

LA CRISIS SUBPRIME
Y LOS AGENTES ECONOMICOS:
LA PERSPECTIVA ETICA

OLIVIA GUMUZIO ROMERO
ABRIL 2014

Índice

RESUMEN	3
INTRODUCCIÓN	4
OBJETIVO	4
METODOLOGÍA	4
JUSTIFICACIÓN	5
ESTRUCTURA DEL ESTUDIO	5
CAPITULO I: MARCO TEÓRICO	7
CONTEXTUALIZACIÓN DE LA CRISIS SUBPRIME DE ESTADOS UNIDOS	7
ASPECTOS MACROECONÓMICOS	9
CONTROL DE RIESGO	11
FRACASOS DE LOS GOBIERNOS CORPORATIVOS	13
LOS FRACASOS DE LA REGULACIÓN, SUPERVISIÓN Y LA GESTIÓN DE LA CRISIS	14
EL EFECTO CONTAGIO ENTE LOS SISTEMAS FINANCIEROS MUNDIALES	15
LA CRISIS SUBPRIME DE ESTADOS UNIDOS	18
1ª PARTE : COMO LLEGAMOS A DONDE ESTAMOS HOY	18
2ª PARTE: LA BURBUJA 2001 A 2007	23
3ª PARTE: LA CRISIS	29
CAPITULO II: LOS AGENTES ECONOMICOS	34
IDENTIFICACION DE LOS AGENTES ECONOMICOS	34
DEFINICIÓN DE AGENTE ECONÓMICO	34
LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS:	38
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	44
LAS EMPRESAS	49
CAPITULO III: LA ÉTICA Y MORALIDAD	55
APARTADO DE ÉTICA	55
PRIMER NIVEL: LOS DEFECTOS MORALES DE LOS INDIVIDUOS	56
SEGUNDO NIVEL: LA ÉTICA DE LAS ORGANIZACIONES	58
TERCER NIVEL: LA DIMENSIÓN SOCIAL DE LA ÉTICA	60
CAPITULO IV: CONCLUSIÓN	65
ANEXO I: PALABRAS CLAVE	70
BIBLIOGRAFÍA	73

Resumen

Este documento profundiza en la legitimidad de la actuación que los distintos agentes económicos desempeñaron durante la crisis financiera en general, y más en particular en el desarrollo y evolución de la Crisis Subprime de Estados Unidos en 2007.

Tras el análisis en profundidad de la crisis de las hipotecas y la burbuja inmobiliaria que se vivió en Estados Unidos y que posteriormente desembocó en la crisis más dura que ha experimentado la economía mundial; se concluye que las causas del estallido de la crisis fueron las malas prácticas que llevaron a cabo gran parte de los agentes económicos, pues aunque no queda claro si actuaron en el marco legal, desde luego que no actuaron en el marco de la ética y la moralidad. La moral y la ética son aspectos complejos de regular, pero cada vez más estos dos aspectos forman parte de las políticas de las organizaciones.

Palabras Clave: Crisis financiera global, Crisis Subprime, agentes económicos, agencias crediticias, deber fiduciario, ética y moralidad, deber fiduciario.

Abstract

This paper explores the legitimacy of the actions and roles that the economic agents played during the financial crisis in general, and more particularly in the development and evolution of the Subprime Crisis of the United States in 2007.

After reviewing and analysing the mortgage crisis and the housing bubble that the United States experienced through 2007-2008, which led to the global financial crisis. We have concluded that the outbreak of the crisis and major causes that triggered the recession were due to the activities in great measure of the economic agents. Although it is unclear whether they acted within the legal framework, they certainly did not act within the framework of ethics and morality.

Morality and ethics are complex phenomena to regulate but lately these aspects are part of organization's internal policies.

Key words: Global Financial Crisis, Subprime crisis, economic agents, Credit rating agencies, ethics and morality, fiduciary duty.

Introducción

Objetivo

El presente documento tiene como objetivo examinar la actuación de los distintos agentes económicos en el avance y progreso de la crisis de las hipotecas de alto riesgo o la Crisis Subprime, que tuvo sus orígenes en Estados Unidos entre el año 2007 y 2008, desde la perspectiva de la moralidad.

Como sub-objetivos, necesarios para alcanzar el fin último de este estudio, será analizar la crisis financiera global, pero centraremos nuestro estudio en la Crisis Subprime, ya que dicha etapa de la crisis ha sido ampliamente considerada como el origen o despegue de la crisis financiera mundial. Debemos contextualizar la situación y entender la recesión desde un enfoque global, ya fue debido a una confluencia de factores y no por hechos aislados.

Tras analizar la Crisis Subprime, así como revelar el desarrollo de la misma, otro de los objetivos será identificar los agentes económicos que mayor influencia e impacto tuvieron en el desencadenamiento y evolución de dicha crisis.

Por último, indagaremos en la responsabilidad de cada uno de los distintos agentes económicos, en su marco de actuación y en las reformas y medidas que se llevaron a cabo para mitigar y mejorar sus actuaciones.

Por tanto, el objetivo final de este documento es estudiar, desde el punto de vista ético, el desempeño de los distintos agentes económicos que predominaron durante la evolución de la crisis, con el fin de determinar no solo si incumplieron sus deberes legales, sino también morales y éticos durante la evolución de la crisis.

Metodología

Para alcanzar este objetivo la metodología utilizada ha sido una descriptiva, ya que el propósito del trabajo es describir eventos y situaciones. Así como analizar como se ha manifestado un fenómeno, en este caso, la actuación de los agentes económico en la Crisis Subprime. Por tanto, el trabajo es un análisis crítico de dichas acciones desde el punto de vista de la ética y la moralidad.

Justificación

Existen numerosos artículos con referencia a la crisis del siglo XXI y las nuevas medidas que se han implantado con el fin de mejorar los sistemas financieros apoyados en las lecciones aprendidas de la reciente crisis financiera.

Sin embargo, son escasos los estudios de la crisis que basan su análisis en el ámbito de actuación de los agentes económicos desde un enfoque ético y moral.

Los cuantiosos estudios se centran únicamente en las reformas regulatorias, en los cambios en las políticas monetarias y fiscales e instrumentos para solventar la crisis. Sin entrar a valorar que la ética y la moralidad también pueden contribuir a la estabilidad y el buen funcionamiento de los sistemas económicos mundiales.

Por ello, he decidido dar una innovadora perspectiva a los estudios basado es la actuación de los agentes económicos, apoyando mi trabajo en el punto de vista ético. En mi opinión es muy fenómeno trascendental y quizás pueda llevar a explicar algunos factores de la crisis financiera y su desarrollo.

Estructura del estudio

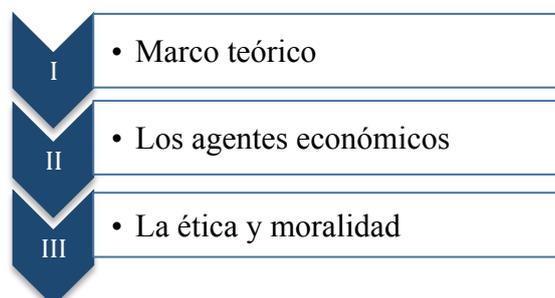
El presente documento se estructura en tres capítulos.

En el primero, se estudia la crisis desde un punto de vista general y posteriormente en particular; la Crisis Subprime de Estados Unidos que hemos considerado como el inicio y detonante de la crisis financiera del siglo XXI.

El segundo capítulo, tiene como objetivo describir los distintos agentes económicos, así como su influencia en la cimentación de la crisis y su evolución.

Por ultimo, en el tercer capítulo, se lleva a cabo un análisis de las prácticas de las distintas unidades económicas de decisión desde el punto de vista de la moralidad y la ética y se analizará hasta que punto actuaron en consonancia con su deber fiduciario.

Este ultimo capítulo, se estructura en tres niveles: los defectos morales de los individuos, la ética de las organizaciones y por ultimo la dimensión social de la ética.

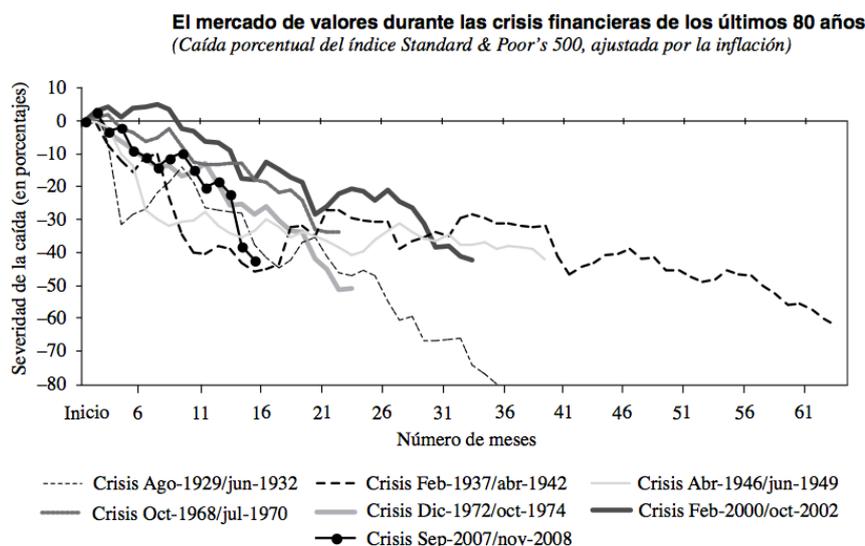


CAPITULO I: **MARCO TEÓRICO**

CAPITULO I: MARCO TEÓRICO

Contextualización de la Crisis Subprime de Estados Unidos

“Al momento de escribir este artículo, el mundo sigue inmerso en una de las peores crisis económicas del último siglo. El epicentro fue el colapso financiero de los Estados Unidos, pero sus ondas expansivas han alcanzado al sistema financiero de parte de Europa. Si bien las crisis financieras tienen una historia de varios siglos y en los que el mundo ha experimentado crisis de distinta magnitud y características, aunque ninguna de ellas tuvo la profundidad y el alcance de la actual, con excepción de la registrada a comienzos de la década de 1930. Más aún, en igualdad de condiciones en términos de respuestas de política económica, es muy probable que esta crisis sea mucho más grave que la de aquel entonces. Hay tres factores que se combinan para ello: la magnitud del mercado financiero definido en un sentido amplio, que supera varias veces el producto de los países desarrollados; la profunda interconexión de las entidades financieras a nivel global y el grado de opacidad del sistema financiero, que no reconoce parangones en la historia.” (Machinea, 2009)



Fuente: Financial Times, Standard & Poor's y Schiller, R.J (2000)

La crisis financiera y su impacto en la economía mundial, ha transformado de manera significativa el escenario en el que se desarrollará la economía global. Además como consecuencia de la crisis se ha redefinido el marco de actuación de los distintos agentes económicos así como su área de actuación y las responsabilidades de los mismos.

Podemos afirmar que la crisis ha supuesto una modificación de la coyuntura económica, así como la estructura y configuración del sistema financiero.

Las circunstancias en las que se ha desarrollado esta crisis, así como su trascendencia es lo que diferencia la crisis del siglo XXI del resto. Lo que caracteriza esta crisis de cualquier otra ha sido el denominado “efecto domino” o “efecto de contagio”; en un mundo tan globalizado donde la interdependencia entre las economías mundiales es un hecho y la ausencia de una regulación firme, ha provocado que los efectos de la crisis se extiendan a modo de epidemia por todas las economías mundiales, provocando que la economía mundial se sumergiera en una crisis profunda y dolorosa. “Una crisis mundial requiere soluciones mundiales concentradas” (Naciones Unidas, 2008; Naciones Unidas, 2008)

La crisis financiera que hasta hoy venimos atravesando, tiene su origen en 2007-2008 en la crisis de las hipotecas de alto riesgo también conocida como la Crisis Subprime de Estados Unidos.

Aunque resulta difícil definir con exactitud cuando comenzó, ya que es complejo distinguir los comienzos de la crisis con los preludios de la misma. Lo que comenzó como una crisis en un mercado particular y concentrado únicamente en Estados Unidos terminó por extenderse a otros mercados y naciones a una velocidad sorprendente.

Dicha crisis es considerada por algunos autores como la más compleja de todos los tiempos, en particular por las causas que la generaron. La aún latente crisis ha hecho temblar el mundo, sus mercados y sus economías afectando tanto a instituciones públicas o privadas y las familias e individuos.

Esta crisis también ha sido nombrada como la “crisis de los países desarrollados” ya que sus inicios tuvieron lugar en economías maduras y aunque posteriormente por el “efecto contagio” mencionado anteriormente, tuvieron impacto sobre el resto de economías en vías de desarrollo o emergentes en el resto de continentes.

Entre los principales factores que provocaron la crisis podemos en términos generales, destacar los siguientes: (Larosière, 2009)

- Aspectos macroeconómicos,
- control de riesgo.
- fracaso de gobiernos corporativos,
- regulación y supervisión durante los años previos a la crisis y el desarrollo de la misma y,
- el efecto contagio ente los sistemas financieros mundiales.

Estos factores afectaron de manera directa o indirecta a las distintas economías y sistemas financieros a nivel mundial.

A continuación analizaremos de manera individual los distintos factores listados anteriormente.

Aspectos macroeconómicos

Uno de los principales factores subyacentes que promovieron el inicio de la crisis fue que la coyuntura económica, previa a la misma, se caracterizaba por una amplia liquidez y unos reducidos tipos de interés. Esto sumado a una innovación tecnológica, estimuló los efectos de esta abundancia de liquidez impulsando de manera violenta la demanda y consiguiente concesión de créditos. Esto vino además acompañado de una sobrevaloración de capacidad de repago por parte los prestatarios y por ello, las entidades financieras comenzaron a asumir riesgo mayores que lo que venían haciendo con anterioridad.

El contexto macroeconómico resultaba muy positivo y con ritmos de crecimiento muy elevados y aparentemente solidos en el tiempo. La inflación estaba en niveles mínimos y esto acompañado de unas tasas de interés muy reducidas supuso un aliciente para el

crecimiento de la inversión, el gasto y en general para el crecimiento económico. En estos momentos no resultaba necesaria una corrección de las políticas monetarias, sustentado en la buena marcha económica.

Dada la dinámica situación que experimentaba la economía mundial, provocó que los precios de los activos y en particular de las materias primas aumentaran desde 1980 de manera sostenida. Este último efecto, provocó una sobrevaloración de los activos. Tal aumento de precios en las materias primas, especialmente el precio del petróleo y los bienes básicos, tuvo un impacto negativo en la economía, provocando así, tensiones sociales en los países en vías de desarrollo dando lugar a una situación de estaflación¹ en los mismos.

Así mismo, uno de los factores que encabezaron la crisis financiera mundial ha venido marcado por el desequilibrio entre un abundante endeudamiento de las empresas y de particulares que al no estar en equilibrio por un mayor ahorro del sector público provocó la necesidad de recursos de ahorro de proveniencia exterior. Esto se tradujo en un endeudamiento soberano y afectó también a las balanzas de comercio internacional .

La creciente inversión tanto de familias como de empresas o instituciones en el sector inmobiliario dio lugar al fenómeno de la “burbuja inmobiliaria” dando paso a un rápido incremento del precio de los mismos.

La expansión de la economía mundial que se vivió durante el periodo precursor a la crisis trajo consigo un incremento de la tasa de empleo, alimentando así las expectativas sobre el crecimiento interno de los países e impulsando a un mayor dinamismo de la demanda y concesión de crédito. Como hemos mencionado anteriormente, esta situación produjo un crecimiento del endeudamiento de particulares y empresas, que resultaba insostenible aunque los responsables de su detección se mostraron impasibles ante un contexto con tan positivas expectativas económicas. Además los Gobiernos

¹ “La estaflación indica el momento o coyuntura económica en que, dentro de una situación inflacionaria, se produce un estancamiento de la economía y el ritmo de la inflación no cede”. Diccionario económico El expansión

ante una situación tan boyante y gloriosa de la economía, también se embarcaron en endeudamientos que sobrepasaban sus capacidades.

La situación bajista de los tipos de interés indujo a los inversores a buscar rentabilidades más elevadas en títulos de acciones, en bienes inmobiliarios, en productos básicos y en productos financieros más complejos. La fuerte demanda de estos productos, empujó a las agencias de calificación crediticia a conceder calificaciones muy elevadas aunque estos productos supusieran un elevado riesgo inherente que no dejaron entre ver las “manipuladas” valoraciones.

