



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

LA CRISIS Y SUS CONSECUENCIAS EN EUROPA DEL ESTE

Autor: Julio Roldán Dessy

Director: D. Justo Sotelo

Madrid

Abril 2014

Julio Roldán

Dessy

LA CRISIS Y SUS CONSECUENCIAS EN EUROPA DEL ESTE



I. Índice

I. Índice.....	3
II. Tabla de ilustraciones	5
III. Índice de anexos	6
Resumen	7
Palabras clave	7
Abstract.....	8
Key Words.....	8
1. Introducción.....	9
2. Antecedentes.....	11
2.1. Crisis Estadounidense de 1929: “El crack de Wall Street”	11
2.2. Crisis del petróleo de 1973	13
2.3. Crisis de internet de 2001	14
3. Crisis financiera de 2008: Origen.....	16
4. La securitización o titulización.....	28
4.1. Evolución histórica	29
4.2. Tipos de titulaciones	31
4.3. Sujetos de la titulación.....	31
5. El desarrollo de la crisis: la caída de Lehman Brothers	34
6. Consecuencias de la crisis en Europa del Este	40
6.1. Introducción	40
6.2. Causas de la especial gravedad de la crisis en esta zona	42
6.2.1. Polonia.....	45
6.2.2. Hungría.....	45

6.2.3. Países Bálticos	46
6.3. Consecuencias de la crisis.....	47
7. Conclusiones.....	49
8. Referencias bibliográficas	51
9. Anexos:.....	56
10. Lista de acrónimos.....	58

II. Tabla de ilustraciones

Figura I: Índice NASDAQ.....	14
Figura II: Tipo de interés de referencia de EEUU.....	17
Figura III: Promoción hipotecaria banco EEUU	18
Figura IV: Índice de precios de la vivienda de Freddie Mac.....	19
Figura V: Emisión de MBS en EEUU.....	22
Figura VI: Tabla de calificaciones crediticias.....	24
Figura VII: Esquema del proceso de titulización	33
Figura VIII: Gráfico del valor de los inmuebles en EEUU.....	34
Figura IX: Sueldos medios en la industria de la titulización en Nueva York.....	35
Figura X: Ratio de apalancamiento bancario.....	36
Figura XI: Cotizaciones de Lehman Brothers.....	38
Figura XII: Evolución del PIB en la EE.....	41
Figura XIII: Crecimiento porcentual del PIB en EE	41
Figura XIV: Evolución de participación extranjera en el sector bancario de EE en porcentaje.....	43
Figura XV: Déficit / Superávit de los países de EE.....	44
Figura XVI: Créditos a los hogares en porcentaje del PIB.....	46
Figura XVII: Tipo de cambio real efectivo.....	47

III. Índice de anexos

Anexo I : Gráfico del proceso de modernización de Estonia	56
Anexo II : Gráfico del proceso de modernización de Letonia.....	56
Anexo III : Gráfico del proceso de modernización de Lituania.	57

Resumen

Este trabajo tiene dos objetivos principales, en primer lugar, arrojar luz sobre un tema por todos conocido, la crisis financiera que azota a todo el entorno europeo, con un lenguaje cercano y sintetizador de las instituciones más importantes, como los productos financieros utilizados o el proceso de titulización de activos. En segundo lugar, analizar, cuáles han sido las principales razones, por las cuales, este fenómeno ha actuado de forma diferente en Europa del Este, zona de mayor crecimiento en los momentos anteriores a la crisis y sus consecuencias. Todo este análisis se realiza desde un punto de vista crítico, tratando de resaltar cuáles han sido los hechos o actuaciones que más han ayudado a desencadenar esta catástrofe financiera.

La metodología utilizada para redactar este trabajo se basa en la obtención de datos de institutos estadísticos, la posterior elaboración de gráficas y su análisis, a su vez, otras fuentes bibliográficas de expertos y noticias han sido base para el mismo.

Palabras clave

Crisis Financiera, EEUU, Polonia, Hungría, Letonia, Estonia, Lituania, Países Bálticos, Titulización, Obligaciones garantizadas por hipotecas, Mercados Bursátiles, Hipotecas, Derivados financieros.

Abstract

This report has two main objectives, in the first place, to shed light on a general recognized topic, the financial crisis which is hitting the European environment, in an accessible manner summarizing the principal issues as the financial products that have been used or the assets securitization. Secondly, to analyze the main reasons as to why this phenomenon has caused different consequences in Eastern Europe, zone with the major growth in the moments prior to the crisis, as well as, those consequences. The assessment is done from a critical perspective trying to highlight the main facts or actions that have triggered this financial disaster.

The work methodology used to write this report is based on data collection from statistical institutes, graphics development, and their analysis. Furthermore, other expert references and news have been consulted.

Key Words

Financial Crisis, USA, Poland, Hungary, Estonia, Latvia, Lithuania, Baltic countries, Securitization, Mortgage Backed Securities, Financial Markets, Mortgages, Derivatives.

1. Introducción

Los últimos años serán recordados como un nuevo tropiezo del sistema económico occidental, una nueva caída que pone a éste una vez más, en tela de juicio por parte de sus mismos agentes y que, sin duda, genera inseguridad en la población. Los mercados financieros han vuelto a crear una burbuja que, por unas razones determinadas, ha terminado afectando a todos los países suficientemente desarrollados para ello.

