son abstracción de la realidad. Al leer algunos *papers* se ven ciertos comportamientos que se pueden parametrizar, que se pueden explicar a través de modelos, pero siempre hay que tener en cuenta que son abstracciones de la realidad en la medida que son simplificaciones. Están sujetos a una serie de marcos de error. Cuando uno calibra un modelo, lo *testea* y dice “la evidencia a favor es estadísticamente significativa”, pero esto no significa que no haya cierta oscilación o variabilidad en los datos que haga que de repente no se cumpla...en la mayoría de las veces se cumple pero a veces no. Por ello me parecería, sobre todo en inversiones, una locura usar los modelos a ojos cerrados. Es bien divertido porque uno se mete harto en este tema de los modelos pero después se va dando cuenta de que si el modelo te dice algo que tú no crees, hay que revisarlo porque puede estar mal. A veces la gente igual toma buenas decisiones porque ha aprendido por ensayo y

error o cultura general o conocen el cuento...no te puede dictar toda tu manera de actuar un modelo, pero sí son una ayuda útil. Yo no descartaría la ciencia porque se produjo este *impasse* y de hecho ahora han salido otros modelos que tratan de explicar por qué pasaron estas cosas y se va avanzando, en el fondo.

**¿Estas crisis son el costo que hay que pagar por funcionar bajo este esquema económico?**

Obviamente hay un costo. Dado que todo el mundo está conectado, si queda la *embarrá* en un país, se transmite inmediatamente a otros, por ejemplo a los países emergentes. La teoría de Di Capling decía que a los países emergentes no les iba a pasar nada al tener Estados Unidos problemas porque China y los *commodities* de Brasil sostienen al mundo completo- Estimaba que todos los países emergentes iban a seguir creciendo al 5, 6, 7, en China al 10% porque había mucho activismo. Efectivamente eso duró un buen tiempo pero al final los precios convergieron a lo que había pasado en las otras crisis: cayeron los países desarrollados y los emergentes cayeron aún más y eso porque están todos los mercados conectados. Hace poco un economista hizo una charla y ante esta misma pregunta dijo; “compara a Estados Unidos con Europa. ¿Quién ha crecido más en los últimos años? ¿Estados Unidos con su modelo capitalista o Europa con su modelo más proteccionista? Estados Unidos ha crecido más. Entonces si bien a lo mejor te va a provocar un poco más de variabilidad, en el largo plazo vamos a crecer más. El sistema no es perfecto pero es lo mejor que tenemos.

## **Francisco Castañeda**

El entrevistado es master en Economía y Finanzas en la Universidad de Birmingham, académico de la Universidad de Santiago y columnista de varios diarios locales de circulación nacional.

### **¿Qué tan responsables fueron Bush y Greenspan de la crisis *subprime*?**

-Son absolutamente responsables, el ciclo alcista en el precio de la vivienda era insostenible y estaba creando a través del colateral de la propiedad, condiciones excesivas en términos de volumen crediticio.

### **¿Recobra vigencia el Keynesianismo en períodos recesivos? ¿Está de acuerdo con que el Estado debe actuar con inyección de recursos?**

-Claramente la política fiscal debe jugar un rol para apoyar a los sectores vulnerables, a las Pymes y así estabilizar y contrarrestar la caída en el consumo privado e inversión privada.

### **¿Pecaron de ingenuas las clasificadoras de riesgo?**

-No, porque hay conflictos de interés: las mismas empresas clasificadas pagan por su clasificación de riesgo.

### **¿Qué sectores de la población activa se han visto o se verán más afectados con la crisis en nuestro país?**

-Como siempre, los más pobres, los con menos capital humano, aunque también los sectores pudientes han visto caer sus inversiones en la Bolsa.

**¿Qué implicancias tiene en las proyecciones de crecimiento para el 2009-2010 que Industria y Comercio sigan deprimidos?**

-La producción industrial, así como el comercio, están fuertemente resentidos por esta menor demanda global.

**¿Para quiénes generaría una oportunidad esta crisis?**

-Para aquellos grupos empresariales que tengan caja líquida.

**¿Apoya la estrategia de inyectar recursos gubernamentales para reactivar la economía en nuestro país?**

-Por supuesto

**¿De qué forma el paquete de medidas gubernamentales permitirá reactivar la economía en materia de producción, crecimiento y empleo? ¿Cómo cree que se verá reflejado esto en las próximas cifras de los diferentes indicadores (IPOM, Imacec, etc.)?**

-Más que ayudar a crecer la economía, estas medidas fiscales evitan una caída mas estrepitosa.