Así mismo, la política fiscal condujo a balanzas de pago con superávits, produciendo una reducción de la deuda soberana de los países aunque estos no fueron suficientes para compensar el aumento del endeudamiento del sector privado de las economías. Sin prever las consecuencias que esto tendría años más tarde en los presupuestos y finanzas públicos de los países.

Control de riesgo

La gestión del riesgo, entendida como la evolución del mismo se hizo patente tanto en instituciones financieras como los agentes reguladores o entes de supervisión.

Fueron muchos los brotes de una mala gestión del riesgo, pero estas prácticas vivieron sus inicios en la mala coordinación entre las abundantes concesiones de crédito y el exceso de liquidez, así como el fracaso en la verificación del apalancamiento real de las empresas e instituciones financieras. La dilatación y la acumulación de estos fallos condujo a una sobreestimación de la capacidad de control de riesgo por parte de las empresas así como un menosprecio al capital requerido para dichas entidades o compañías.

Las malas prácticas de gestión del riesgo vinieron marcadas por el nacimiento de productos e instrumentos financieros complejos, que junto con una opacidad del

segmento financiero, como el “shadow banking”², ocasionó que se agravara la situación de la mala gestión y control del riesgo.

Los grandes protagonistas en innovación de instrumentos financieros fue la titulización.

Antes de continuar, debemos describir el funcionamiento de la titulización y sus funciones. La definición que encontramos en el diccionario de la Real Academia Española es “*convertir determinados activos, generalmente préstamos, en valores negociables en el mercado*”. Así mismo, Fomento de Financiación Empresarial lo define como “*aquella operación por la que el titular de derechos de crédito presentes o futuros anticipa su cobro mediante la cesión de los mismos, a cambio de un precio, o celebra un contrato de derivado de crédito, a cambio de una prima, con un patrimonio sin personalidad, denominado fondo de titulización, gestionado por una sociedad gestora de fondos de titulización*.” Por tanto, de manera simplificada podemos decir que la titulización es un mecanismo de transformación de derechos de crédito en títulos de deuda para su posterior colocación en el mercado. (Saez, 2014). Son muchos los activos titulizables se pueden dividir en estándar y exóticos, pero los más comunes y los que mayor influencia tuvieron en la Crisis Subprime fueron los CDO (Collateralized debt obligación) y CDS (Credit default swap o permuta de incumplimiento crediticio)³.

El objetivo inicial de los instrumentos titularizados era diversificar el riesgo de los productos que los componían. Sin embargo, el conocimiento sobre la magnitud y el destino de los riesgos de crédito era difícilmente identificado y ubicado en sus destinatarios finales. Esto incrementó la incertidumbre sobre la veracidad de las calificaciones crediticias de las partes. Así como una pérdida de confianza en el mercado y un contagio de intranquilidad que se expandió tanto por el sector financiero como por otros.

² Los intermediarios financieros que participan en la facilitación de la creación de crédito en todo el sistema financiero mundial, pero cuyos miembros no están sujetos a la supervisión reguladora. El sistema bancario en la sombra también se refiere a las actividades no reguladas por instituciones reguladas.

³ Los CDO son un instrumentos de titulización. El activo que transforman son intereses de préstamos, incluidas las hipotecas, en obligaciones (pasivo) frente a terceros. Los CDS son coberturas de riesgo contra los CDO u otros instrumentos financieros.

Debemos destacar que el acuerdo de Basilea II, publicado en junio de 2004, corrigió algunas de las imperfecciones del acuerdo de Basilea I de 1988 que no procuraba en exceso la toma de riesgos, sino que incluso, animaba estas decisiones. Así mismo, el creciente interés y crecimiento de los mercados de derivados OTC, no regulados, añadieron más riesgo a esta delicada situación.

Por otro lado, se perdió el interés en la capacidad de repago de aquellos que contrataron hipotecas o préstamos (riesgo de crédito)⁴ ya que estos préstamos estaban asegurados por una garantía, y la buena marcha de la economía impulsó a ambas partes, prestamista y prestatario, a tomar mayores riesgos. Por su lado los prestamistas no tenían un incentivo significativo para atender al riesgo de crédito, pues darían salida a estos préstamos en forma de CDOs y CDSs. La decadencia de estos estándares se agravó especialmente entre 2007 y 2008 en el mercado financiero norteamericano, donde la regulación fue muy escasa, y junto con el incremento de la tasa de morosidad dio lugar a una situación muy delicada. También hubo un notable desacato en cuanto a la gestión o previsión del riesgo de liquidez.⁵

“Lo que parecía un modelo de negocio atractivo en el contexto de los mercados monetarios líquidos y curvas de rendimiento con pendiente positiva, que resultó ser una trampa peligrosa una vez que la liquidez en los mercados de crédito se secó y la curva de rendimientos se aplanó”. (Larosière, 2009)

Fracasos de los gobiernos corporativos

El sistema financiero, así como los productos que se negociaban en él, evolucionó de manera tan rápida que algunas juntas directivas de las importantes entidades financieras no conocían con certeza el funcionamiento de los mismos. Al no

⁴ Riesgo derivado del incumplimiento de obligaciones por parte de una contrapartida.

⁵ Dos acepciones: • De mercado: riesgo derivado de no ser capaz de deshacer una posición en mercado en el horizonte temporal deseado. •De financiación: incapacidad de satisfacer las necesidades de inversión y financiación por motivos de desfase en los flujos de caja. (Management Solutions, 2014)

conocer bien estos productos, tampoco conocían sus mecanismos ni por supuesto, la exposición de riesgo que estos instrumentos financieros suponían en sus carteras, y en parte, por ello subestimaron los riesgos a los que se enfrentaban, los accionistas de las entidades se encontraban en la misma situación comprometedora.

Otro de los factores que propicio la decadencia de la gestión corporativa fueron las elevadas remuneraciones que recibían algunos trabajadores, especialmente los puesto de la alta dirección. Además los incentivos dentro de las entidades bancarias u otras contribuyeron a tomar riesgos mayores de manera incauta. Estos incentivos motivaban, especialmente los éxitos cortoplacistas sin tener en consideración los efectos de estas decisiones en el largo plazo.

Por otro lado, los accionistas dado el crecimiento de la economía exigían rentabilidades mas elevadas, por lo que batir los puntos de referencia, *benchmarks*,⁶ se convirtió en un objetivo primordial para las compañías.

Los fracasos de la regulación, supervisión y la gestión de la crisis

Uno de los aspectos que debemos destacar es el hecho de que los reguladores asumieron que tanto las entidades financieras como resto de compañías, estaban llevando a cabo procesos de autorregulación y control del riesgo con metodologías óptimas y responsables. Además, no cuestionaron en ningún momento las evaluaciones y valoraciones que las agencias crediticias estaban llevando a cabo. Es decir, las autoridades de regulación y supervisión depositaron demasiada confianza en el resto de agentes económicos del sistema.

Conjuntamente a esta situación, las políticas de regulación (como por ejemplo los requerimientos de capital necesario) se apoyaban en el dinamismo y crecimiento económico que se estaban viviendo , peor aun así eran demasiado laxas para esta escenario.

Con el desarrollo de los mercados de derivados, los reguladores estadounidenses, por su cercanía a los mismos, tuvieron una mayor facilidad a la hora de estimar los riesgos y

⁶ Punto de referencia que se utiliza para comparar.

prever su alcance e intervenir consiguientemente. Sin embargo, los agentes reguladores europeos tuvieron que hacer frente a una tarea más difícil donde entraron en juego estimaciones basadas en información más diluida. Por ello, los supervisores y reguladores de la zona Euro no fueron capaces de identificar con seguridad que entidades europeas tenían exposición a los instrumentos tóxicos provenientes de Estado Unidos.

Estos aspectos, sumandos a la escasa coordinación entre los reguladores de ambas partes del Atlántico se tradujeron en una mayor opacidad de los sistemas financieros.

Otro aspecto que desembocó en el fracaso de las actividades de estos agentes fue que se centraron en aspectos microeconómicos, es decir, en compañías individuales en vez de centrarse en el conjunto o agregado de la situación o industria.

Por último, las dependencias reguladoras recibieron numerosos avisos de alerta por parte de distintas entidades, tanto privadas como públicas, pero decidieron evadirse de estas o al menos no otorgarles toda la importancia que requerían. Además muchos estudios critican que estos agentes regulatorios no pusieron excesivo empeño en la investigación y recopilación de información relevante y las partes no mostraron interés en compartir la información de la que disponían.

El efecto contagio entre los sistemas financieros mundiales

“Obviamente, el vocablo «contagio», introducido en la economía hace poco más de una década, y popularizado en años recientes, procede del ámbito de la medicina. En términos de razonamiento económico, trata de aplicarse a aquellas situaciones en las que desequilibrios financieros, de balanzas de pagos, o de actividad productiva, originados en un país o área determinada, repercuten de forma significativa a otras economías que, en principio, no parecían presentar esos mismos problemas o, al menos, no en términos tan severos como eventualmente se manifiestan.” (Toribio, 2010).

La crisis del sector financiero de Estados Unidos, la Crisis Suprime, expandió y acrecentó sus efectos en el resto de las economías mundiales. La crisis Subirme, lejos de permanecer focalizada en esta industria se divulgó por el contagio sistémico. Esto se debió principalmente a la *“adopción generalizada de la financiación fuera de balance, combinado con una gestión procíclica del apalancamiento financiero. Estas practicas permitieron proveer un mecanismo para el contagio financiero por medio de reducciones generalizadas de los activos y contracción de los balances financieros. El resultado final fue una contracción crediticia y desaceleración del crecimiento económico a nivel mundial.”* (Daniel Titelman, 2009)

A modo de resumen podemos decir que la crisis se dio por un cúmulo de causas y circunstancias procedentes de distintos ámbitos que podemos resumir en las siguientes: (Management Solutions, 2014)

Aspectos Macroeconómicos:

- Alta liquidez y bajos tipo de interés.
- Burbuja inmobiliaria en Estados Unidos.
- Decrecimiento del ahorro.
- Los balances positivos en cuenta corriente de países como China buscaban inversión en deuda pública de Estados Unidos. A su vez, los inversores buscaban mayores rentabilidades en activos de riesgo, haciendo disminuir la percepción general al riesgo.
- Incremento del apalancamiento y de los ingresos a corto plazo, lo que imprime una dinámica cíclica al enfoque.

Agencias de valoración crediticia:

- Influencia de as agencias crediticias que disminuyeron la percepción del riesgo a emisiones arriesgadas. Así como el conflicto de intereses, y los errores en sus modelos de análisis.

Gestión del riesgo:

- Sofisticación de los instrumentos financieros.
- Incapacidad de identificar adecuadamente la relación entre el crédito y la liquidez.
- Fallo en identificar claramente los niveles de apalancamiento de las entidades
- Alta complejidad de los productos estructurados y CDO, complicando el análisis de riesgo.
- Imposibilidad de identificar la transferencia de riesgo en titulaciones.
- La normativa de Basilea I y el crecimiento de los derivados OTC incrementa el riesgo fuera de balance.

Fallos en el gobierno corporativo:

- Perversidad de los incentivos.
- La alta dirección no comprendía el detalle de los riesgos implícitos de los productos estructurados.
- Sistemas de remuneración.

Fallos de regulación y supervisión:

- La regulación y la estructura de requerimientos de capital asumió que las entidades financieras tenían capacidad suficiente para medir de modo realista e insesgado los riesgos e lo que incurrían.
- No se proporcionó la importancia necesaria a la liquidez de los mercados.
- Alta focalización en el análisis de las empresas individuales y no a la gestión del riesgo por sectores, mercado o carteras.
- Una vez producidas las crisis locales, ausencia de comunicación fluía y de toma de decisiones globales.
- Ausencia de coordinación internacional.

Una vez hemos analizando y comprendido los principales factores que llevaron a la economía mundial a sumergirse en una profunda recesión, analizaremos la Crisis Subprime de Estados Unidos.

Sobre la Crisis Subprime basaremos el posterior análisis de los agentes económicos que intervinieron en la crisis así como en sus consecuencias y efectos. Descompondremos nuestro estudio analizando los diversos agentes económicos, sus responsabilidades así como su marco de actuación. El impacto de su actuación en la crisis, así como las reformas y nuevas medidas reguladoras que se llevaron a cabo tras el legado de aprendizaje que nos dejó la crisis de 2007.

LA CRISIS SUBPRIME DE ESTADOS UNIDOS

1ª PARTE : COMO LLEGAMOS A DONDE ESTAMOS HOY

Tras la Gran Depresión que se vivió desde 1929 hasta 1941, Estados Unidos vivió cuatro años de crecimiento económico, volviendo a recobrar su fuerza y estabilidad como nación líder. Esta estabilidad vino acompañado de algunas regulaciones para evitar otra catastrófica crisis o poder al menos aminorar el riesgo de otra.

Para ello, la industria financiera fue fuertemente regularizada, se prohibió a los bancos locales a especular con los depósitos de los clientes y realizar inversiones arriesgadas con dichos depósitos. Además, los bancos de inversión eran pequeñas sociedades privadas.

Posteriormente entorno a 1980, la industria financiera prosperó de manera significativa debido a su fortalecimiento y a la importancia que volvió a recobrar en la economía estadounidense. Los bancos de inversión se hicieron públicos, lo que hizo crecer a estos a niveles jamás vistos anteriormente.

A partir de 1981, el entonces presidente de EEUU, Donald Regan, llevó a cabo treinta años de desregulación del sistema financiero.

Entre muchas otras medidas que el presidente Regan llevo a cabo como parte de la desregulación, permitió que las compañías de préstamos asumieran riesgos mayores, pues les permitió realizar inversiones con los depósitos que tuvieran de sus clientes. A finales de la década de los 80, fueron muchas compañías las que habían fracasado en estas inversiones.

Durante la presidencia de Bill Clinton⁷, la desregulación continuó y el sector financiero continuó cobrando fuerza y poder en el marco de la economía norteamericana y por consiguiente, mundial. Durante la presidencia de Bill Clinton, existía una ley vigente que no permitía a las compañías dedicadas a los seguros fusionarse con firmas de inversión arriesgada (los bancos de inversión.) Sin embargo, Citigroup consiguió llevar a cabo una fusión con aseguradora debido a la desregularización que se llevo a cabo durante ese periodo.

Desde la desregulación, los grandes bancos como Goldman Sachs, Merrill Lynch, J.P. Morgan, Morgan Stanley, Lehman Brothers y Bear Sterns, entre otros, llevaron a cabo malas prácticas como: “*blanqueo de capitales, fraude a clientes, manipulación de las cuentas, sobreestimación de los beneficios, reparto de bonus desproporcionados y evasión de impuestos entre otras.*” Informe de Grey Court, La Crisis Financiera y el Colapso del Comportamiento Ético, 2012.

La desregulación y las innovaciones tecnológicas dieron lugar a complejos productos financieros como los derivados⁸. Las grandes firmas alegaron a favor de estos nuevos instrumentos financieros ya que consideraron que dotarían a los mercados de un mayor control, seguridad y estabilidad. En una posición contraria a la visión de los bancos, Warren Buffet los describió como “armas de destrucción masiva”.

⁷ Fue Presidente de Estados Unidos durante los años 1993-1997 y 1997-2001.

⁸ Compromisos de intercambio, cuyo valor se “deriva” del precio de un activo subyacente. Constituyen una herramienta eficaz para la transferencia de los riesgos no deseados en la gestión financiera.

El mercado de derivados no estaba supervisado por ningún agente regulador y en 1990 experimento un gran éxito, y esto se vio reflejado en los miles de millones de dólares que se negociaban en él. Posteriormente, tras el fuerte interés y crecimiento de estos productos financieros, la Comisión de Comercio de Futuros y Mercancías (CTFC)⁹ publicó propuestas para regular estos mercados. Estas propuestas fueron desestimadas por el Presidente y la Reserva Federal. Durante un periodo de tiempo hubo grandes debates en referente a la regulación o no de estos mercados pero finalmente las cosas se quedaron como estaban, hasta que en el año 2000 se prohibió la regulación del mercado de derivados y los productos que se intercambiaban en él.

Durante la Presidencia de George Bush, el sector financiero estaba más concentrado, era más rentable y poderoso que nunca. La industria financiera estaba dominada por cinco bancos: Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brothers, Merrill Lynch y Bear Stearns. Por dos conglomerados financieros: JP Morgan y Citigroup, y tres aseguradoras: AIG, MBIA, AMBAC y tres agencias de calificación crediticia: Moodys Investor Service, Standard and Poor's y Fitch Group.