Con este trabajo se pretende analizar los orígenes que han desencadenado la reciente crisis, como ha sido su evolución, las consecuencias que ha ocasionado, en especial, en una zona que parece que no ha tenido un papel activo pero, donde las consecuencias sufridas han sido devastadoras: Europa del Este. Este análisis se plantea sobre dos planos, uno más general, desde una visión global, centrándonos en el origen del suceso en los Estados Unidos y su trasposición a Europa y, en segundo lugar, un plano más centrado en Europa del Este, concretamente en Polonia, Hungría y los Países Bálticos: Estonia, Letonia y Lituania.

El interés que motiva la realización de este trabajo, a parte de su evidente actualidad y relevancia mundial, es la escasa literatura sobre las peculiares consecuencias de la actual crisis financiera en países de Europa del Este. Se trataba de países en expansión, economías emergentes, que adaptaban sus economías al Euro, con alta inflación, con un sector bancario poco desarrollado y en propiedad, casi al completo, de bancos multinacionales. Estos y otros factores han provocado que la onda expansiva de la crisis financiera mundial haya afectado a esta zona de una forma especial y específica, la cual es uno de los principales objetos de este trabajo.

Con este análisis, se pretende dilucidar cuáles han sido las claves de la crisis para poder, si es posible, evitar o reducir la posibilidad de que se repita un suceso parecido en el futuro. Otro objetivo destacable y motivador de la realización de este trabajo es dar a conocer las consecuencias que ha tenido en una zona de Europa que sufre cierto nivel de desconocimiento por las grandes economías europeas y que probablemente dentro de poco compartan moneda, las políticas económica, bancaria y fiscal. Por último, se pretende hacer

una crítica a los posibles fallos que encontremos en este análisis del sistema económico en el que vivimos y las desigualdades que genera.

La metodología se compone del examen de informes de instituciones financieras con prestigio mundial, así como, la interpretación de los datos y variables obtenidos de centros estadísticos y otras instituciones de gran relevancia a través de gráficas y su análisis.

A modo de primer paso, se analizarán las crisis financieras de características parecidas que han ocurrido a lo largo de la historia moderna. Observamos los antecedentes para poder abstraer puntos comunes a todas ellas, qué hechos significativos se han repetido en todas ellas, para poder reconocerlos y evitarlos en un futuro. El análisis continúa con una explicación de los orígenes de la crisis, su visión en Norteamérica, un examen de los principales artífices de la misma y para concluir con la primera parte la trasposición a la Europa Continental. Una vez aquí, llegamos al núcleo del trabajo y segunda parte, donde desglosaremos cada uno de los países citados e indagaremos en las variables que hacen a este tipo de países diferentes al resto de las grandes economías europeas, basándonos en indicadores económicos como el crédito, los tipos de cambio, el PIB o el sector bancario. Por último, unas conclusiones críticas buscando posibles soluciones y destacando alguna consecuencia social y política que se haya dado en estos países.

2. Antecedentes

2.1. Crisis Estadounidense de 1929: “El crack de Wall Street”

Nos encontramos en un período entre guerras, donde Europa se está reconstruyendo, en gran parte, gracias al capital norteamericano. Grandes expertos han escrito sobre este tema, señalando diferentes causas como catalizadores de la crisis, pero haciendo una síntesis, destacamos las siguientes, por su relación con el resto de catástrofes económicas y su trascendencia en la historia.

La sobreproducción, los stocks crecen, se produce más de lo que se puede consumir o comprar, lo que genera un exceso de oferta y una bajada de precios que reduce la capacidad adquisitiva de las clases más bajas. Esta sobreproducción se genera debido a que los países anteriormente considerados como compradores o importadores (Europa de la guerra y las colonias) se empiezan a desarrollar y a producir por ellos mismos, por lo que importan menos productos. Las riquezas en Estados Unidos estaban muy concentradas, las rentas se distribuían de forma muy diferente entre el tejido social, lo que implicaba que el consumo no estaba generalizado por todas las clases. Esto unido, a unos precios pactados, que obligaban a tener grandes cantidades de stock y a un desfase entre los precios industriales y agrícolas lo que reducía la capacidad adquisitiva de esta segunda clase.

La desestabilidad monetaria, causada por la pérdida del patrón oro, “el sueño americano”, el desenfreno económico, la anterior dependencia financiera mundial de Wall Street que se ve amenazada con la creación de otros centros financieros como Londres o París. Se viene de una época de posguerra (1919-1924) donde han cambiado las reglas del juego y ahora Estados Unidos posee la hegemonía mundial, donde Europa sufre las consecuencias de las muertes, de la destrucción y la debilidad económica. En 1924 la crisis se da por terminada y comienza el citado desenfreno económico, los capitales norteamericanos inundan Europa buscando proyectos que financiar.

La especulación, que se concibe como la principal causa del Crack del 29, se manifestó mediante una tendencia alcista descontrolada, de un nivel tal que las acciones ordinarias

daban suficiente rentabilidad, como para pagar el crédito y sus intereses, de forma que, muchos profesionales ajenos a la bolsa decidieron entrar en el negocio. Esta especulación no era real, ni concordaba con el crecimiento económico real, y esto fue lo que llevo a la bolsa a la quiebra. En cuanto apareció la verdad, el 24 de octubre, el llamado “jueves negro” estalló el pánico en Nueva York, se pusieron a la venta más de dos millones de acciones existiendo una demanda nula.