**¿Se asemeja la situación de salvataje estatal al “salvavidas” que en los años 80 recibió el Banco de Chile? Mirando en retrospectiva, ¿se puede decir que fue una buena medida?**

-No es comparable, pero el sistema bancario lubrica el crédito productivo, por tanto fue una buena medida porque así se estabilizan los mercados.

**En entrevista al Diario Financiero, Carlos Massad señaló que el paquete fiscal de medidas fue necesario pero que no es una buena idea seguir destinando recursos estatales porque, según sus pronósticos, nos recuperaremos de la crisis en unos trimestres. También alerta sobre la generación de una inflación como producto de un gasto público excesivo, de continuar con el *bailout*. ¿Coincide con su análisis? ¿Coincide con sus proyecciones?**

-No coincido...esta es a nivel global la peor crisis en 60 años....No hay ningún peligro de aceleramiento de la inflación. Así que en la medida que la política fiscal siga impulsando la inversión y la demanda interna, bienvenida.

### **Domingo Claps**

Se desempeñaba como economista y analista de estadísticas laborales en el área de Estudios del Instituto Nacional de Estadísticas (INE) a la fecha de esta entrevista (20 de mayo de 2009).

**¿Cómo pueden operar los modelos predictivos que ayudan a los corredores de bolsa y a las clasificadoras de riesgo en tiempos de crisis?**

-No operan. La gran conclusión de esta recesión es que no hay un modelo infalible. Cualquier modelo de inversión y alternativas que puedan ser eficientes no opera. En el fondo, los mercados financieros están sujetos a pánico.

**¿Entonces considera que es necesario establecer regulaciones?**

-Esta recesión saca algo que en los años 30 quedó claro y es que los mercados deben ser regulados. Pero hubo muchas décadas de un fuerte crecimiento y la gente se olvidó de que en esa época hubo una depresión y estuvimos a punto de caer en lo mismo ahora si no fuera

por la enorme intervención que están haciendo en los Estados Unidos en el aspecto financiero.

La recesión de los 30 tenía que ocurrir. Si no hubiera habido un fenómeno como ése, los economistas no hubieran podido predecir a futuro y yo creo que hubo mucha confianza en dejar que las fuerzas del mercado actuaran libremente y en ese sentido se dejó quebrar al sector financiero y eso tuvo enormes consecuencias en el sector real de las economías porque al quebrar el sector financiero se extingue mucha riqueza, no hubo apoyo al sector público y eso multiplicó la pobreza y la gran debacle que se dio en el sector financiero. La gran causa de que la crisis golpeará tanto es que el sector público no se la jugó tanto por rescatar al sector privado. Porque finalmente el problema con la recesión y con las economías capitalistas es que si no hay un comprador en última instancia, no se llega a un equilibrio, entonces al final lo que pasaba es que no había compradores, luego el sector real no tuvo demandantes, la gente no podía pagar los créditos.

**¿Existe alguna relación entre la crisis del 82 o las más cercanas en relación con los efectos sobre la variable empleo? ¿Qué tipos de medidas se tomaron en esas crisis? ¿Existe alguna diferencia entre las tomadas hoy? Si hay diferencias, ¿qué lecciones se han sacado del pasado?**

-Probablemente la crisis asiática sea un mejor referente más que la del 82 porque en esa época la economía no era tan abierta como ahora. Chile estaba empezando un proceso de desarrollo económico. Hoy la economía es muy distinta a esa época. El 82 había muchos sectores que estuvieron en crisis. Las lecciones que se han sacado son las de no contraer el gasto público, hay que mantener la actividad por ese lado, mantener la demanda agregada por ese lado y eso genera empleo. Las diferencias son en cuanto a que hay mayor regulación, más estándares de cómo intervenir en una situación de crisis y muchas medidas

que se han implementado para generar empleo son novedosas en términos de que las Pymes puedan contratar gente más joven que quizá tenga menos chance de incorporarse bien al mercado laboral.

**¿Es cierto que la variable empleo es la última en recuperarse tras una crisis mundial?**

-Suele ser así. Primero se recupera el sector financiero, luego empieza a recuperarse la actividad económica y empiezan finalmente a corregirse los niveles de empleo.

**¿Qué consecuencias trae eso?**

-Que no podemos decir que la crisis ha terminado mientras la variable empleo no se estabilice. Antes de la crisis asiática el nivel de desempleo era de 5%. Nunca volvimos a esos niveles, ni siquiera ahora que logramos una tasa muy baja en diciembre del 2006. Nos tardamos un buen número de años sin la crisis asiática porque fue el 1998 1999 que golpeó muy fuerte en Chile. Recién el 2005 comenzamos a tener tasas más bajas. O sea, lleva años bajar la tasa de desocupación y yo creo que esta recesión en ese sentido va a ser larga. Es probable que tengamos tasas altas por un tiempo prolongado.