El vínculo de estos tres grupos se hizo visible y patente con las paquetes titulización¹⁰ de préstamos. Tradicionalmente este concepto de titulación implicaba el proceso por el cual se recopilaban créditos e hipotecas en “piscinas”, suponiendo una mejora de calificación de los créditos agregados que por separado (mediante garantías y seguros entre otros). Por tanto, su calificación crediticia era elevada. Posteriormente estos títulos se emitían en el mercado. Esta aglomeración de productos en uno solo, contenían principalmente hipotecas, suponían un colateral sólido con lo que sus emisores podían cumplir con sus obligaciones, cobrando un bajo tipo de interés por estos productos. De esta manera, el emisor atraía a inversores a los que remuneraba con un tipo de interés reducido. Estos productos proporcionaban unas condiciones más beneficiosas que los préstamos bancarios clásicos. Originalmente, estos instrumentos fueron diseñados e

⁹ *US Commodity Futures Trading Commission*. Agencia independiente creada para regular los mercados de opciones en los Estados Unidos.

¹⁰ Titulización es el proceso por el cual una cartera de activos, relativamente homogénea y que cumple ciertos requisitos, se transforma en unos títulos o valores negociables en un mercado organizado. A estos títulos se les denomina Bonos de Titulización o *Asset Backed Securities* en terminología anglosajona. (El expansión, 2010)

inicialmente utilizados con el objetivo de mejorar la eficiencia de los mercados de capital, reduciendo los riesgos mediante la partición del riesgo y la diversificación geográfica. Además fue considerado que disminuían los costes de transacción y proporcionaba una mayor facilidad en las operaciones financieras. (Jahas, 2013)

En las finanzas modernas y durante los años previos a la crisis global financiera, 2000-2007, cualquier activo que ofreciera rendimiento y flujos de caja, podían ser titulizados. Como por ejemplo: créditos corporativos, tarjetas de crédito, riesgos de aseguradoras, derechos sobre beneficios futuros sobre activos o productos estructurados entre otros.

Estos productos financieros combinan tres grandes rasgos, a través de los cuales se puede explicar el atractivo e interés por parte de los participantes de los mercados.

En primer lugar, la creación de una cartera de activos, la ausencia de correlación o conexión entre el riesgo crediticio de los activos que formaban esa cartera y la partición de los valores de estos productos estructurados permitía crear activos con perfiles de rentabilidad-riesgo muy diferenciados, desde los tamos de renta variables (el mayor riesgo) hasta algunos tramos con un riesgo muy reducido. (Peicuti, 2013)

Las instituciones financieras utilizaron la titulación con el fin de transformar intrínsecamente prestamos bancarios ilíquidos en títulos que pudiesen ser fácilmente negociados en el mercado.

Esto dio lugar a un nuevo fenómeno que se conoció como “securization food chain”. Este nuevo sistema dio sus primeros pasos en Wall Street, pero se expandió rápidamente por el resto de mercados financieros del mundo.

A continuación describiremos el funcionamiento del nuevo sistema que se estructuraba de la siguiente manera.

En primer lugar, personas compraban una casa y para ellos contrataban una hipoteca , los prestamistas vendían la deuda de estas hipotecas a los bancos de inversión y estos combinaban un elevado numero de hipotecas de distinta procedencia y tipo, como hipotecas comerciales, deuda corporativa, hipotecas de casas, prestamos estudiantiles y deudas de tarjetas de créditos. Con la combinación de estos distintos productos, creaban

complejos derivados que fueron bautizados como Obligaciones de deuda garantizadas (Collateralized Debt Obligation) ampliamente conocidos como CDOs. Estos productos eran vendidos a inversores alrededor de todo el mundo y por tanto se expandieron por todos los mercados financieros.

Los bancos de inversión que confeccionaban estos productos, los CDOs, contrataban a las agencias crediticias; Moodys, Standard & Poor's y Fitch que convenientemente otorgaban una elevada calificación (AAA) ¹¹ a estos productos.



Fuente : Documental Inside Job, 2010

Este sistema hizo que los prestamistas se despreocupasen por la capacidad de repago de aquellos que contrataban hipotecas por lo que empezaron a realizar préstamos cada vez más arriesgados. Además, los bancos de inversión también comenzaron poner en práctica esta actividad. Menospreciaban el riesgo de aquellas personas que contrataban hipotecas, pues les resultaba irrelevante; su objetivo era confeccionar todos los CDOs posibles y colocar cuantos más posibles en el mercado para aumentar sus beneficios que crecían paulatinamente.

¹¹ Una obligación calificada con 'AAA' tiene la calificación más alta otorgada por Standard & Poor's. La capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros es extremadamente fuerte

Por otro lado, las agencias crediticias recibían bonificaciones por partes de los bancos de inversión para estimar el riesgo de estos productos no incurrieran en responsabilidades si estos productos perdían pues sus beneficios crecían en función del número de productos que valorasen. Además estas agencias se escudaban en que eran simples opiniones y no recomendaciones estrictas de inversión.

“Se dio luz verde para bombear más y más prestamos” dijo Grillian Tett, Jefe de Redacción del periódico Financial Times.

Desde el año 2000 hasta el 2003, el mercado de CDOs cuadruplicó su volumen cada año, ya que los agentes involucrados en estos productos deseaban maximizar su beneficios.

A comienzos del año 2000 el listado de los préstamos que se concedían aumento desmesuradamente y en 2002 un 7% de todos los préstamos concedidos eran muy arriesgados. En 2006 esa cifra alcanzó el 20%. Estos prestamos recibieron el nombre de “prestamos subprime” que aún recibían la calificación de AAA. Los bancos de inversión tenían predilección por este tipo de préstamos ya que proporcionaban unos tipos de interés muy elevados que los tradicionales préstamos. Además los prestatarios se sumergían y contrataban estos créditos e hipotecas de manera desmesurada, pues deseaban vivir por encima de sus expectativas, procurando vivir “el sueño americano”. Muchas de estas personas no tenía capacidad de repago del préstamo o hipoteca que habían. Aun así los incentivos de todos los agentes era maximizar las ventas, tanto de prestamos, de hipotecas como de CDOs o de calificaciones por parte de las agencias.

2ª PARTE: LA BURBUJA 2001 a 2007

A comienzos de 2001, cientos de millones de dólares fluían a través de la cadena de titulación. Todo el mundo tenía fácil acceso a una hipoteca y por tanto los precios inmobiliarios se dispararon. En 2007 los precios inmuebles se habían revalorizado un 194% dando lugar a la mayor burbuja de la historia.

Esta burbuja tuvo impactos positivos, aunque no fueron precedidos, ya que los beneficios del año 2000 crecieron de quinientos millones de dólares a \$2.5 miles de millones en 2006. Además los bous de los ejecutivos de Wall Street durante la burbuja crecieron exponencialmente de \$8 billones de 2002 hasta \$32 billones en 2006.

La entidad financiera Lehman Brothers, fue el mayor suscriptor de créditos supprime, y el CEO del banco fue remunerado a titulo personal con \$485 millones.

En 1994, la Reserva Federal implementó el “Home Ownership and Equity Protection Act”¹²(HOEPA) en respuesta a la evidencia abusiva prácticas en el mercado de prestamos con garantía hipotecaria. HOPEA tenía como misión imponer requisitos adicionales de información y limitaciones sustantivas sobre dichos préstamos. El acta no se hizo efectiva ya que el presidente de la Reserva Federal en 2001 la rechazó y la SEC no condujo más investigaciones a los bancos de inversión durante la crisis. Actualmente el acta si esta en vigor. (Johnoson, 2001)

Durante la burbuja inmobiliaria y financiera que se vivió desde el 2000 hasta mediados del año 2007 los bancos de inversión aumentaron sus prestamos con el objetivo de poder comprar más préstamos o hipotecas y poder configurar y vender más CDOs. El ratio de apalancamiento¹³ de los bancos aumentó desproporcionadamente desde 3:1 hasta 15:1 en 2004. Además en 2004 el CEO de Goldman Sachs sugirió a la Comisión de bolsas de valores de Estados Unidos (Securities and Exhchange Comision; SEC) que relajasen los niveles de apalancamiento, permitiendo a los bancos que incrementasen sus préstamos. A lo que la SEC, el 28 de Abril de ese mismo año, respondió de manera favorable y aumentó los límites de endeudamiento, permitiendo que los estos alcanzasen un ratio de apalancamiento vertiginoso de 30:1. Los bancos de inversión se sentían cómodos y les pareció apropiado el levantamiento del limite de apalancamiento.

La compañía multinacional de seguros American International Group (AIG), la aseguradora más grande a nivel mundial fue uno de los grandes participantes en la

¹² La ley requiere ciertas revelaciones y restricciones a los prestamistas de préstamos de alto costo. La ley también da a la Junta de la Reserva Federal amplias facultades para adecuar las normas como lo considere oportuno.

¹³ Mide la proporción entre capital propio y el crédito de una entidad.

titulización. Su papel era vender elevados volúmenes de derivados que recibieron el nombre de permutas de cobertura por incumplimiento crediticio; “Credit default swaps” (CDS).

“Las permutas de cobertura por incumplimiento crediticio (Credit Default Swaps o CDS) son instrumentos derivados que permiten la transferencia del riesgo de impago de un instrumento de crédito entre dos contrapartes. La negociación de estos productos se lleva a cabo, fundamentalmente, de forma bilateral en mercados no regulados (over-the-counter, OTC). “En la tipología más común de estos contratos, la parte compradora, mediante el abono de una prima al vendedor, obtiene de este último el compromiso de abonar la diferencia entre el valor contractual del crédito o bono subyacente al que va referido el CDS y su valor de mercado, en el caso de que se produzca un evento de crédito. Esta última circunstancia puede revestir distintas manifestaciones con diversos grados de intensidad según la naturaleza del crédito cubierto, incluyendo la quiebra del emisor del activo de referencia, el impago puntual de las obligaciones de pago así como la reestructuración de la deuda. De este modo, el comprador de un CDS cubre el riesgo de crédito del activo de referencia aunque, al mismo tiempo, asume un cierto riesgo de contraparte relativo al vendedor del contrato, ya que en caso de que se produzca un evento de crédito, la protección efectiva que brinda el CDS depende de la capacidad o disponibilidad de este último para cumplir sus obligaciones. (CNMV, 2010)”

Teóricamente estos productos favorecían la gestión y asignación del riesgo, suponiendo beneficios observables para contrapartes. El funcionamiento de estos instrumentos derivados se extendió a gran escala en los mercados durante los años de la burbuja. Fueron Lehman Brothers y AIG los pioneros.

Los inversores que poseían CDOs compraron CDS utilizándolos como cobertura de riesgo para cubrirse del posible incumplimiento de los CDOs. Por la adquisición de los CDS, los inversores abonaban una prima trimestral a AIG y en caso de que los CDOs fueran malos, AIG tenía la obligación de compensar a los inversores por estas pérdidas.

A esto se sumó, que comenzó un fuerte oleaje de especulación con los CDOs, sin necesidad de poseerlos, apostando por su caída. “En el mundo de los seguros solo puedes asegurar algo que tienes” dijo Satyajit Das, consultor de derivados.

Reduciendo esta compleja trama a una simplificación: “50 personas puedes asegurar mi casa. Si mi casa se quema, el número de perdidas en el sistema es proporcionalmente mayor”, añadió Satyajit Das.

Debido a que las permutas de cobertura por incumplimiento crediticio (CDS) no estaban reguladas, AIG no tenía obligación de tener unas reservas para poder hacer frente a posibles pérdidas.

Sin embargo la aseguradora, repartía unos bonus de \$3.5 billones a sus empleados y estos eran recompensados tan pronto como los contratos se firmaran. Por tanto, AIG llevaba a cabo una sistema distorsionado de compensación ya que recompensaba la asunción de un riesgos muy elevados con beneficios muy elevados en el corto plazo además de los bonus. Si posteriormente los CDO se incumplían AIG se encontraría en una situación muy comprometida así como delicada, al igual que los inversores y los especuladores.

El 2007 la compañía aseguradora multinacional fue auditada, y los expertos alegaron no encontraron ninguna anomalía o signos que despertase alertas o incertidumbre sobre posibles fraudes o incongruencias en la compañía.

Los incentivos en aquel momento representaban una mayor trayectoria que las posibilidades de incumplimiento en el corto plazo, lo cual impulsaba a los banqueros a asumir riesgos mayores sin tener en cuenta que sus decisiones podrían quebrar sus firmas e incluso colapsar el sistema financiero.

Gran parte de las personas que contrataban hipotecas para la adquisición de nuevas viviendas pedían prestado el 99% del valor de la casa en cuestión y con unos ahorros mínimos para hacer frente al pago de la hipoteca. Aun así estas hipotecas o créditos fueron valorados por las agencias de rating como AAA. Algo que resulto muy incongruente dado el perfil de los prestatarios.

El 30 de mayo, el presidente en aquel momento, George Bush, nombró como Secretario del Tesoro a Henry Paulson, ex CEO de Goldman Sachs. Podría considerarse que fue la mejor decisión financiera de su carrera, pues al abandonar la presidencia del banco tuvo que vender sus acciones con lo que ganó \$15 millones, sin necesidad de pagar

impuestos por ello. Esto se debió a que el Presidente del Gobierno impuso una ley que permitía este tipo de actuaciones.

A finales de 2006, el banco norteamericano Goldman Sachs llevó sus prácticas financieras un paso más allá. Además de vender títulos tóxicos, CDOs, comenzó a apostar en contra de los mismos, adquiriendo CDSs sin hacer pública esta información y haciendo recomendaciones sobre los CDO a sus inversores y clientes. El banco llegó a invertir hasta \$22 millones en dichos activos de AIG. Al comprar CDSs a AIG, Goldman apostaba en contra de los propios activos que tenía bajo su custodia y recibía dinero cuando estos default. Goldman se alertó al ver las posibilidades de quiebra de la compañía aseguradora, y para cubrirse del riesgo prominente se aseguró en \$150 millones de AIG. Incluso en 2007, Goldman Sachs comenzó a diseñar CDOs específicos para los distintos clientes. Cuanto más dinero perdían sus clientes, más ganaba el banco por cuenta propia.

La actuación de Goldman Sachs se traduce en intereses adversos para sus clientes, incumpliendo su responsabilidad y su deber fiduciario, entrando en un gran conflicto de intereses al vender productos que ellos mismos describían como tóxicos, con el objetivo de beneficiarse de las pérdidas de sus propios clientes. En octubre de 2007 un tercio de las hipotecas resultaron impagadas.

Esta práctica pronto se extendió por el resto de la plaza financiera de Wall Street y otros bancos como Merrill Lynch, J.P. Morgan, John Paulson y Lehman Brothers siguieron los pasos de Goldman Sachs, vendiendo también los CDOs a sus clientes como inversiones de riesgo implícito muy pequeño. Incluso algunos fondos de pensiones se unieron esta práctica.

Las agencias crediticias; Moodys, Standard and Poor's y Fitch ingresaron miles de millones de dólares valorando estos activos como un riesgo crediticio mínimo y siempre en la franja de recomendación de invertir. Entre los años 2000 y 2007 Moodys cuadruplicó sus beneficios ya sus beneficios crecían en función en las recomendaciones que hacían y además recibieron pagos no declarados en las cuentas por otorgar estas elevadas valoraciones. Algunos economistas como Jerome Fomby alegaron que las agencias crediticias tenían un gran poder para poder evitar la crisis que amenazaba

mediante valoraciones más estrictas y siendo más imparciales, deteniendo las descontroladas avalanchas de inversiones con elevado riesgo asociado.