Esta crisis acabó con la capacidad adquisitiva de los consumidores, con la inversión, con la liquidez y con un número ingente de empresas que vivían de la burbuja de la bolsa americana. Se generó una quiebra bancaria, una quiebra empresarial debido al congelamiento del crédito posterior al crack, una reducción de los precios por el exceso de oferta y un aumento del paro hasta registros históricos de la época. Mientras tanto, Europa observaba como todos los capitales que les habían inundado anteriormente, desaparecían. Las bolsas también cayeron bruscamente y la bajada de precios en Estados Unidos provocó que en el viejo continente tuvieran que repetir la estrategia para mantener la competitividad.

La solución a esta debacle vino gracias a las teorías del economista John Keynes y a la política intervencionista de gasto público llamada “New Deal” llevada a cabo por el Gobierno de los Estados Unidos. La lección extraída de estas experiencias fue que los EE.UU. deberían vigilar y regular las instituciones financieras más importantes para prevenir futuras oscilaciones que pongan en peligro el sistema. El régimen normativo establecido después de la Gran Depresión fue diseñado para cumplir con estos objetivos y de ese modo, evitar la repetición de los excesos especulativos de la década de 1920, que llevaron al fracaso de miles de bancos a principios de 1930, y que ayudó a provocar la Gran Depresión. La principal tarea de los reguladores era evitar la asunción de riesgos excesivos por el núcleo financiero y, al hacerlo, evitar otras crisis financieras tan graves.

Como medida para evitar otra futura crisis, se investigó el sector bancario y el Congreso aprobó la ley Glass-Steagall. Esta ley divide el panorama bancario en: bancos comerciales, a los cuales se les prohibió el acceso y el comercio de productos financieros derivados (futuros, titulizaciones, opciones...) y centró su negocio en la concesión de créditos y depósitos; y bancos de inversión, que son aquellos que operan en los mercados financieros.

(Friedman, SJ 1985). Se crea la SEC (Securities Exchange Comission) que regula la banca de inversión, se crea Fannie Mae (se explicará más adelante) y se aseguran los depósitos de la banca comercial frente al riesgo de pérdida. La Ley Glass-Steagall restauró la confianza pública en las prácticas bancarias después la Gran Depresión, eliminó las quiebras de los bancos durante 4 décadas (Crotty, James (2008)¹. Sin embargo, muchos historiadores creen que las prácticas con securities de los bancos comerciales de la época tuvieron poco efecto real en una economía ya devastada, y que, no fueron un gran contribuyente de la depresión. (Topics.nytimes.com, 2013)

2.2. Crisis del petróleo de 1973

Es el siguiente golpe a la economía mundial tras 3 décadas de reconstrucción y de construcción del Estado del Bienestar en Europa. En la economía europea había un exceso de liquidez motivado por la ingente salida de capitales de Estados Unidos, esto unido, a un desarrollo del continente, a un crecimiento continuado de las economías y una plena ocupación, hacía creer que todo funcionaba correctamente. Sin embargo, en Estados Unidos, el gran salvador del viejo continente, vio que los beneficios que antes se generaban, ya no lo hacían en igual medida y que la inflación del dólar estaba afectando la economía de una manera notable. Por tanto, Nixon, el Presidente de los Estados Unidos, en agosto de 1971 desvinculó el dólar del patrón oro lo que desarmó el sistema que ellos mismos habían impuesto tras la Segunda Guerra Mundial.

A parte de lo expuesto anteriormente, hay que tener en cuenta que, Estados Unidos sufría las consecuencias de los gastos incurridos en la Guerra de Vietnam, además de su postulación a favor de Israel en la guerra contra los palestinos por considerar Israel como lo una nación soberana con derecho a su territorio. Los países árabes se enrocaron en contra del bloque de aliados de Israel, afirmando que no proveerían más crudo a los Estados Unidos y a los países europeos que apoyaron a Israel. Esto supuso una reducción drástica de la oferta que conllevó una subida de hasta el 400% del precio del barril de petróleo,

¹ *Cfr.* (Russell, 2008) para un análisis más detallado de los cambios normativos en esta época

² Fuente de la fotografía: <http://www.flickr.com/photos/thetruthabout/2681354792/>

³ Para ver más. (Euribor, 2011)

⁴ Ver más en (Russell, 2008)

obligando a la mayoría de los países del mundo a buscar energías alternativas para poder suplirse.

2.3. Crisis de internet de 2001

También conocida como la burbuja de las puntocom, fue una crisis creada a partir de la explosión de una burbuja especulativa en 2001 que había nacido en 1998. Nació con la concepción de que las empresas basadas en internet, por el mero hecho de estarlo, implican una baja inversión con unas altas expectativas y beneficios debido a la gran expansión por todo el mundo de internet, y por el crecimiento desenfrenado de clientes que alguna de estas empresas presentaba cada año. Sin embargo, esta teoría no era del todo cierta y la especulación llegó a los límites de subir el precio de la acción de una compañía por el mero hecho de tener una e. (eletronic) o .com en su nombre. Esto se ve reflejado en el mercado bursátil tecnológico de Estados Unidos:

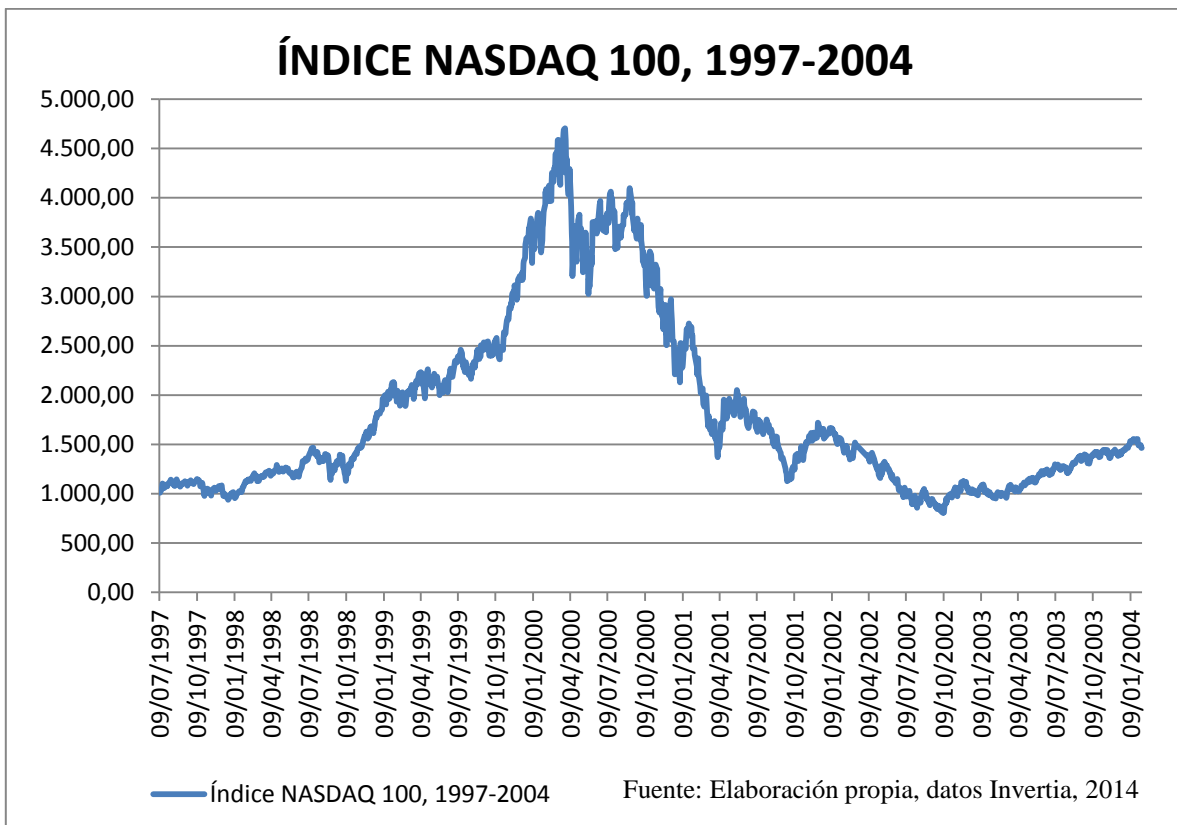


Figura I: Índice NASDAQ.

Se puede apreciar como en 2000 el índice marca un record histórico para, más tarde a finales de 2001 se encuentre con 5 veces menos puntuación que en el auge. Cuando esta burbuja explotó provocó la bajada de la cotización que se muestra en el gráfico, una fuerte desvalorización de las compañías basadas en internet pero, principalmente, las estadounidenses que es donde se habían desarrollado con mayor profundidad este tipo de compañías.

3. Crisis financiera de 2008: Origen

"Lo que soy y lo que puedo no están determinados en modo alguno por mi individualidad. Soy feo, pero puedo comprarme la mujer más bella. Luego no soy feo, pues el efecto de la fealdad, su fuerza ahuyentadora, es aniquilada por el dinero. Según mi individualidad soy tullido, pero el dinero me procura veinticuatro pies, luego no soy tullido; soy un hombre malo y sin honor, sin conciencia y sin ingenio, pero se honra al dinero, luego también a su poseedor. El dinero es el bien supremo, luego es bueno su poseedor; el dinero me evita, además, la molestia de ser deshonesto, luego se presume que soy honesto; soy estúpido, pero el dinero es el verdadero espíritu de todas las cosas, ¿cómo podría carecer de ingenio su poseedor? El puede, por lo demás, comprarse gentes ingeniosas, ¿y no es quien tiene poder sobre las personas inteligentes más talentoso que el talentoso? ¿Es que no poseo yo, que mediante el dinero puedo todo lo que el corazón humano ansia, todos los poderes humanos? ¿Acaso no transforma mi dinero todas mis carencias en su contrario? [...]"(Marx, 2001, p. 42).

Existe una ingente cantidad de economistas de gran prestigio que han dilucidado, bajo varias teorías, las causas de la crisis objeto de este trabajo. Sin embargo, hay algo que todos ellos destacan, la ambición por el dinero que el ser humano tiene y la representación que significa el dinero. Como se desprende del texto anterior, el dinero es la felicidad, es la característica que define el éxito de las personas y es, sin duda, este afán por conseguir más, una de las causas de la actual crisis. Gracias a los mercados financieros y su capacidad de conectar a personas de todo el mundo y a su dinero, la velocidad de generar y mover fondos desde cualquier lugar del globo es enorme y esto, dibuja un entorno que extiende los éxitos a todos los lugares del mundo pero también las crisis, como la que se va a describir a continuación.