Una vez la crisis estallo las agencias de rating se defendieron en que eran únicamente opiniones y no propuestas de inversión. En la pagina web de la agencia Moodys podemos encontrar como esto queda reflejado: *“Tal como se expone con más detalle en el derecho de autor, las calificaciones de crédito son, y deben ser considerados exclusivamente como, declaraciones de opinión, y no declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, vender o mantener cualesquiera títulos. Cada calificación u otra opinión debe ser considerado exclusivamente como un factor en cualquier decisión de inversión hecha por o en nombre de cualquier usuario de la información, y dicho usuario debe en consecuencia realizar su propio estudio y evaluación de cada instrumento y de cada emisor y garante de , y cada proveedor de soporte de crédito de cada título que pudiera considerar para comprar, vender o mantener.”*

Así mismo, en el disclaimer de Standard & Poor's encontramos : *“El análisis, incluyendo las calificaciones, de Standard & Poor's y sus filiales (conjuntamente, Standard & Poor 's) son declaraciones de opinión a partir de la fecha en que se expresan y no declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, retener o vender título alguno, o hacer cualquier las decisiones de inversión. Standard & Poor's no asume ninguna obligación de actualizar cualquier información tras su publicación. Los usuarios de calificaciones u otros análisis no deben confiar en ellos para tomar decisiones de inversión. Opiniones y análisis de Standard & Poor 's no se ocupan de la conveniencia de cualquier titulo. Standard & Poor's no actúa como fiduciario o un asesor de inversiones, salvo que se registran como tales. Mientras que Standard & Poor ha obtenido información de fuentes que considera confiables, Standard & Poor's no realiza una auditoría ni asume obligación alguna de revisión o verificación independiente de la información que recibe. Valoraciones y otras opiniones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento.”*

3ª PARTE: LA CRISIS

Durante los años anteriores al desplome del sistema financiero y el estallido de la crisis financiera más dura que ha vivido la historia de la economía, Ben Benranke (presidente de la Reserva Federal de EEUU), recibió numerosas advertencias a cerca de los riesgos y la delicada situación en la que se veía inmersa Wall Street y por consiguiente debido a la interdependencia económica, el resto de las economías.

A pesar de la insistencia, Benranke desestimó todas las propuestas hasta el 11 de marzo de 2009. Fecha en la que solo comenzó a admitir que había un problema en el sistema financiero estadounidense y que el Gobierno debería investigar el caso. Sin embargo, durante los años anteriores desmereció todas las sugerencias que recibió e incluso las investigaciones que realizó el FBI en 2004, cuando la agencia gubernamental de Estados Unidos señaló que había encontrado una epidemia de fraude relacionada con las hipotecas subprime. Además el FBI alegó haber encontrado expectativas infladas, falsa documentación de los préstamos y otras actividades fraudulentas.

Además el Fondo Monetario Internacional alertó al Gobierno de Estados Unidos, la Reserva Federal e instituciones financieras pero sus propuestas también fueron desestimadas.

En 2008 las ejecuciones hipotecarias crecían abundantemente y la cadena de titulización explotó. Los prestatarios ya no encontraban la posibilidad de vender los préstamos a bancos de inversión y como los préstamos default docenas de prestamistas fracasaron, incumpliendo sus obligaciones de pago.

George Soros, un reconocido especulador financiero así como inversionista declaró *“Hay que bailar hasta que la música pare, y la música ha parado”* haciendo referencia al momento en el que la crisis financiera explotó y los mercados financieros llegaron a su punto más álgido. El mercado de los CDS se colapsó, dejando a los bancos de inversión con trillones de dólares de préstamos en sus carteras, así como CDOs y activos inmobiliarios incapaces de ser vendidos o colocados en el mercado.

Cuando la crisis estalló el Presidente Bush y la Reserva Federal, como la gran mayoría del mundo desconocían la gravedad de la situación ni hasta cuando duraría la recesión, de la que aún luchamos por salir, ni las implicaciones de la misma.

En una entrevista en 2011 a Christine Lagarde , directora gerente del Fondo Monetario Internacional, le preguntaron cuando fue la primera vez que pensó que la situación que se vivía era realmente peligrosa, respondió “ En la celebración del G7 en febrero de 2008 en la calurosa discusión con Paulson. Estamos observando como el tsunami viene hacia nosotros y lo único que se proponía era que traje de baño nos íbamos a poner para la ocasión” En su opinión la recesión había comenzado varios meses anteriores a esta reunión del G7 del 2008 (Financial Times, 2011).

El 16 de Marzo el banco de inversión Bear Stearns agotó su efectivo y fue comprado por J.P Morgan a un mísero precio de 2\$ por acción.

Bear Stearns se dedicaba a una amplia gama de actividades, incluyendo banca de inversión, valores y derivados de negociación y liquidación, servicios y la titulización de préstamos hipotecarios, comerciales y residenciales. Las condiciones financieras de la empresa se deterioraron notablemente entre mediados de enero y mediados de marzo de 2008. El 13 de marzo de 2008, Bear Stearns notificó a la Reserva Federal que no disponía de suficiente financiación o liquidez para cumplir sus obligaciones financieras del día siguiente y no sería capaz de encontrar una fuente del sector privado de financiación. La insolvencia inminente de Bear Stearns y la gran presencia de la compañía en varios mercados financieros importantes y la posibilidad de contagio a las empresas en situación similar levantaron una gran preocupación sobre la estabilidad de los mercados financieros que sería interrumpida seriamente si Bear Stearns fuese repentinamente incapaz de cumplir sus obligaciones para con las entidades de contrapartida. Para solventar esta delicada situación la Reserva Federal permitió que J.P. Morgan adquiriese la entidad por un precio de \$2 por acción. Precio que días antes del anuncio de insolvencia por parte de Bears Stearns hubiese sido absolutamente ridículo, pero la urgencia de la situación favoreció mucho las condiciones de compra de J.P.Morgan. (Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, 2008). Posteriormente en septiembre de 2008 la FED tomó posesión de dos grandes firmas hipotecarias Freddie Mac y Fannie Mae.

Este tipo de sucesos se desencadenaron durante 2007 haciendo patente y visible el comienzo de la crisis financiera global y pocos días más tarde después de la toma de las dos firmas hipotecarias, quebró el banco Lehman Brothers. Ni Lehman Brothers ni la Reserva Federal habían previsto esta dramática situación y por lo tanto no tenían planes de actuación para ello.

El 10 de Septiembre el precio de las acciones de Lehman Brothers se diplomó hasta 3.2\$, mínimo registrado por la compañía. *“El sábado 13 de septiembre de 2008, el entonces presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, convocó una reunión de urgencia sobre el futuro de Lehman Brothers. Dos días después, tras fracasar el intento de venta a Bank of America y Barclays, el banco de inversión anunció su inesperada bancarrota”*. (El Mundo, 2013)

Durante la reunión, además de discutir las posibles alternativas para Lehman Brothers, se debatió el caso de Merrill Lynch que se encontraba también al borde del fracaso y ese domingo fue adquirido por Bank of America. El único banco que estuvo interesado en rescatar a Lehman Brothers fue el banco británico Barclays pero los reguladores ingleses requerían garantías por parte de la FED, a lo que estos se negaron.

El repentino colapso de Lehman Brothers Holdings, a mediados de septiembre de 2008 fue ampliamente reconocido como un momento decisivo en la crisis financiera mundial de 2007. El banco contaba con más de \$ 639 mil millones en activos y \$613 mil millones en el pasivo. La quiebra de Lehman Brothers fue la más grande de la historia de Estados Unidos. Su caída eclipsó fracasos posteriores como el de Washington Mutual dos semanas después.

La presencia global de Lehman Brothers hizo que miles de participantes en los mercados financieros se viesen afectados directamente por su colapso. Además, se produjeron numerosas réplicas en todo el mundo como resultado de numerosas interdependencias transfronterizas e intersectoriales de la entidad. La insolvencia de Lehman se ha traducido en más de 75 procedimientos de quiebra separados por las ondas expansivas que ocasionó la caída del gigante financiero. (Price waterhouse Coppers, PwC, 2009)

Las agencias de rating asignaban una valoración al banco de AA , la segunda más alta, incluso días antes de su colapso, lo que hace aún mas evidente las malas practicas que llevaron a cabo las agencias crediticias durante la época de la crisis, manipulando sus valoraciones y siendo muy laxos es sus estimaciones.

Lehman Brothers actuó de ancla, ya que la industria de la banca de inversión se hundió rápidamente después de la caída del banco, provocando inestabilidad en la totalidad del sistema financiero. Días más tarde, la aseguradora AIG que había estado tan involucrado en la construcción de la burbuja financiera como las entidades financieras, tenía una deudas que ascendían a \$13 mil millones y no disponían del dinero para hacer frente a esas obligaciones. En 17 de septiembre, AIG fue tomado por el Gobierno estadounidense. La tasa de desempleo en Europa rápido se disparó, aumentando un 10% y la recesión global se aceleró.

CAPITULO II: **LOS AGENTES ECONOMICOS**

CAPITULO II: LOS AGENTES ECONOMICOS

IDENTIFICACION DE LOS AGENTES ECONOMICOS

Definición de agente económico

“Aquellos que intervienen en la actividad económica” - La Caixa

“Una persona, empresa u organización que tiene una influencia sobre la economía al producir, comprar o vender”- Diccionario de Cambridge

“Agente económico se refiere a una persona física o jurídica que desempeña un papel activo en el proceso económico”- OECD. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

A partir de estas definiciones podemos definir a los agentes económicos como unidades de personas que desempeñan distintas funciones en el articulación de la economía.

Un agente económico puede ser un consumidor individual que compra bienes y servicios, una empresa que organiza los factores de producción para generar ingresos, o un trabajador que presta su trabajo en un proceso productivo entre otros. Estos agentes individuales se agrupan normalmente en sectores institucionales, que representan conjuntos de unidades. Generalmente los agentes económicos se pueden identificar en tres grupos distintos, que interactúan entre si y con dependencias unos con otros. Estos son las familias, las empresas y el Estado u administraciones institucionales. Todas ellas tienen las siguientes características:

- Cada uno de los agentes tiene derecho a poseer bienes o activos por derecho propio , por lo que es capaz de intercambiar la propiedad estos mediante operaciones con otras unidades.
- Son capaces de tomar decisiones económicas y realizar actividades económicas siempre respetando la ley.
- Tienen capacidad para contraer pasivos en nombre propio así como aceptar otras obligaciones o compromisos futuros y suscribir contratos.

- Tienen un conjunto completo de cuentas (incluyendo un balance de activos y pasivos).

Estas unidades institucionales son las categorías de agentes económicos. Todos los agentes dentro de un territorio determinado (una región, país, etc.) y las formas en que interactúan entre sí y con otros agentes fuera de dicho territorio se definen como un sistema económico. (OECD, 2008)

Estas unidades, también conocidas como centros de decisión económicos básicos, o agentes económicos, deben gozar de autonomía en la toma de decisiones en el ejercicio de su función principal. Dichas unidades, se agregan de acuerdo con la función principal que realizan. En este sentido, podemos realizar una distinción entre tres agentes económicos básicos: los hogares o núcleos familiares, las empresas y las Administraciones Públicas.

A continuación describiremos de manera simple y concisa los tres agentes económicos básicos.

En primer lugar, las familias, entendido en su sentido dilatado no únicamente desde el núcleo familiar tradicional de la familia, si no teniendo en cuenta la evolución de la estructura familiar en las últimas décadas.

Las familias asumen un papel de doble filo en la economía de mercado: por un lado constituyen una unidad elemental de consumo y por otro lado poseen los recursos productivos, el trabajo. Las familias, llevan a cabo tres funciones principales. La primera, se focaliza en consumir los bienes y servicios producidos. Además, la producción de bienes y servicios que se pueden vender, y por último, la adquisición de activos reales y financieros. Por ello podemos entender que las familias tienen la labor en las economías de consumir.

En segundo lugar, encontraremos a las empresas que dedican su actividad a producir bienes y servicios destinados a la venta con el fin generar beneficios. Además podrán adquirir activos reales y financieros.

Esta unidad también incluye instituciones sin fines de lucro al servicio de las empresas.

Para poder efectuar su labor en el mercado, las empresas necesitan los factores productivos que les pueden ofrecer las familias. A cambio las empresas abonarán unas rentas a las familias; sueldos y salarios como compensación por su trabajo. Además de beneficios, dividendos o intereses para remunerar el capital. Estos agentes económicos están confeccionados por personas o agrupaciones de estas que transfiguran los inputs o recursos disponibles en productos finales destinados a la sociedad u otras empresas.

Por último, el Estado o las instituciones o Administraciones Públicas, que además de cumplir con sus responsabilidades políticas y el papel de regulador económico, producen principalmente servicios destinados al consumo individual o colectivo y además redistribuyen el ingreso y la riqueza de la población de la manera más equitativa posible, velando por el bien del interés común. Además, los Estados pueden actuar como oferentes o demandantes de bienes y servicios. (Universidad Nacional De Loja, 2012)

La existencia de tres unidades de actuación y su continua interacción da lugar al problema de asimetría de la información disponible. *“La opacidad de la información, provoca que los diferentes actores tengan distintos niveles de información sobre la calidad de los activos y las características de los pasivos de los intermediarios financieros”* (Machinea, 2009)

“La información asimétrica dio paso a la incertidumbre total: cuando ocurren hechos que cambian radicalmente la situación y destruyen lo que los agentes creían saber, el problema no es solo que unos están informados y otros no lo están, sino que nadie tiene información.” Bagehot 1920

La supervisión por parte de los Estados o Administraciones Públicas fue inadecuada, no solo porque no se exigieron modelos cuyos supuestos fueran razonables, sino también porque se permitió la utilización de distintos artilugios para tomar riesgos excesivos y aumentar el nivel de apalancamiento¹¹ de las familias, empresas o instituciones financieras e incluso de los propios Estados y Administraciones Públicas. Las razones de la supervisión deficiente parecen haber sido varias, desde los bajos salarios, hasta el intento de favorecer la competencia global de las entidades financieras locales. (Machinea, 2009)

Una vez hemos comprendido y definido los agentes económicos clásicos, las familias, las empresas y las Administraciones públicas, analizaremos aquellos agentes económicos que intervinieron en la crisis financiera más profunda que ha experimentado la economía tal y como la conocemos hoy en día desde 1930 y de la cuál aún luchamos por recuperarnos haciendo más sólidos y sostenibles los sistemas financieros a partir de las lecciones que nos ha enseñado la crisis.

“La crisis financiera es una situación en la que una institución financiera o un número de instituciones financieras, se encuentra en la incapacidad de cumplir con sus obligaciones legales, una situación que afecta negativamente a la funcionalidad de todo el sistema financiero.”(Alen Marius, Andreis 2010)

Para ello, nos basaremos en el análisis y comprensión de la recesión, analizando quienes fueron los entes que más influencia tuvieron durante este periodo. Además, analizaremos su marco de actuación teórico, es decir como deberían haber actuado durante el periodo de la crisis y procederemos a explicar las discrepancias con su actuación real. Finalmente analizaremos los efectos que tu comportamiento tuvo en la crisis y como este agravó o incluso puede ser uno de los factores desencadenantes de la crisis económica del siglo XXI.

Bajo estas líneas, consideramos a las instituciones financieras como uno de los agentes que jugaron uno de los papeles más relevantes de la crisis subprime. Y que como hemos señalado, fue el detonante de la crisis a nivel mundial. Además, las compañías aseguradoras también tuvieron un rol muy significativo y su actuación tuvo grandes impactos en la economía y sistema financiero estadounidense. También tendremos en consideración en nuestro análisis, a las agencias de rating (Moody's, Standard & Poor's y Fitch) ya que jugaron un papel muy decisivo en el despliegue y curso de la crisis financiera.

En referente a lo que hemos descrito como familias, analizaremos aquellas personas que contrataron hipotecas o préstamos aun conociendo sus precarias y delicadas situaciones económicas y analizaremos hasta que punto el hecho de que desestimaran su capacidad de repago tuvo efectos sobre la evolución y desarrollo de la crisis.

Por último, como administraciones públicas haremos especial hincapié en el papel que jugó la Reserva Federal, así como el Gobierno estadounidense y en segundo plano, otras instituciones de carácter público tales como el la SEC, el Fondo Monetario Internacional, la OCDE, el Banco Mundial y el Banco Central Europeo.

Las instituciones financieras:

La fortaleza de la economía de Estados Unidos depende de manera crucial de la estabilidad del sistema financiero. Los bancos juegan un papel crítico a la hora de soportar la actividad económica a través de sus servicios tradicionales como son los depósitos, la concesión de créditos y liquidación de pagos. En efecto, cuando varios de los grandes organizaciones bancarias estadounidenses atravesaron problemas financieros durante 2007-2008, la preocupación sobre el potencial efecto en el resto la economía dio lugar a una serie de programas de apoyo gubernamental, incluyendo el Programa de rescate de activos y problemas de tesorería (TARP)¹⁴ y la Reserva Federal inició otros programas de emergencia.

Las grandes instituciones financieras que experimentaron problemas financieros no eran organizaciones tradicionales. Estos bancos eran grandes y complejas organizaciones que combinaban actividades de la banca tradicional con una variedad de actividades no bancarias. Dichas actividades no bancarias proporcionaban una fuente de ingresos adicional y además permitía aumentar la posibilidad de diversificación de riesgo de los activos financieros. Como contrapartida, estas actividades no bancarias aumentaban el riesgo debido al incremento de complejidad de las instituciones financieras, hasta tal nivel que resultaba muy complejo para el mercado, para la evaluación por parte de los reguladores y agentes supervisores de las actividades y control sobre los riesgos que asumían las organizaciones.

Este aumento de riesgo de las instituciones financieras mas potentes de los Estados Unidos ponía en peligro la estabilidad del sistema financiero en particular, y de la economía en general.

¹⁴ **TARP, Troubled Asset Relief Program.** Iniciativa por parte del gobierno de Estados Unidos de compra de activos y patrimonio de instituciones financieras, con el objetivo de sanear y fortalecer el sistema financiero.

La evolución y transformación de las estructuras de los bancos fue uno de los causantes de la crisis y lo explicaremos a continuación.

Las actividades tradicionales de los bancos comerciales incluían la captación de depósitos de ahorradores, otorgación o concesión de préstamos. Estos bancos comerciales actuaban como intermediarios entre los ahorradores y prestatarios, transformando ahorros en préstamos a largo plazo.

Dada la importancia de un sistema financiero estable, los bancos estadounidenses históricamente habían sido protegidos, supervisados y regulados de manera prudente con el fin de asegurar que operaban de manera segura. La regulación a través de restricciones sobre las actividades que los bancos podían llevar a cabo influenciaron la transformación de la estructura tradicional de la industria. Estas restricciones fueron diseñadas para mejorar la seguridad del sistema, mediante la limitación de los riesgos que los bancos podían tomar.

A principios de 1920, los bancos nacionales comenzaron a ver que se podían afiliar con compañías para realizar actividades distintas como la banca de inversión y esto desembocó en la caída del mercado de la bolsa en 1929. En respuesta a este suceso se decidió separar las actividades comerciales y de inversión, prohibiendo afiliaciones con el fin de impedir estas situaciones de nuevo. Además para salvaguardar el sistema financiero se limitaron las actividades de riesgo que los bancos comerciales podían tomar y les protegieron de la fuerte competencia que suponían los bancos de inversión.

La prudencial supervisión y regulación, el acceso a la seguridad estatal, el aumento de los techos de depósitos, las restricciones geográficas produjeron una industria financiera sana y rentable. Esencialmente, se restringió la actividad de los bancos a la tradicionales.

La estructura tradicional de los bancos, comenzó a erosionarse entorno a 1970 debido a que los bancos comerciales comenzaron a hacer frente a una competencia muy agresiva por parte de compañías que realizaban actividades similares a las suyas pero no eran instituciones financieras en sí mismas. Además, la tecnología permitió que dichas compañías crearan una variedad de productos financieros muy competitivos y por tanto supusieron una amenaza para los bancos tradicionales. Además estas compañías

novedosas, no estaban reguladas y por tanto contaban de una ventaja competitiva ya que los bancos si estaban sujetos a estrictos requisitos regulatorios. Esta desventaja se acentuó con la subida de la inflación y los altos tipos de interés del mercado. Este aumento de competitividad en el sector produjo una mayor concentración de la industria financiera, con menos bancos pero mas grandes. La separación de bancos comerciales y bancos de inversión desapareció , dando lugar a organizaciones financieras de gran tamaño que hoy en día llevan a cabo una gran variedad de actividades financieras.

La creciente competencia a la que los bancos comerciales tuvieron que hacer frente, combinado con restricciones regulatorias y requisitos, se tradujo en beneficios reducidos. Con el paso del tiempo, las restricciones regulatorias se eliminaron progresivamente ya que los bancos así lo exigieron para poder corregir esa desventaja competitiva. La desregularización comenzó en 1980.

Hoy en día las grandes organizaciones financieras con presencia a nivel mundial realizan actividades de distinta índole. Las instituciones financieras se benefician de la variedad de las actividades ya que suponen un beneficio adicional y además pueden diversificar mejor sus activos e inversiones reduciendo el riesgo de las mismas. Sin embargo, estos beneficios pueden ser superados si la complejidad adicional hace que sea más difícil para el mercado, la gestión del banco y los reguladores para evaluar, monitorear el control de riesgos que podrían poner en peligro la estabilidad. La interdependencia bancaria se ha convertido en una amenaza para la estabilidad del sistema financiero mundial.

La transformación del sistema financiero, la ejecución y aglomeración de distintas actividades bajo una misma organización ha producido que la industria sea mas opaca por lo que resulta más difícil llevar a cabo una supervisión eficaz por parte de las autoridades competentes. Además, la complejidad de la organizaciones ha supuesto una mayor dificultad para evaluar el riesgo de las distintas actividades ya que existe cierta interconexión entre las distintas áreas de los bancos y su supervisión. Además, la supervisión de las instituciones se llevaba a cabo de manera puntual (trimestral, anual..) por lo que la percepción que reciben los reguladores se reduce una “fotografía” , lo que limita la capacidad de análisis y de interpretación de los datos.

Durante la crisis subprime de Estado Unidos que desencadenó en un recesión económica mundial, el origen del problema fueron en gran parte, las instituciones financieras. El problema no fue el tamaño de los bancos, si no que eran organizaciones muy poco transparentes y complejas para el mercado, los reguladores e incluso para la propia administración de dichas instituciones, lo que dificultó el control y regulación del riesgo que asumían las mismas.

Las crisis bancarias, como formas especiales de manifestación de las crisis financieras, se han dado durante décadas. Sin importar el tipo de sistema financiero o el grado de desarrollo del sistema financiero, las crisis bancarias han marcado la mayor parte de los estados de el mundo. (Morris, 2010)

La vulnerabilidad del sistema bancario debe buscarse en la esencia misma de la actividad bancaria básica: la concesión de préstamos sobre la base de los depósitos atraídos. Debido a las características especiales de la actividad bancaria, la quiebra de un banco es similar al desequilibrio de una pieza de dominó que atrae con ello el choque de todo el sistema. Por eso, la prevención o la resolución de la crisis bancaria, en sus primeras etapas, es una necesidad reconocida por las autoridades y destacado por su grado de participación masivo en la resolución de situaciones de crisis.

El papel de las instituciones bancarias en la ocurrencia, la transmisión y resolución de las crisis financieras resulta fundamental y constituyen un sólido pilar tanto como para la prosperidad económica como para el desencadenamiento o aceleración de la crisis.

El importante papel de los bancos en la propagación de la crisis financiera se puede explicar a través de una serie argumentos: la sustancial y significativa exposición que las entidades bancarias tienen en el mercado interbancario, en los mercados internos e internacionales, y además, los bancos se han convertido en las últimas décadas en los participantes más relevantes y con mayor poder de los mercados de capital. Así han logrando ser un puente de conexión entre los diferentes componentes del sistema financiero. Este escenario, actualmente muy característico y protagonista de la economía global, surge en el contexto y a raíz de medidas de liberalización de la banca de los años 80.

La liberalización bancaria también dio lugar a otro escenario en que el de nuevo, las entidades bancarias orientan su actividad hacia algunos nichos de mercado desatendidos hasta ese momento, como surgió con el crédito hipotecario en Estados Unidos en los años previos al estallido de la crisis. La regulación insuficiente y la falta de experiencia en banca, en una primera etapa de un aumento exponencial de esta actividad fueron algunas de las causas que desencadenaron en la burbuja financiera. La pompa de jabón estalla cuando el aumento del ritmo se ralentizó y la cuota de préstamo de alto riesgo alcanzó niveles alarmantes.

Rojas-Suárez, economista peruana especialista en la política de regulación financiera y el impacto de los flujos de capital, en 2004 elaboró tres principios básicos en la concepción de un programa exitoso para resolver la crisis bancaria. El primer principio consiste en el hecho que la sociedad en su conjunto debe ejercer una fuerte presión política para que la resolución de la crisis bancaria se convierta en una prioridad para las autoridades. El segundo principio consiste en el hecho de que los partidos que hayan obtenido beneficios sustanciales a través de actividades con un riesgo implícito elevado y de manera consciente, deben pagar una gran parte del coste de la reestructuración bancaria. Por último, el tercer principio representa la emergencia de la ejecución de las medidas, a través de prohibir a las instituciones con problemas a continuar con la concesión de préstamos a deudores con un alto grado de riesgo de repago o la capitalización de los intereses de los atrasos, mediante la concesión de nuevos préstamos.

El fortalecimiento de la supervisión bancaria , con un acento en la solvencia como requisito fundamental , surgieron como una reacción a la crisis bancaria. Las regulaciones se han actualizado y perfeccionado a través del nuevo Acuerdo de Basilea II.¹⁵

¹⁵ Normativa basada en tres pilares: 1) Discriminación ente niveles de rating. 2) Posibilidad de hacer uno de modelos internos. 3) Compendio de todos los riesgos de la entidad. (Management Solutions, 2014)

Los incentivos de compensación personal de la industria financiera no diferenciaron entre la creación de una verdadera 'alpha'¹⁶ frente a la creación una rentabilidad con base; la financiación de bajo costo, ni la calidad (atributos de riesgo) de los ingresos del personal de la empresa. (OECD, 2008)

Los desequilibrios a nivel de todo el sistema financiero y bancario, estuvieron estrechamente relacionados con los factores macroeconómicos , que pueden ser cíclicos (recesión económica) o estructurales (baja calidad de la supervisión y regulación bancaria). La inestabilidad macroeconómica ha constituido permanentemente un importante factor de generación de crisis bancarias sistémicas .

Las evoluciones estructurales pueden constituir un importante factor adicional en explicar las crisis bancarias. La existencia de un sistema jurídico coherente y de un robusto estructura de supervisión, son una condición necesaria pero no suficiente de un sistema bancario estable. (Comité Financiero y Económico, 2001).

Como resultado de la reciente crisis de los mercados, el aumento de la regulación y la participación del gobierno en la economía ha sido defendido como un remedio a la crisis financiera y como medio para prevenir futuras crisis. La nacionalización de instituciones financieras fue una solución a corto plazo, adoptada por muchos gobiernos para evitar nuevas caídas del índice bancario durante la crisis.

En respuesta a esta situación, muchos expertos y funcionarios del gobierno han defendido la idea de que la falta de regulación fue la principal causa de la crisis financiera, y que un aumento en el futuro de supervisión, servirá para proteger la integridad de la economía y las instituciones financieras de sí mismos en él. (Johnson, 2011)

¹⁶ Rentabilidad obtenida por el gestor para una cartera. Mide el exceso de rentabilidad obtenido sobre lo que cabía esperar de acuerdo con el riesgo sistemático.

Administraciones públicas

Como hemos visto anteriormente, las administraciones publicas son otro de los grandes jugadores en la economía y actúan como un engranaje de la misma.

Como agentes económicos en el área de administraciones publicas analizaremos la actuación de dos de los grandes bancos centrales : la Reserva Federal (FED) estadounidense y el Banco Central Europeo (BCE). La elección de estos dos agentes económicos para nuestro estudio de los agentes económicos resulta muy evidente, pues ha sido una crisis de los países desarrollados y estos bancos centrales tuvieron una gran involucración e importante papel en el desarrollo y evolución de la crisis de 2007.

La actuación de la FED y el BCE fue similar en cuanto a estrategias e instrumentos utilizados. Aunque también existieron significativas divergencias entre la actuación de los mismos, que expondremos mas adelante. La disparidad en la distinta actuación de los dos bancos centrales se debió principalmente a una distinta apreciación sobre el riesgo y una diferente sobre la crisis, sus consecuencias, la previsión de su desarrollo y sus efectos.

Fue una ardua tarea a la que la FED y el BCE tuvieron que hacer frente pues desempeñaron un papel decisivo en la respuesta a la grave crisis iniciada en 2007, lo que supuesto grandes desafíos para los Bancos Centrales. Tuvieron que confrontar problemas desconocidos en las crisis precursoras, como en el terreno de abastecimiento de liquidez y el equilibrio de los mercados financieros a través de la aplicación de políticas monetarias.

El estallido de la crisis en 2007 fue en cierto modo inesperado y la emergencia de bloquear los mercados interbancarios se convirtió en una prioridad para los cancos centrales, entre ellos la FED y el BCE, asumiendo una labor de distribución de la liquidez.

En un primer momento, las políticas y estrategias de la FED y del BCE no estuvieron coordinadas, aunque su reacciones si fueron similares en relación a una cuantiosa

provisión monetaria con el fin de desagraviar las carencias de liquidez de las entidades financieras.

Una de las grandes diferencias que podemos apreciar entre la actuación de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo fue entorno a la flexibilidad de las que disponían ambas instituciones. Por un lado, el BCE disponía de un marco de actuación muy amplio y flexible lo que le permitió valerse de un esquema de instrumentación muy amplio. Sin embargo, la FED tuvo que dilatar sus facultades para poder introducir entre sus políticas nuevos instrumentos de intervención. Acercando así su cuadro de actuación e intervención al europeo.

Tras la caída de Lehman Brothers y el hundimiento del sistema financiero norteamericano la Reserva Federal , llevó a cabo medidas firmes que necesitaron la utilización de medidas no convencionales en ambos continentes, tanto en Estado Unidos como en Europa.

Por un lado, el BCE inyectó liquidez de manera sostenida y sin limite con el objetivo de paliar la inseguridad , incrementando así mismo su duración a un año mediante las operación de financiación más a largo plazo (LTRO)¹⁷. Además introdujo una medida de adquisición de bonos parecidos a las cedulas hipotecarias y posteriormente implementó el Programa de Activos de Mercado¹⁸ con el objetivo de afianzar la política monetaria. Para poder implementar estas distintas medidas el BCE no tuvo que llevar a cabo reestructuraciones de su marco operativo o competencias del mismo, pues gozaba de una estructura flexible.

Por otro lado la FED también exprimió las capacidades que su marco de actuación le proporcionaba aunque tuvo que ampliar ciertos aspectos del mismo. La adquisición de

¹⁷ Operación de financiación a largo plazo del Banco Central Europeo es un proceso por el que el BCE otorga financiación a los bancos de la eurozona. El objetivo declarado de la LTRO es mantener un colchón de liquidez para los bancos que poseen activos no líquidos, y evitar así que los préstamos interbancarios y otros préstamos se bloqueen como lo hicieron en la contracción del crédito de 2008.

¹⁸ Iniciativa del BCE de comprar activos para impulsar el crecimiento de la zona euros.

activos de esta institución fue distinta a la llevada a cabo por el BCE, pues compró elevados niveles de activos en tramos diferentes y con una progresión gradual. Esta estrategia se basó en una mayor dilución del campo de actuación de la política monetaria y fiscal.

En cualquier caso, las estrategias, políticas y actuación de ambos bancos centrales ha reflejado un elevado grado de flexibilidad y una alta capacidad de reacción de los modelos actuales de política monetaria. La capacidad innovadora de estrategias también fue muy significativa y efectiva tanto por parte tanto de la Reserva Federal como del Banco Central Europeo.

De las lecciones que han aprendido los Bancos Centrales durante la crisis vivida, parece que la necesidad de la actualización de la política económica ha lugar a un concepto conocido como la macro prudencia ¹⁹. Este fenómeno tiene como objetivo reconocer los riesgos inherentes a la estabilidad macroeconómica y financiera. Así como perfeccionar y ampliar los instrumentos apropiados para prevenir nuevas dificultades en estos ámbitos.

El papel de los Bancos Centrales, no puede ser aislado de la cooperación y actuación de otras instituciones o autoridades de regulación y supervisión pero resulta imprescindible que dichos bancos continúen disponiendo de la autonomía en la aplicación y decisión en el campo de la política monetaria. (Banco de España, 2013)

Desde el principio, los Bancos Centrales proporcionan liquidez al resto de entidades financieras con problemas, pero no pudieron resolver el problema principal, que era la pérdida de la confianza en la solidez de las instituciones involucradas.