Es común, por los escritores de este tema, coincidir en que la burbuja de internet explotada en 2001 con la pérdida de 4000 puntos básicos del NASDAQ creó una preocupación en el gobierno de la Reserva Federal que, le hizo rebajar el tipo de interés bruscamente buscando fomentar el crédito y la liquidez en el sistema económico. Otros, atribuyen como causas de la bajada de los tipos de interés, el miedo provocado por la caída de las Torres Gemelas

bajo un ataque terrorista o para evitar una posible deflación provocada por la competencia que los países con unos costes de producción menores, aportarían al comercio internacional. (Cnnexpansion.com, 2014). Volviendo al tema y como podemos apreciar en el siguiente gráfico, el tipo de interés pasa de estar a 6,5% a finales de 2001 al 1% en enero de 2014.

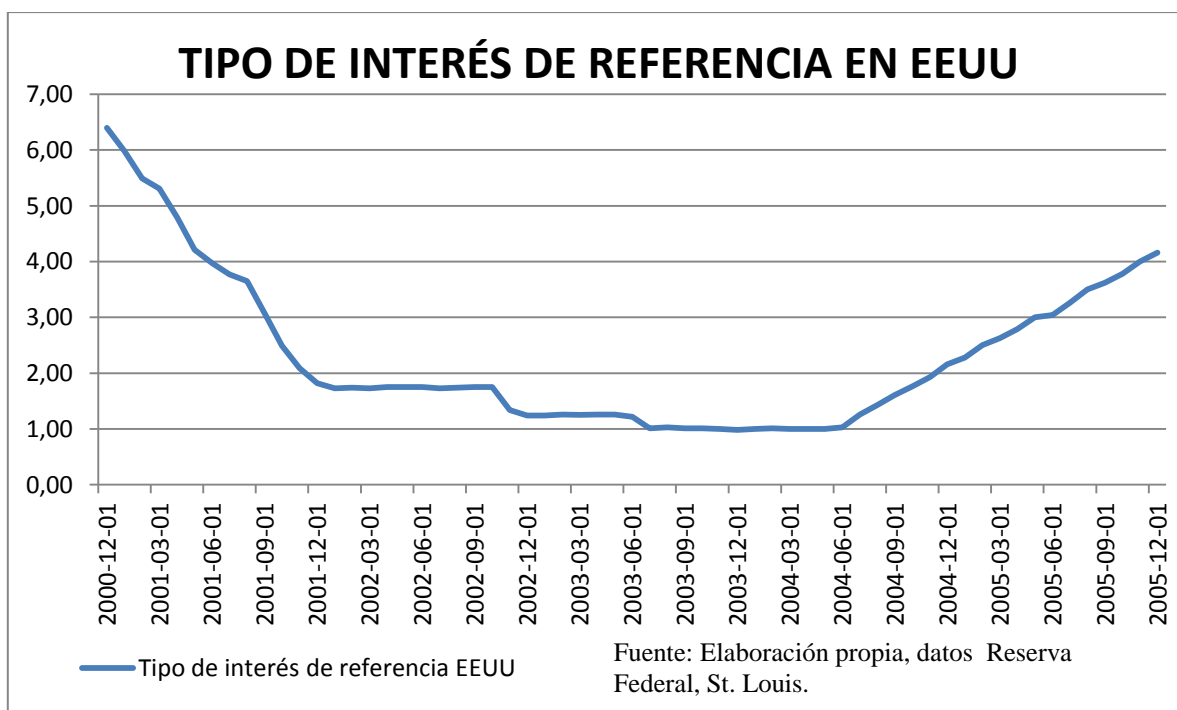


Figura II: Tipo de interés de referencia de EE.UU.

Este abaratamiento del precio del dinero, provoca una gran liquidez en el sistema económico y en palabras del Profesor Leopoldo Abadía: *“Esto dopa un mercado que empezaba a despegar: el mercado inmobiliario”*. (Abadía, 2008). El precio de los inmuebles en Estados Unidos empieza a crecer, la gente comienza a estar más interesada en obtener una casa en propiedad, debido a las grandes facilidades crediticias que ofrecía el sistema. Viendo esta tendencia alcista, los bancos ven una oportunidad en este mercado y aumentan sus ingresos de dos maneras:

- Aumentando el número de operaciones realizadas, con el objetivo de la consecución de un mayor Margen de Intermediación, que se define como la *“diferencia entre los ingresos por intereses que obtiene una entidad financiera por sus operaciones”*

activas y los costes por intereses de sus operaciones pasivas” (Economia48.com, 2014). A un mayor número de operaciones, mayor beneficio.



Figura III: Promoción hipotecaria banco EEUU

- ²Aumentar el margen de intermediación, mediante la concesión de créditos a personas con un mayor riesgo de impago, a los cuales se les podía facturar un interés mayor por el mismo préstamo o hipoteca, debido a su condición particular. (The Economist, 2014) Este tipo de clientes es descrito por el profesor Leopoldo Abadía de una forma muy gráfica: “Ofrecer hipotecas a un tipo de clientes, los “ninja” (no income, no job, no assets; o sea, personas sin ingresos fijos, sin empleo fijo, sin propiedades)” (Abadía, 2008, p. 1). Incluso, a veces, se ofrecían préstamos por un valor superior al del inmueble para poder cobrar interés sobre un mayor montante, pero al contemplar un mercado en expansión, con los precios en continuo crecimiento, el riesgo aparente de la operación era reducido, debido a que, siguiendo con la tendencia (III Gráfico) el valor del bien sería superior al montante y se podría ejecutar en el caso de un impago.