Por lo tanto, los gobiernos adoptaron medidas extraordinarias para recapitalizar y sanear los balances de los bancos. La situación parecía estar contenida hasta que, en septiembre

¹⁹ “La política macroprudencial considera que la estabilidad del sistema financiero depende de la solidez colectiva, sin tener en cuenta que un comportamiento prudente a escala individual —como la venta de activos cuestionables, el endurecimiento de las normas de crédito o el acaparamiento de efectivo— puede ser problemático si se generaliza.” (Fondo Monetario Internacional, 2013)

de 2008, la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers puso el sistema financiero global al borde de un colapso generalizado, causada por el pánico de los inversores. Las acciones de los gobiernos permitieron superar esta fase crítica de la crisis, que ya había provocado una profunda recesión.

Para hacer frente a los problemas del sistema bancario y salir de la recesión, los gobiernos introdujeron generosos programas de estímulo fiscal. Esto condujo a grandes cantidades de déficit público que, junto con el alto nivel de deuda que algunos países ya habían acumulado, generó una crisis de deuda soberana liderada por Grecia, pero seguido de cerca por otros países europeos.

Todo esto demuestra la interconexión entre las diversas crisis y sus remotos orígenes. (Argadoña, 2011) Durante años, la política monetaria excesivamente laxa de la Reserva Federal de los Estados Unidos había dado lugar a la creación de una burbuja inmobiliaria en los Estados Unidos. La sobrevaloración de los activos, la alta deuda y una sensación de euforia dio lugar a la primera crisis, que comenzó, como ya se ha señalado, cuando el crecimiento de los precios de la vivienda se detuvo, desaceleración de la demanda y la ejecución de muchos créditos e hipotecas, de clientes a los valores predeterminados. Esta crisis se reprodujo, de diversas maneras en otros países europeos, debido a su interacción pero también por la relajada política del Banco Central Europeo

La segunda crisis surgió de la explosión de la burbuja y su impacto en los balances de las instituciones financieras : la pérdida de valor de los activos , el aumento de la morosidad , las dificultades de financiación y la falta de capital. Esta crisis se produjo no sólo en los países en que una burbuja se había formado , como los Estados Unidos , Gran Bretaña, España e Irlanda , sino también en otros, como Alemania y Bélgica, cuyos bancos habían invertido en activos «tóxicos» . También se vio agravada en algunos casos por una crisis monetaria , cuando la moneda nacional se depreció , aumentando fuertemente los niveles de deuda de los hogares, las empresas y las instituciones financieras , como ocurrió en Irlanda.

La tercera crisis fue una crisis de deuda soberana , y fue causada por la alta deuda contraída por los gobiernos a través de sus medidas de estímulo fiscal y el apoyo a los bancos con problemas en un entorno de elevada deuda externa del sector privado. La

posibilidad de incumplimiento por parte de algunos gobiernos creó una nueva ola de desconfianza, el aumento de la prima de riesgo y forzando a estos gobiernos a aplicar planes de consolidación fiscal duros, lo que agravó la recesión y las dificultades de sus bancos.

Desde los años 1970 y 1980 , los agentes fiduciarios han sido cada vez más aconsejados a tomar un enfoque exclusivamente racional para la ejecución de sus funciones. Una combinación de los avances tecnológicos , las innovaciones financieras y las nuevas teorías de gestión de inversiones impulsó este desarrollo , que ha cambiado radicalmente el paisaje de inversión. Uno de los efectos de estos cambios ha sido la aglomeración de los anteriores modos de comportamiento fiduciarios que eran más razonables.

Para ayudar a remediar esta situación, los fiduciarios deben revisar algunos de los principios básicos de comportamiento razonable : una atención a los efectos de sus acciones sobre los demás y las implicaciones del mundo real de sus decisiones de inversión . (Lydenberg, 2013)

Un retorno a la razón facilita una mejor cómo los fiduciarios y sus decisiones de inversión por las que deben velar en sus actividades:

- El objetivo del bienestar de sus beneficiarios y el mundo en que viven.
- Las fuentes de recompensas a largo plazo dentro de los mercados financieros.
- La asignación imparcial de los beneficios entre las generaciones actuales y futuras.

Estas consideraciones resultan adecuadas para el mundo emergente del siglo XXI . Ya que hacen frente a estas cuestiones de la creación de valor a largo plazo , la sostenibilidad ambiental y la justicia social que cada vez más se confrontan en un mundo con infinitos deseos y las aspiraciones de las sociedades altamente desarrolladas.

Con el fin de integrar estas consideraciones fundamentales de el deber fiduciario, deben llevar a cabo reevaluaciones por parte de los gobiernos, académicos , y las profesiones jurídicas y financieras de lo que constituye el papel apropiado de los fiduciarios en el desarrollo de todas las actividades, no solo económicas o financieras. Estas valuaciones

requieren una cuidadosa reflexión y esfuerzo y estos esfuerzos podrán producir beneficios financieros , económicos , sociales , y ambientales amplios a largo plazo.

Las empresas

En el marco de los agentes económicos analizaremos la actuación de las agencias crediticias ya que su papel tuvo un efecto muy decisivo en el desencadenamiento, estallido y evolución de la crisis. Además estudiaremos las medidas que se llevaron a cabo para regular la actuación de las agencias crediticias.

Las agencias de calificación crediticia tienen un papel muy influyente en los sistemas financieros mundiales, por ello es fundamental que otorguen calificaciones con la mayor calidad posible así como objetivas y libres de sesgos.

La industria de las calificaciones está controlado por tres agencias: Standard & Poor's, Moodys Investor Service y Fitch Ratings. También existen algunas agencias nacionales pero su influencia y opinión es insignificante en relación con el grupo dominante.

La labor de las agencias de calificación crediticia gira entorno a evaluar a los emisores de deuda así como los propios productos financieros, asignándoles una calidad crediticia. Por calidad crediticia entendemos la capacidad de hacer frente a sus obligaciones de pago. Esta actividad tiene el objetivo de informar la probabilidad de incumplimiento con información privada y publica proporcionada por los emisores.

Las agencias de calificación ayudan a rebelar información adicional relevante acerca de una empresa a los mercados en forma de calificaciones para así contribuir a la reducción de la asimetría de información ente la empresa y potenciales inversores.

Durante la crisis subprime o las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, las agencias crediticias se vieron sometidas a duras críticas, debido a que fueron acusadas de haber publicado calificaciones incongruentes con la realidad, además de no haber valorado adecuadamente los riesgos implícitos en productos como los CDS o CDO y las malas praxis que llevaron a cabo influenciados por un conflicto de intereses.

Algunas de las criticas que las agencias de calificación crediticia recibieron a raíz de la crisis financiera fue que no incluyeron en sus valoraciones la morosidad de las personas

que contrataron las hipotecas ni tampoco valoraron los complejos mecanismos de titulación hipotecaria que se llevaron a cabo.

Además las agencias recibieron críticas en cuanto a los conflictos de intereses en los que se vieron inmersas estas organizaciones. Por un lado las agencias valoraban a las propias compañías que asesoraban y además las agencias eran directamente remuneradas por estas mismas instituciones. (Seung Hun Han, 2012)

La integridad de las agencias de calificación crediticia se puso en entredicho durante los años de la crisis y por ello se han llevado a cabo numerosas reformas y medidas con el objetivo de potenciar la calidad, la transparencia y la objetividad de las calificaciones que otorgaban. Estas iniciativas fueron llevadas a cabo tanto desde organismos nacionales como internacionales .

Por un lado, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) examinó el código de conducta de las agencias con objeto de obviar los conflictos de intereses, aumentar la transparencia y la validez de las calificaciones.

Por su parte, Estados Unidos a través de la Comisión de Valores y Bolsa (SEC) endureció la regulación de las agencias con el objetivo de reducir la desconfianza e incertidumbre a cerca de las valoraciones y calificaciones. Mientras tanto, en Europa fue la Comisión Europea quien tras realizar un referéndum, llevó a cabo una propuesta legal en referente a la ordenación de las agencias de calificación crediticia. (Banco Central Europeo, 2009)

Las actividades deficitarias y cuestionables que se identificaron a raíz de la crisis fueron las siguientes:

- Veracidad de las calificaciones de algunas instituciones y productos o instrumentos financieros.
- Integridad de los métodos y enjuicio de las calificaciones.
- Conflictos de intereses.
- Falta de alicientes para efectuar una apreciación independiente.

Además, las agencias fueron criticadas por su precipitación por degradar la calificación crediticia de la deuda soberana de los países de la Eurozona, alarmando los mercados y aumentando la desconfianza de los mismos.

Estas deficiencias que se detectaron en las agencias crediticias despertaron amplias preocupaciones. *“Deficiencias en los modelos y metodologías de calificación; inadecuada diligencia debida al verificar la calidad del conjunto de activos que respalda los valores sobre los que se ha emitido una calificación; transparencia insuficientes sobre los supuestos, los criterios y las metodologías utilizadas al calificar los productos estructurados; difusión insuficiente de la información sobre el significado y las características de riesgo de las calificaciones de los instrumentos financieros estructurados; atención insuficiente de los conflictos de interés en el proceso de calificación”*. Foro de Estabilidad Financiera de abril de 2008.

El desempeño por parte de las agencias de calidad crediticia, ha demostrado a consecuencia de la crisis financiera de 2007, que dichas agencias tienen un fuerte poder de influencia y que por tanto son capaces de influenciar así como agravar la crisis, desmejorando la confianza de los inversores y del mercado, y haciendo crear la balanza de estabilidad económica a nivel mundial.

En este contexto, el BCE publicó unas iniciativas en relación a las agencias que se enfocaba en el fruto de tres objetivos :

- *“Aumentar la transparencia sobre la emisión de calificaciones y sobre la supervisión de esas calificaciones*
- *Lograr que el proceso de calificación satisfaga los criterios de calidad e integridad adecuados*
- *Proteger la integridad u la interdependencia de las agencias de calificación crediticia*
- *Solventar el conflicto de intereses adecuados por el modelo de gestión de las agencias de calificación según el cual los emisores pagan por las calificaciones”* Banco Central Europeo. Informe sobre La Evaluación de Impacto que acompaña a la propuesta del Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de calificación crediticia. Noviembre de 2008.

Tras recibir duros reproches por parte de instituciones como el Banco Central Europeo, la Reserva Federal, la SEC o la prensa económica, las agencias crediticias alegaron

haber actuado con negligencia de manera consciente. Pero durante las alegaciones hicieron hincapié en sus calificaciones eran meras opiniones y no recomendaciones estrictas de inversión.

La mala reputación de las agencias a raíz de la crisis financiera, aun está lejos de recuperarse y por ellos se ha propuesto que se disuelva el oligopolio formado por las tres agencias : Standard & Poor's, Moodys Investment Services y Fitch Group mediante la promoción de algunas agencias u organismos de calificación crediticia de origen Europeo. (Ryan, 2012)

La implicación a nivel internacional y su ya corroborada influencia en la estabilidad de los mercados supone la necesidad de una cooperación y un acuerdo a nivel internacional sobre los aspectos reguladores en referencia a las carencias que venían arrastrando las agencias y orientado hacia la consecución de un mejor mecanismo. Aun quedando grandes lagunas que solventar, el proceso de reformas y por consiguiente la mejora del sistema de calificación crediticia proporcionara una mayor seguridad del funcionamiento de las agencias y la confianza en evaluaciones por parte de las agencias, mejorando así la percepción de los mercados, y la confianza en las propias agencias por parte de los inversores o el público en general.

En referencia a las familias o individuos que contrataron préstamos o hipotecas durante la gestación y posterior evolución de la burbuja inmobiliaria, jugaron un papel muy decisivo en la crisis subprime.

Dadas las favorables condiciones en las que se encontraba la economía y la facilidad de acceso a la financiación externa, las familias estadounidenses comenzaron a apalancarse en exceso, sobreestimando sus capacidades de pago.

Por un lado, contrataron hipotecas que en las cuales incurrieron en altos riesgos de impago, ya que muchos de ellos deseaban alcanzar el anhelado "sueño americano". Por otro redujeron sus ahorros dando paso a mayores endeudamientos. La combinación de ambos fenómenos dio lugar a una situación muy delicada para las familias, en las que un mínimo desequilibrio provocaría el caos en sus economías familiares. Son numerosos estudios, los que apuntan a que la responsabilidad de las concesiones de estas hipotecas eran íntegramente por las entidades que las concedían. Pero también

cabe analizar, hasta que punto los prestamistas conocían la realidad de su situación y actuaron de manera irresponsable de manera consciente y por tanto compartirían esta responsabilidad.

CAPITULO III: **LA ÉTICA Y MORALIDAD**

CAPITULO III: LA ÉTICA Y MORALIDAD

Apartado de Ética

A menudo se ha afirmado que esta ha sido una crisis ética donde los errores morales pueden explicar por qué los fracasos económicos y políticos pueden llevar a situaciones de crisis.

Para explicar esto, vamos a desarrollar nuestro análisis en tres niveles. La primera se refiere a los defectos morales de los individuos, que se manifiesta a través comportamientos inadecuados que pueden desencadenar en una crisis. El segundo es el nivel de las organizaciones: porque las estrategias y las culturas de las empresas no financieras, bancos, fondos de inversión, agencias de calificación, bancos centrales, reguladores y supervisores, y los gobiernos muestran la existencia de faltas éticas a nivel organizacional. El tercer nivel es el de la ética social y teórico, cuyas faltas han dificultado el funcionamiento de mecanismos correctivos o han agravado las consecuencias morales de las decisiones individuales u organizacionales.

La presente sección de este documento analiza un repertorio de comportamientos moralmente erróneos o cuestionables que surgieron durante la reciente crisis. Al tratar de introducir estas conductas en el funcionamiento de los organismos financieros, nos preguntamos hasta qué punto la crisis ética fue también, una crisis de gestión o gobierno de las entidades. Esto nos llevará a un análisis del concepto de ética que surge en estas explicaciones, y que arrojará luz sobre la naturaleza de los problemas sociales más profundos que se han tenido lugar durante el desarrollo de la crisis.

En esta sección, se revisan algunos de los comportamientos que se refieren de una manera u otra a las acciones que han llevado a cabo durante la crisis. No es, por supuesto, un análisis exhaustivo, pero sólo un rápido inventario que demuestra que la dimensión moral ha sido un hecho muy presente en el crisis financiera global de esta década.

Primer nivel: Los defectos morales de los individuos

Se ha dicho en numerosas ocasiones que una de las causas de la crisis fue la codicia, que se define como un deseo egoísta y excesivo por más de algo, en este caso del dinero y el poder. Una distinción debe hacerse entre el vicio y la racionalidad económica legítima. Este último se aprovecha de las oportunidades, como por ejemplo la compra de un activo cuando los precios son bajos y vender cuando son altos, o asumir una deuda cuando los tipos de interés son bajos. (Miller, 2009)

Entre las virtudes olvidadas también podemos incluir la templanza y, en concreto, la capacidad de frenar el deseo de éxito, la riqueza o el reconocimiento social, que se convirtieron en los obstáculos a la conducta profesional adecuada, y la cobardía, la complicidad y la falta de fuerza. Por ejemplo, algunos gerentes, a pesar de darse cuenta de lo que estaba pasando, evadieron algunas decisiones difíciles que podrían haber puesto en peligro su carrera o su remuneración. También hubo comportamientos de orgullo, arrogancia. No solo la arrogancia de las entidades financieras, sino también entre los economistas, reguladores y gobiernos, todos ellos convencidos de que sus conocimientos y habilidades eran superiores y que no tenían por qué someterse a la supervisión de los demás y que se situaban por encima de la ley. En resumen, todos ellos colocaron un alto valor en el honor, la gloria, la riqueza, la fama y todo lo demás que podría haber sido logrado a través de la excelencia profesional y no a través de mentiras. Aún así se mostraron más dispuestos a mentir que a frenar sus deseos o reorientar su valores. (Torres, 2009)

Todo esto condujo a situaciones de injusticia, como describieron Hawtrey y Johnson en 2009 en un artículo “Razonamiento Moral en la crisis financiera mundial” en el Diario de Religión y Ética Empresarial, donde señalaron algunas de estas injusticias como: la retención de información, la publicidad engañosa, la multiplicación de las operaciones para generar mayores comisiones, la manipulación de las recomendaciones de inversión entre otras, y omitiendo la consideración del bien común. Como por ejemplo, los

problemas de riesgo moral , cuando las instituciones financieras se aprovechan de la limitación de sus riesgos, gracias a la disposición legal de responsabilidad limitada o la existencia de garantías que limitan sus pérdidas.

La prudencia o racionalidad práctica es la virtud principal del banquero según Termes en el artículo que publicó en 1995 llamado “La Ética de las Instituciones Financieras”. Hizo especial hincapié en la dificultad de ejercer esta virtud en un entorno de alto crecimiento , con bajas tasas de interés y con oportunidades extraordinarias para el beneficio , lo que lleva a un mayor apalancamiento y una reducción en la percepción de la arriesgar , todo lo cual constituye el ambiente perfecto para una mala gestión.

Durante la crisis hubo muchas manifestaciones de estas practicas. La complacencia, por ejemplo, es común en la fase de auge y se ha visto manifestado en otras crisis o recesiones económicas. Así como el comportamiento de rebaño , que puede ser racional, pudiendo también aumentar la volatilidad. Esta volatilidad puede contagiar a otros mercados, lo que lleva al pánico, y es atribuible en cierta parte al “comportamiento de rebaño” que tuvo sus orígenes en Wall Street y posteriormente se trasladó al resto de los sistemas financieros.

Este breve resumen de la conducta inmoral muestra , como hemos dicho antes , que la crisis tiene una dimensión ética . Sin embargo, debemos tener en cuenta que estos vicios siempre están presentes en una forma u otra en todas las actividades humanas .

Muchos agentes han sido motivados por la codicia en muchos lugares y durante siglos, y cabe plantearnos ¿por qué la crisis se produce ahora y en estos países y no en otros momentos y en otros lugares? Una respuesta a esta pregunta podría estar basada en la generalización de estos comportamientos , que han superado un determinado umbral por encima del cual no se puede garantizar la estabilidad de los resultados. No tenemos evidencia empírica al respecto, aunque podría haber habido cambios sociales, legales e institucionales que acentúan el papel de la codicia y otros vicios . Por ejemplo , las condiciones económicas para la formación de una burbuja puede generar anormalmente altos incentivos. Además, puede que haya habido un cambio en los valores de la

sociedad , dando lugar a situaciones de codicia inducida por alentar y recompensar a aquellos que tienen éxito en su comportamiento y haciendo más difícil comportarse de otro modo : dando lugar a la generalización de " la codicia es buena ". Este fenómeno se vio reflejado en las normas de conducta de las empresas , los reguladores y los intermediarios financieros.

Por otro lado , la sociedad ha desarrollado los mecanismos de protección, no en contra de sí mismos o de un comportamiento inmoral , sino contra sus consecuencias, que van desde la ley , los tribunales y las multas al rechazo social de los delincuentes. Es posible que estos mecanismos sociales se hayan relajado en los últimos años, y esto nos lleva al siguiente nivel de la ética.

Segundo nivel: La ética de las organizaciones

La crisis que estamos viendo es a menudo descrita como una crisis de liderazgo o de gestión de organizaciones, tan variadas como los bancos comerciales y de inversión, fondos de cobertura, agencias de calificación crediticia, órganos de supervisión, los bancos centrales y gobiernos.

Ha habido casos de mal gobierno y la falta de competencia profesional por parte de los directores, gerentes y analistas en organizaciones de todo tipo. A menudo, el papel del análisis y valoración de los activos, e incluso las decisiones de compra o venta de activos, fue confiada a los jóvenes profesionales que no tenían experiencia en finanzas, utilizaban sofisticados modelos demasiado simplistas que nadie se atrevía a criticarlos. Por otra parte, sus superiores no sabían lo que estaban haciendo sus subordinados, quienes no alcanzaban a comprender por completo los modelos que estaban utilizando ni sus implicaciones ni su alcance, y que no ejercían una supervisión adecuada.

Estos fallos se manifestaron principalmente en el análisis y gestión de riesgos, lo que lleva a personal clave en prácticamente todas las principales instituciones financieras tomar riesgos excesivos. Había muchas razones para esto. Las instituciones financieras, por ejemplo, habían establecido mecanismos rigurosos para la definición y seguimiento de estos riesgos, pero estos se basaban en suposiciones demasiado optimistas. Las

hipótesis basadas en la hipótesis de que los eventos catastróficos o “cisnes negros”²⁰ (Taleb, 2007) eran muy poco probables, por lo que podrían ser omitidos del modelo. Los mecanismos para la cobertura de riesgos de las carteras se basaron en la evidencia de las últimas décadas, una suposición de que fue claramente probada falsa. (Taleb, 2007) Estas suposiciones crean la ilusión de que el riesgo había sido eliminado de las carteras de las instituciones por los Credit Default Swaps (CDS), sin tener en cuenta el hecho de que este riesgo fue reintroducido en otras formas. Se crearon grandes oficinas públicas de supervisión y control, pero cada uno estaba actuando a nivel local, lo que significa que nadie supervisaba el riesgo sistémico y de manera más global. Además, se habían eliminado o mitigado diversos mecanismos e instituciones establecidas inicialmente para vigilar sus efectos.

A menudo se ha argumentado que la crisis se debió a la creación de incentivos perversos en la gestión de las instituciones financieras. Los incentivos, financieros o de otro tipo, tienen por objeto el fomento de determinados comportamientos que se espera que conduzca a los resultados deseados, pero también pueden causar efectos no deseados (tal vez porque estuvieran incorrectamente diseñados) de tal manera que los resultados no deseados eran recompensados. Por ejemplo, el hecho de que recompensaran un aumento en el precio de la acción en el corto plazo, en vez de el logro de un mayor valor en el largo plazo.

Estos incentivos estaban manipulados por aquellos que se beneficiaban de los resultados, o porque se asumió que los agentes estaban únicamente motivados por intereses económicos. La introducción de incentivos de esta naturaleza desplazó otros posibles objetivos, como la calidad de su trabajo o la creación de equipos eficaces en el largo plazo.

Es probable que muchos de los comportamientos inadecuados en la reciente crisis tengan que ver con la existencia de incentivos perversos. Por ejemplo, el intento de alinear los intereses de los gestores y los de los analistas con los de los accionistas llevó

²⁰ “El profesor Taleb lo define como un hecho fortuito que satisface estas tres propiedades: gran repercusión, probabilidades imposibles de calcular y efecto sorpresa.” El cisne negro del profesor Taleb, 2010

a los sistemas de compensación a hacer hincapié en los resultados a corto plazo, lo que pudo dar lugar a comportamientos indeseables, tales como la toma de riesgos excesivos y la manipulación de los resultados financieros.

En cualquier caso, el diseño e implementación de estos sistemas de retribución fueron también imprudentes y un signo de mal gobierno, precisamente porque esos resultados no deseados no se previeron.

Un caso particular de los incentivos perversos fueron los conflictos de interés que fueron surgiendo, por ejemplo, en las agencias de calificación crediticia, ya que sus ingresos dependían en gran medida de la valoración de los activos de sus clientes.

La crisis también implicó otros problemas, tales como el arbitraje regulatorio, por lo que las organizaciones y compañías trasladaron sus operaciones y actividades a países con controles más laxos o incluso modificaron la naturaleza de las operaciones con el fin de eludir las regulaciones o aprovechar brechas en la legislación.

Además, la falta de transparencia (opacidad de las operaciones, el encubrimiento de la información de clientes, reguladores e incluso accionistas, entre otros) fue otra de las características de muchos de los comportamientos que caracterizaron la crisis.

Los mecanismos de regulación y control también fracasaron: cambios tales como la abolición de la ley Glass-Steagall²¹ conocida comúnmente como el “Banking Act” en los Estados Unidos, una ley que separaba la actividad de banca comercial y de inversión, los incentivos para los préstamos hipotecarios de alto riesgo por las empresas bajo el patrocinio del Estado (como Fannie Mae y Freddie Mac en los Estados Unidos) y la resistencia a la regulación de algunos derivados financieros, y así sucesivamente.

Tercer nivel: La dimensión social de la ética

En cierto sentido, esto traslada el problema a la esfera de la política, que ha cambiado su posición moral, al menos en algunas sociedades occidentales. Durante la última década, estas sociedades han establecido proyectos políticos orientados a fines racionales y universales: libertad, igualdad, desarrollo y bienestar. “*La racionalización de los medios*

²¹ Ley de Estado Unidos de 1933 que regulaba la especulación, así como la independencia de los bancos comerciales con la banca de inversión.

ha sustituido el ideal de fines racionales [...] El resultado es, en gran medida, la fragmentación: no existen bienes comunes, la búsqueda de objetivos sociales es una cosa del pasado, la desigualdad invita a la creatividad y la competencia.” (Flamarique, 2009) Fue esta misma creatividad y la competencia que dio origen a muchas de las innovaciones financieras que más tarde llevaron a la crisis.

Lo importante es el cambio en las actitudes que se ha producido. Los ciudadanos de los países ricos tienden a atribuir al Estado y al mercado el rol de garante de sus derechos económicos y sociales (empleo, pensiones, salud, seguridad), y renunciar a una parte importante de su autonomía en estas áreas, a cambio de cierta seguridad en sus niveles de vida. El mundo económico es, de nuevo, un mundo técnico, que trabaja con sus propias reglas y que no tiene razón de ser guiado por la ética. Aún cabe albergar cierta esperanza en que este mundo se materialice una estructura productiva, organizativa y regulatoria perfecta.

Ahora el significado de la ética pública está cambiando, ya que estos derechos privados, que reclaman como necesaria e irrenunciable para su autorrealización. Los ciudadanos han perdido su apoyo ético y sólo se confirma por la ley. En el discurso público, los valores éticos se desdibujan: se reducen a la esfera privada, hasta el punto de considerar que la democracia requiere el relativismo moral, y que la existencia de valores sólidos, debe desestimarse por el fundamentalismo.

Al mismo tiempo , en una sociedad multicultural, hay que aceptar la pluralidad de valores y, por lo tanto, el relativismo cultural y, más tarde, el relativismo moral. Sin embargo, un sistema de ética basado en el cambio y valores relativos termina juzgándose sólo por sus resultados. Esto, en la política, tiene dos consecuencias . En primer lugar, lleva al desencanto, porque dar voz a todo el mundo más que conduce a una cacofonía, y una sensación de que no se cumplan las exigencias particulares de los individuos. Cuando la política abandona su entorno técnico y económico, sin el apoyo de la ética, se vuelve inestable y ambigua.

En segundo lugar, los medios tradicionales de representación política (sindicatos, partidos) dan paso a los nuevos movimientos sociales que son de vez en cuando los ciudadanos se unen sólo para la defensa de un interés personal que valoran, pero con

pretensiones de generalidad (todos los intereses, sin embargo en particular, se convierten en un interés social, y adquirir el supuesto derecho a entrar en la agenda moral de la sociedad), y crear nuevas homogeneidades (consumo como un ecualizador social), aunque estos estén sujetos a los medios de comunicación y la manipulación comercial.

Si esto es cierto, al menos en parte, la causa de la crisis será que "alguien" (políticos, banqueros, expertos) no cumplieron con algunas tareas técnicas que se convierten en deberes morales cuando son entendidos como la obligación de generar los resultados de bienestar, seguridad, crecimiento, entre otros, que los ciudadanos demandan y esto explica la confusión de los ciudadanos sobre la crisis actual: el ascenso y la duración del desempleo, la disminución de la seguridad del empleo, dificultades para mantener el estado del bienestar y la incertidumbre generalizada. Estos indicadores muestran que el mercado y el Estado no ha cumplido con su parte en esa "división del trabajo" entre lo público y lo privado. Lo peor de esto es que el problema no es transitorio.

Por otra parte, la causa de la crisis ya no se puede atribuir a los acontecimientos externos, sino a los comportamientos de los mismos ciudadanos que se quejan de la crisis, como el envejecimiento de la población, la ruptura de la homogeneidad de los modelos culturales, e incluso el cambio climático.

Todo hace pensar que los sistemas económicos, supuestamente autosuficientes y autorregulación, no lo son. La solución prevista es la regulación: el Estado debe intervenir para limitar los abusos que pueden ocurrir en el mercado en funcionamiento. (Polo L., 1993) Y esta intervención debe llevarse a cabo no sólo como un deber técnico, sino como una obligación moral, porque los ciudadanos piden, precisamente esto para garantizar el buen funcionamiento del sistema económico y para evitar la volatilidad excesiva.

Al final, los contenidos morales son transferidos a la ley, que se convierte en una fuente de normas éticas. En una sociedad individualista, en la que los bienes comunes no son factibles, el gobierno se convierte en un criterio moral. Esto deja a la persona frente a una libertad hasta ahora desconocida de elección, pero sumido en la incertidumbre, que se descarga a continuación en la ley: lo que la ley permite que es bueno, lo que se

prohíbe es malo, y si esto es desagradable, el individuo puede exigir el reconocimiento del derecho a estar en desacuerdo, lo que puede dar lugar a la excepción de convertirse en un nuevo estándar. La responsabilidad es un término que siempre aparece cuando se produce una lesión o daño, que son, en todos los casos, las responsabilidades anónimas, legales, e institucionales, y para ello existe el Estado. (Flamarique, 2009)

En resumen, podemos señalar que los fallos en la actuación de las instituciones financieras, los organismos reguladores y los gobiernos que la crisis ha puesto de manifiesto, no fueron hechos aislados, sino más bien apuntan a fallos en los modelos éticos que han regido la conducta no sólo de esos agentes, pero gran parte de nuestra sociedad, por lo menos en los países desarrollados. Es decir, los modelos construidos a partir de premisas incompletas o erróneas llevaron a enfoques erróneos de gestión: en incentivos, seguimiento, información y sistemas de contabilidad, en la selección, formación y remuneración del capital humano, y en la cultura de las organizaciones. Con estos enfoques equivocados, sólo cabía esperar que la proliferación de conductas equivocadas como la codicia, la imprudencia, el orgullo, el fraude, y la deshonestidad. Ya que los objetivos de negocio, así como los sistemas de control, culturas, sistemas de incentivos y reglas de conducta que, en última instancia, dio lugar en esta crisis. (Argadoña, 2011)

CAPITULO IV: **CONCLUSIÓN**

CAPITULO IV: CONCLUSIÓN

Tras haber analizado la Crisis Subprime, que hemos considerado como el epicentro de la crisis financiera global, de la que aún hoy luchamos por salir, hemos visto como hay ilustraciones económicas que explican la gestación de la crisis, las causas y sus consecuencias. Además, se han llevado a cabo reformas de carácter técnico-económico para solventar la situación y procurar que esta situación no se vuelva a repetir. Aún así, estas explicaciones resultan insuficientes para explicar la complejidad del asunto. Pues hay un gran componente no económico; la ética y la moralidad.

Estos dos fenómenos jugaron un papel muy decisivo en el florecimiento de la crisis y su posterior desarrollo. Por ello, cabe preguntarse hasta que punto fue la falta de moralidad y ética en las acciones de los distintos agentes económicos, la causa que envolvió todas las decisiones que llevaron a esta situación de recesión económica mundial. Cabe también preguntarse como se sitúan en una balanza la avaricia, la negligencia o la propia estructura del sistema que provocó la crisis.

En mi opinión, la causa común a todas las actividades destructivas que condujeron a esta situación, fue el colapso del comportamiento ético en toda la industria financiera y en particular a la desaparición de cualquier sentido de responsabilidad fiduciaria de las entidades frente a sus clientes, que posteriormente provocó la pérdida de confianza en la industria financiera y todas las unidades de decisión que intervinieron en ella.

No podemos hablar de hechos, o actuaciones aisladas, de los distintos agentes económicos, sino que la desaparición de la moralidad y de la ética en las prácticas financieras se extendió de manera generalizada por toda la industria, desde los banqueros, las entidades financieras en si misma, los clientes, las agencias de calificación crediticia, los gobiernos o las Administraciones Públicas.

Además es importante, a la hora de implantar medidas o reformas con objeto de solucionar la crisis y mejorar los sistemas económicos para evitar futuras situaciones semejantes, tener en cuenta la importancia de la moralidad y la ética en todas las actuaciones. Pues no sería suficiente llevar a cabo medidas meramente técnicas o

económicas sin llevar a cabo una reflexión sobre el componente ético en todas las actuaciones.

Las reformas económicas y las políticas monetarias y fiscales son condición necesaria, pero no suficiente para evitar futuras recesiones. Pues habrá que combinarlas con el compromiso de una conducta ética por parte de todos los involucrados en los sistemas económicos. Por ello, será necesario que las autoridades competentes, mantengan como uno de sus objetivos primordiales mejorar los códigos de conducta de la economía y de las distintas entidades o empresas de manera individual. *“Es evidente que las explicaciones económicas dejan muchos espacios en blanco y que hay que dar “voz” a otro tipo de aproximaciones. Traspasar las fronteras de la disciplina de la Economía para ir hacia la Filosofía Política, la Ética, la Sociología, la Psicología, la Antropología Cultural y el periodismo.”* Antón Costas, Algo más que una Crisis Financiera y Económica, una Crisis Ética.