² Fuente de la fotografía: <http://www.flickr.com/photos/thetruthabout/2681354792/>

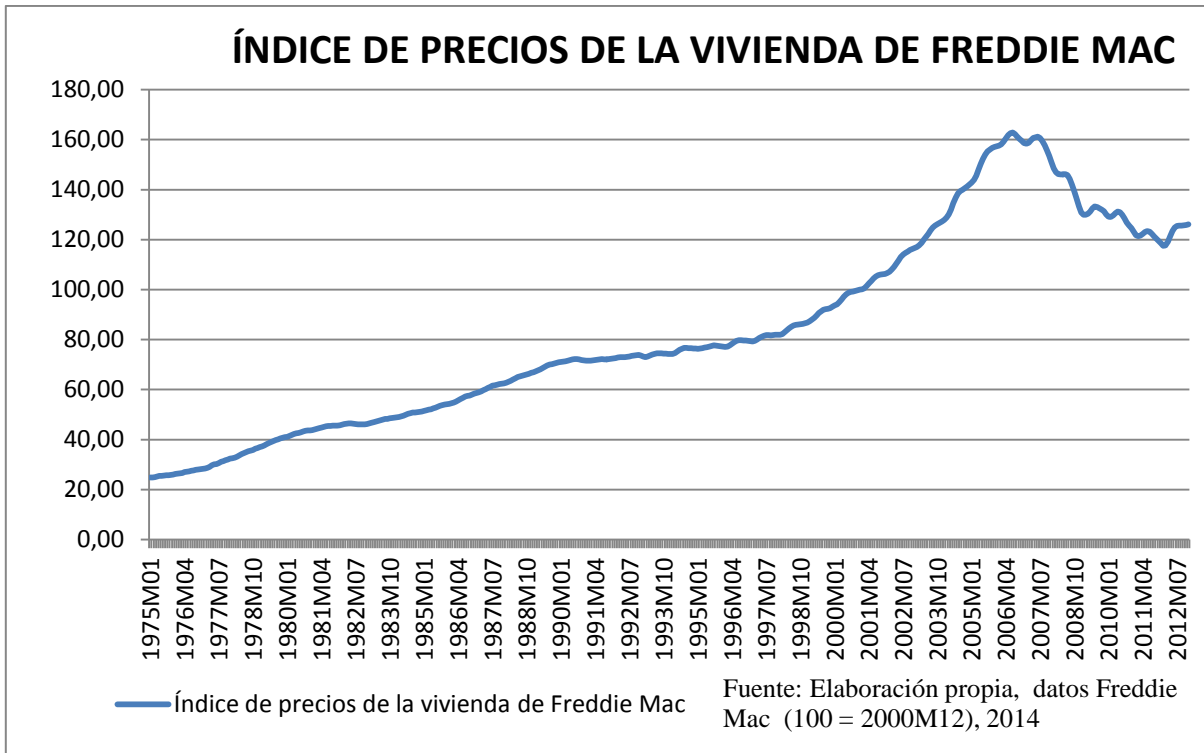


Figura IV: Índice de precios de la vivienda de Freddie Mac.

La subida del mercado inmobiliario se puede encuadrar como la causa madre, que trajo consigo una serie de actuaciones que se pueden considerar como parte de la cadena generadora de la crisis financiera mundial, entre ellos, se encuentra el papel de los agentes financieros. Estos agentes, los bancos, comenzaron a conceder hipotecas de forma irresponsable, incluso a clientes con un historial nefasto de pago de sus créditos, éstas fueron llamadas las Hipotecas Subprime, término que explicaremos más adelante. En el seno de los bancos, hacía falta liquidez debido, a la ingente cantidad de préstamos que se concedían. Además, existía la obligación de cumplir con las normas de Basilea, concretamente con la primera. Esta regulación establece, en su primer acuerdo tomado en 1988, un capital mínimo de un 8% de los activos con riesgo que ha de mantenerse siempre en la estructura de la empresa limitando, así, el número de créditos que un banco podía conceder. Por tanto, en un primer momento, los bancos estadounidenses acuden a bancos europeos para obtener la liquidez que necesitaban para poder atender a la demanda crediticia que existía en su país, motivada por el mercado alcista de la vivienda. En un segundo momento, conectando con la segunda gran causa de la crisis, los bancos minoristas acudieron a los bancos de inversión para poder salvarse del requisito exigido por las

Normas de Basilea con la intención de deshacerse de las hipotecas, que eran productos rentables, pero con una duración extensa. A través de la ingeniería financiera, grandes bancos de inversión, como Lehman Brothers, J.P. Morgan o Goldman Sachs, crearon unos productos financieros que permitían que los bancos minoristas pudieran deshacerse de las hipotecas obteniendo liquidez, lo que, les permitía conceder más hipotecas. Estos productos, se construyeron a través de la securitización o titulización, definida como el proceso que convierte los créditos hipotecarios en un producto financiero llamado obligaciones garantizadas por hipotecas o Mortgage Back Securities (en adelante “MBS”). Este proceso merece una mención aparte dada, su complejidad y su importancia como catalizador de la expansión de la crisis, pero como un primer acercamiento podemos definirlo como *“mecanismo financiero que permite movilizar carteras de créditos relativamente ilíquidos, por medio de un vehículo legal, a través de la creación, emisión y colocación en el Mercado de Capitales de títulos valores, respaldados por el propio conjunto de activos que le dieron origen; básicamente es la afectación de un crédito a un título”*. (Carlosraviglione, 2014) Hemos de mencionar, que este conjunto de activos que forman el *security*, son tanto hipotecas Prime, o con alta probabilidad de recuperación, como hipotecas concedidas a sujetos NINJA o hipotecas Subprime.