En ausencia de un marco normativo fiable, combinado con una tendencia y tradición de comportamiento poco ético, solo puede conducirnos a la injusticia, desigualdad y la ineficiencia de los sistemas económicos, fomentando al mismo tiempo un comportamiento irresponsable. En un mundo globalizado como en el que vivimos, donde los negocios tienen presencia global y la tecnología evoluciona a ritmos vertiginosos, es muy fácil irrumpir el comportamiento ético tanto interna como externamente y esto es parte lo que sucedió.

Desde una perspectiva interna de las organizaciones, los conflictos éticos pueden dañar significativamente las relaciones de las partes interesadas de una organización. Si una organización que no logra manejar sus conflictos internos corre el riesgo de arruinar su reputación exterior. Las empresas de hoy necesitan adoptar un enfoque diferente a la responsabilidad, lo que exige una nueva dimensión de la ética. Las organizaciones deben construir unos de los mecanismos de comunicación adecuados, a fin de facilitar el acceso a la información que pudiera ayudar a los empleados a distinguir entre la conducta aceptable e inaceptable. La transparencia debe ser reforzada y debe hacerse especial énfasis en la educación para tratar de formar a las personas desde la ética a fin de que conozcan sus derechos, los de los demás, y sus responsabilidades frente a estos.

Podemos concluir que son al menos cuatro factores los que ligan la crisis financiera con la ética y la moralidad: la transferencia de la riqueza y ahorros de la población para recapitalizar las instituciones financieras, el riesgo moral, la transparencia y los conflictos de interés.

En primer lugar, la transformación de la renta y riqueza de los ciudadanos para recapitalizar las instituciones financieras, fue un tipo de rescate que hirió a las economías de las familias. La situación de estas familias no se tuvo en consideración a la hora de conceder préstamos o hipotecas, pues las instituciones financieras querían conceder cuantas más posibles para posteriormente titularizar estos activos en deuda. Estas prácticas, llevadas a cabo por las grandes instituciones financieras de Wall Street desatendieron sus deberes morales.

No cabe duda que una empresa u organización tiene como finalidad última el aspecto económico, para el cual combinan recursos (tierra, trabajo y capital). No debemos olvidar que las entidades están formadas por un conjunto de individuos que desempeñan actividades conjuntamente para alcanzar unos objetivos y estos individuos tienen capacidad de decisión individual. Por ello, el agregado de estos individuos da lugar a un nuevo sujeto; la empresa con capacidad de decisión propia. Este nuevo sujeto, debe valerse de una cultura, unos valores profesionales y personales, con los que los empleados deben sentirse identificados. *“ Esta cultura posee gran relevancia ética porque marca profundamente el comportamiento de quienes se desenvuelven en la organización.” Ética y Responsabilidad Empresarial.*

Por tanto, la responsabilidad social de las empresas juega un papel muy importante en el desarrollo de la economía, pues ser socialmente responsables no solo responde a obedecer la ley, sino también las preocupaciones de la comunidad en la que desarrollan su actividad, las preocupaciones medioambientales, con sus clientes y las relaciones con el exterior.

Además el riesgo moral, también conocido como moral hazard,²² se dio en incontables situaciones durante el desarrollo de la crisis. Muchas de estos riesgos morales

²² el riesgo moral se da cuando una de las partes es responsable de los intereses de otro, pero tiene un incentivo que le impulsa a poner sus propios intereses en primer lugar.

involucraban la toma de mayores riesgos, ya que las unidades de decisión miraban por sus propios beneficios e intereses y no por los de sus clientes.

En tercer lugar, la transparencia es un requisito necesario para el buen funcionamiento de los mercados y de los sistemas económicos. La asimetría de información da lugar a situaciones de desventaja par alguna de las partes individuales, y no solo es un deber legal sino también moral el comunicar aquella información que sea relevante para los interesados.

Por ultimo, el conflicto de intereses es uno de los aspectos más significativos de la Crisis Suprime de 2008, que se caracterizó por el ego, el poder, la codicia y avaricia. Donde en la toma de decisiones primaban los intereses propio frente a los de los demás. Un calor ejemplo de las situaciones de conflictos de interés, fueron las practicas de las agencias de calificación crediticia. Estas entidades, calificaban con ratings elevados a las entidades financieras, aun sabiendo que estas no lo merecían. El incentivo que les impulsaba a llevar a cabo estas practicas era una motivación monetaria, pues cobraban en función del numero de calificaciones que otro gran y además de asesorar a las propias entidades que calificaban , recibieron pagos fuera de balance por calificaciones hinchadas.

Los orígenes de la crisis se encuentran sin duda en aspectos macroeconómicos y cíclicos del capitalismo, pero también tuvieron un papel significativo una serie de actuaciones y conductas que pervirtieron y empeoraron la situación de los mercados. *“Fraudes diversos, irresponsabilidades en la roma de riesgos, explotación de los mas débiles, o peor informados, imprudencias motivadas por la ambición, lucro focalizado en los plazos mas cortos con daño previsible a largo plazo, deslealtades de directivos y ejecutivos hacia sus mismas empresas, apropiación de las ganancias y socialización de las perdidas... han llevado a numerosas coces ente las fuerzas social, en la opinión publica y hasta en el universo empresarial, a calificar esta como una crisis ética”* .
Ética y Responsabilidad Empresarial.

Podemos concluir que la crisis ha puesto de manifiesto numerosos fracasos éticos en actividades imprescindibles de la actividad económica y en industria financiera, incluidas las agencias de calificación crediticia o los gobiernos y bancos

centrales. La viabilidad de los criterios éticos en la economía dependen de varios factores entrelazados entre sí y que deberán ser supervisados por las autoridades competentes. Estos factores son; el compromiso de las entidades que participan en el mercado con el cumplimiento de las normas legales para garantizar el acatamiento de unas primicias éticas básicas. Luego, habrá que contar con el compromiso ético o conciencia de los directivos de las entidades en referencia a las actividades que desempeñen. Por último, se debe contar con el apoyo a estos compromisos éticos por parte de la sociedad. *“¿ Resulta esto rentable? Lo es a largo plazo, porque la empresa funciona mejor en la medida en que todos en torno a ella se benefician se su actividad, y tiene por tanto razones para seguirle ofreciendo su cooperación y para procurar su continuidad. La calidad ética de su actividad otorga así gran legitimidad social a la empresa, controla la aparición de resentimientos y oposiciones fundamentales, y genera un soporte social sin el cual cualquier organización se vera mas pronto que tarde amenazada por la hostilidad social.”* Ética y Responsabilidad Económica.

Anexo I: palabras clave

¹ La **estaflación** indica el momento o coyuntura económica en que, dentro de una situación inflacionaria, se produce un estancamiento de la economía y el ritmo de la inflación no cede. Diccionario económico, El expansión.

² Los **intermediarios financieros** que participan en la facilitación de la creación de crédito en todo el sistema financiero mundial, pero cuyos miembros no están sujetos a la supervisión reguladora. El sistema bancario en la sombra también se refiere a las actividades no reguladas por instituciones reguladas

³ Los CDO son un instrumentos de titulización. El activo que transforman son intereses de préstamos, incluidas las hipotecas, en obligaciones (pasivo) frente a terceros. Los CDS son coberturas de riesgo contra los CDO u otros instrumentos financieros.

⁴ **Riesgo de crédito.** Riesgo derivado del incumplimiento de obligaciones por parte de una contrapartida.

⁵ **Riesgo de liquidez.** Dos acepciones: • De mercado: riesgo derivado de no ser capaz de deshacer una posición en mercado en el horizonte temporal deseado. •De financiación: incapacidad de satisfacer las necesidades de inversión y financiación por motivos de desfase en los flujos de caja. (Management Solutions, 2014)

⁶ **Benchmark.** Punto de referencia que se utiliza para comparar.

⁷ **Bill Clinton.** Fue Presidente de Estados Unidos durante los años 1993-1997 y 1997-2001.

⁸ **Derivados.** Compromisos de intercambio, cuyo valor se “deriva” del precio de un activo subyacente. Constituyen una herramienta eficaz para la transferencia de los riesgos no deseados en la gestión financiera.

⁹ **CTFC. US Commodity Futures Trading Commission.** Agencia independiente creada para regular los mercados de opciones en los Estados Unidos.

¹⁰ **Titulización** es el proceso por el cual una cartera de activos, relativamente homogénea y que cumple ciertos requisitos, se transforma en unos títulos o valores negociables en un mercado organizado. A estos títulos se les denomina Bonos de Titulización o *Asset Backed Securities* en terminología anglosajona. (El expansión, 2010)

¹¹ Una obligación calificada con 'AAA' tiene la calificación más alta otorgada por Standard & Poor's. La capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros es extremadamente fuerte

¹² **HOPEA.** La ley requiere ciertas revelaciones y restricciones a los prestamistas de préstamos de alto costo. La ley también da a la Junta de la Reserva Federal amplias facultades para adecuar las normas como lo considere oportuno.

¹³ **Ratio de Apalancamiento.** Mide la proporción entre capital propio y el crédito de una entidad.

¹⁴ **TARP, Troubled Asset Relief Program.** Iniciativa por parte del gobierno de Estados Unidos de compra de activos y patrimonio de instituciones financieras, con el objetivo de sanear y fortalecer el sistema financiero.

¹⁵ **Acuerdo de Basilea II.** Normativa basada en tres pilares: 1) Discriminación ente niveles de rating. 2) Posibilidad de hacer uso de modelos internos. 3) Compendio de todos los riesgos de la entidad. (Management Solutions, 2014)

¹⁶ **Alpha.** Rentabilidad obtenida por el gestor para una cartera. Mide el exceso de rentabilidad obtenido sobre lo que cabía esperar de acuerdo con el riesgo sistemático.

¹⁷ **LTRO, Long term refinancing operation.** Operación de financiación a largo plazo del Banco Central Europeo es un proceso por el que el BCE otorga financiación a los

bancos de la eurozona. El objetivo declarado de la LTRO es mantener un colchón de liquidez para los bancos que poseen activos no líquidos, y evitar así que los préstamos interbancarios y otros préstamos se bloqueen como lo hicieron en la contracción del crédito de 2008.

¹⁸ **Programa de Activos de Mercado.** Iniciativa del BCE de comprar activos para impulsar el crecimiento de la zona euros.

¹⁹ *“La política macroprudencial considera que la estabilidad del sistema financiero depende de la solidez colectiva, sin tener en cuenta que un comportamiento prudente a escala individual —como la venta de activos cuestionables, el endurecimiento de las normas de crédito o el acaparamiento de efectivo— puede ser problemático si se generaliza.”* (Fondo Monetario Internacional, 2013)

²⁰ **Cisnes negros o black swans.** *“El profesor Taleb lo define como un hecho fortuito que satisface estas tres propiedades: gran repercusión, probabilidades imposibles de calcular y efecto sorpresa.”* El cisne negro del profesor Taleb, 2010.

²¹ **Glass-Steagall.** Ley de Estado Unidos de 1933 que regulaba la especulación, así como la independencia de los bancos comerciales con la banca de inversión.

²² **Moral hazard o riesgo moral** es el riesgo moral se da cuando una de las partes es responsable de los intereses de otro, pero tiene un incentivo que le impulsa a poner sus propios intereses en primer lugar.

Bibliografía

- Universisad Nacional De Loja. (2012). *Los factores económicos y su incidencia en el desarrrllo empresarial*. Área Juridica, Social y Administrativa, Loja, Ecuador.
- Andries, A. M. (2013). *What rol have banks in financial crisis?* Paris.
- Argadoña, A. (2011). *Tres dimensiones eticas de la crisis financiera*. IESE Business School- Universisad de Navarra, Navarra.
- Banco Central Europeo. (2009). *Agencias de Calificación Crediticia : Evolucion y cuestiones de política*. Boletín Mensual, Bruselas.
- Banco de España. (2013). *El papel de los banco centrales durante la crisis finaciera: lecciones para el futuro*. Madrid.
- CNMV. (2010). *EL mercado de credi default swaps: Áreas de vulnerabilidad y respuestas regulatorias*. Comision Nacional Del Mercado de Valores, Documento de Trabajp, Madrid.
- Comité Financiero y Económico. (2001). *Informe de "crisis management"*. Comité Financiero y Económico.
- Corporation, M. (2009).
- El expansión. (2010). Diccionario económico.
- El Mundo. (13 de Septiembre de 2013). Cinoaños después de la cída de Lehamn Brothers... casi todo sigue igual.
- Daniel Titelman, E. P.-C. (Agosto de 2009). *¿Como algo tan pequeño terminó siendo algo tan grande?* *Revista Cepal* , 7-33.
- Financial Times. (Noviembre de 2011). World diary.

- Flamarique, L. (2009). *Emociones versus normas. El confinamiento psicológico de la experiencia social*. Pensamiento y Cultura.
- Fondo Monetario Internacional. (2013). *Los aspectos clave de la política Macroprudencial. "The key aspects of macroprudential policy"*. Bruselas.
- Gross, D. (2009). *How our greatest financial minds Bankrupted the Nation*. Nueva York.
- Junta de Gobernadores de la Reserva Federal. (2008). *Regulatory Reform: Bear Stearns, JPMorgan Chase, and Maiden Lane*. NY.
- Jahas, G. (2013). Securitization- Great Benefits and Potential cause of the Global Financial Crisis. *Global University Network , Magatrend University, 10*, p. 124. Belgrado.
- Johnson, S. d. (14 de Diciembre de 2001). From Federal Reserve: www.federalreserve.gov
- Johnson, W. F. (2011). *International economic freedoms, banks and the market crisis of 2007-2009*. Florida Atlantic University- Journal of Banking Regulation, Department of Finance, Florida.
- Lydenberg, S. (2013). *Reason, Rationality, and Fiduciary Duty*. Frankfurt.
- Larosière, J. d. (2009). *The High-level Group on Financial Supervision in the EU*. Comisión Europea, Bruselas.
- Naciones Unidas. (2008). Anatomía de la crisis. *Conferencia de las Naciones Unidas sobre la crisis financiera y economía mundial y sus efectos en el desarrollo*.
- Machinea, J. L. (Abril de 2009). La crisis financiera internacional: su naturaleza y desafíos de política económica. *Revista Cepal* , 24.
- Management Solutions. (25 de Marzo de 2014). Seminario de Riesgos en entidades financieras. Madrid - ICADE.
- Miller, P. (2009). *Commitment to improve the state of the world*. World Economic Forum, Londres.
- Morris, C. S. (2010). *What Should Banks Be Allowed to Do?* Kansas City Fed, Kansas City.

- OECD. (2008). *Concepos Básicos, Definiciones y Clasificaciones*.
- OECD. (2008). *The current financial crisis: causes and policy issues*. Financial Market trends, Berlin.
- Peicuti, C. (2013). Securitization and the subprime mortgage crisis. *Journal of Post Keynesian Economics* , 35 (3), 443-456.
- Polo, L. (1993). *La ética y las virtudes del empresario*. Atlántida.
- Price waterhouse Coppers, PwC. (2009). *Lehman Brothers' Bankruptcy- Lessons lerned for the survivors*.
- Saez, B. (2014). *Introduccion a la Titulización de Activos*. Madrid.
- Seung Hun Han, M. s. (2012). *Rating Agencies Reputation, the Global Financial Crisis, and de Cost of Debt*. Financial Management Association, Maryland.
- Ryan, J. (2012). *The Negative Impact of Credit Rating Agencies and porposals for better regulation*. Stiftung Wissenschaft and Politic , Institute fo International and Secutitues Affairs, Berlin.
- Taleb, N. (2007). *The Black Swan: the Impact of the Highly Imporbable*. Random House, Nueva York.
- Temin, P. (1994). The Great Depression. *The National Bureau of Economic Research* (62), 46.
- Toribio, J. J. (Febrero de 2010). El contagio economico y financiero: Conceptos Básicos. *Resvista Estudiantil de Economía* , 29-33.
- Torres, R. (2009). *The fiancial and economic crisis: a decent work response*. International Labour Organization, Global Job Crisis Observatory, Ginebra.