Otra causa recurrente de la crisis es el papel de los legisladores. En 1999, Bill Clinton suprimió la Ley Glass-Steagall derribando las barreras entre la banca de inversión y la banca comercial. Si bien la efectiva desregulación sucedió en tal fecha, en la década de los 70, ésta había visto socavada su eficacia. Las reglas del juego habían cambiado, la inflación subía, el dólar perdía primacía y los bancos habían visto limitada su rentabilidad a causa de esta regulación restrictiva, por lo que, éstos comienzan a innovar financieramente para evitar los requisitos de la actual regulación. Esta desregulación primero material, y a partir de 1999, formal puede encajarse como una de las causas del colapso financiero, puesto que, abrió la puerta a que los bancos de inversión pudieran conceder préstamos a las mismas empresas a las cuales les vendían las acciones y a los bancos comerciales a acceder a productos financieros especulativos con un mayor riesgo que la mera concesión de créditos comerciales. Esto lleva a los bancos comerciales a invertir en productos globales más rentables y, por tanto, con un mayor riesgo para los activos que posee que, no son otros,

que los ahorros de los ciudadanos de a pie. Con esto se dice que el sector bancario y la economía se “financieriza”. *“Las economías se han financierizado o financiarizado cuando hay un claro predominio, en cuantía e importancia, del capital que se mueve por el sistema financiero sobre aquel que se mueve en las actividades económicas con base real, es decir, sobre la economía productiva. La financierización significa una radical transformación en la relación entre el sistema financiero y el sistema productivo”*. (Torres López, 2010). Este comportamiento de los legisladores, o ausencia de comportamiento ante la creación de este doble mundo del dinero permitió que los bancos en busca de una mayor rentabilidad arriesgaran el dinero del ciudadano. Recapitulando, por un lado concedían préstamos hipotecarios a individuos con una cuestionable condición crediticia por encima o al precio del bien con la esperanza de una eterna subida del mercado que garantizaba su préstamo y por otro lado accedían a mercados con un mayor riesgo que antes les eran prohibidos.

Como cuarta causa, podemos destacar el papel de las agencias creadas tras el crack de 1929, para estimular el mercado inmobiliario, hablamos de Fannie Mae, Ginnie Mae y Freddie Mac. Estas entidades son creadas para dotar de seguridad y garantía a un mercado que, en ese momento, estaba estancado por la desconfianza de los agentes y de los inversores. La primera y la última, según la revista Time *“son las dos compañías hipotecarias más grandes de América, en conjunto, poseen o garantizan 5 billones de dólares de deuda”*, esto fue publicado el 14 de julio de 2008 (TIME.com, 2008). Sus nombres provienen de apodos puestos por el gobierno a través de semi siglas, Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) Asociación Nacional Federal Hipotecaria y Freddie Mac (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*). Fannie Mae fue creada en 1938 por el gobierno del Presidente Roosevelt con el fin de comprar hipotecas a los prestamistas, es decir, a los bancos para poder liberarlos y que ellos pudieran seguir concediendo más hipotecas. Fue una medida, como se ha explicado antes, para reactivar el mercado hipotecario tras la gran crisis financiera y para poder facilitar a aquellas familias con ingresos medios / bajos el acceso a la vivienda en propiedad que no les era posible sin una hipoteca. Esta agencia tuvo una gran difusión pero debido a los gastos incurridos en la Guerra de Vietnam el gobierno decidió retirarla del balance del Estado, trasmitiéndola a inversores privados y consiguiendo así una importante inyección de dinero. Dos años más

tarde, en 1970, se creó Freddie Mac, para evitar que Fannie Mae actuara en régimen de monopolio, con semejantes funciones, y objetivos.

Estas dos agencias públicas, reconvertidas en empresas privadas, dominaron el mercado inmobiliario de los Estados Unidos durante su auge, por la seguridad que desprendían al haber sido creadas por el gobierno, ya que se creía que, la garantía que ofrecían la respaldaba el gobierno. Así era implícitamente, ya que poseía un tamaño tal que el Gobierno de los Estados Unidos no podía permitirse que cayeran, de hecho, en septiembre de 2008 se llegó a un acuerdo por el que se podían inyectar hasta 100.000 millones de dólares para equilibrar balances, en el caso de que fuera necesario. Por último, falta mencionar a Ginnie Mae, *Government National Mortgage Association*, el mayor emisor de títulos con respaldo financiero, mantiene su carácter público y sólo adquiere las hipotecas en garantía. (Gitman and Joehnk, 2009).

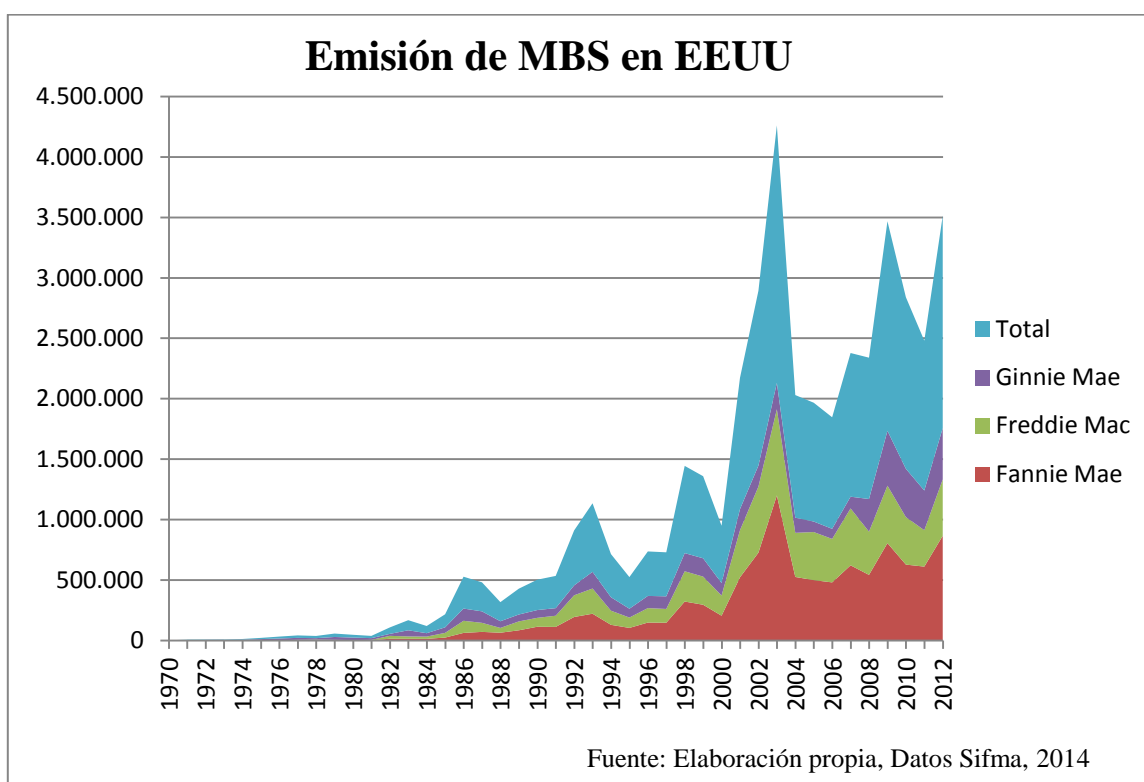


Figura V: Emisión de MBS en EE.UU

Por tanto, estas agencias facilitan liquidez del mercado, no sólo quedándose la hipotecas en sus balances, sino que, también titulizándolos para venderlos en mercados secundarios bajo

una imagen de fiabilidad por la garantía implícita que el Gobierno de los Estados Unidos les proporcionaba. Los bancos para deshacerse de las hipotecas que habían concedido, para refinanciarlas, dada las especiales características del crédito hipotecario, buscaban entidades inversoras. En un primer momento, fueron adquiridas por compañías de seguros que no titulizaban las hipotecas, sino que, las mantenían en su activo, asumiendo el riesgo, y no poniéndolas a disposición de un mercado secundario. Posteriormente, fueron vendidas, en gran medida, a estas agencias que crearon obligaciones garantizadas con hipotecas para, más tarde, colocarlas en fondos soberanos de países asiáticos, en fondos de inversión europeos y a otros bancos.

Para que estos productos derivados sean vendidos correctamente, es decir, que inspiren la confianza suficiente de los inversores internacionales, tienen que ser calificados por unas compañías especializadas que determinen el riesgo de los mismos. Aquí entran en escena las agencias de rating, que son acusadas de ser otra de las causas de la crisis financiera que azota este siglo. Las tres agencias con un papel más activo en el escenario de la crisis mundial son Fitch, Moody's y Standard & Poor's, éstas vieron la luz a principio de siglo pero, tuvieron un papel secundario durante la primera mitad sin embargo, en los setenta se oficializaron en Estados Unidos, dotando a sus calificaciones de una trascendencia mucho mayor en los mercados financieros. Esta concesión se debió a que la SEC (*Securities and Exchange Commission*) no podía atender a toda la demanda de servicios de calificación que tenía por inversores y emisores de títulos.³ Estas son las escalas de calificación que usan estas tres compañías:

³ Para ver más. (Euribor, 2011)

	Moody's	S&P	Fitch/IBCA	Definición
Investment Grade	Aaa	AAA	AAA	Capacidad de pago extremadamente fuerte
	Aa	AA	AA	Capacidad de pago muy fuerte
	A	A	A	Capacidad de pago fuerte
	Baa	BBB	BBB	Capacidad adecuada , con riesgos en el medio y L/P
Especulativo	Ba	BB	BB	Capacidad moderada con riesgo a medio plazo
	B	B	B	Capaz actualmente, con alto riesgo en el futuro
	Caa	CCC	CCC	Baja calidad crediticia, claro riesgo de quiebra
	Ca	CC	CC	Baja capacidad de repago, aunque con alguna posibilidad.
	C	C	C	Bajísima capacidad de repago, próximo a quiebra
	C	D	D	Quiebra o suspensión de pagos (default)

Figura VI: Tabla de calificaciones crediticias

Fuente: (Megabolsa.com, 2014)

Como se puede observar, la escala se puede dividir en dos zonas, el *investment grade* que se compone de aquellos productos con un menor riesgo, en nuestro caso, las hipotecas prime, y, por otro lado, la zona especulativa, que recibe ese nombre porque ofrece un mayor interés pero, a cambio de un mayor riesgo, aquí, se incluían las hipotecas Subprime. El término especulativo, parece lo suficientemente gráfico para asimilar que no son productos para retener, sino para comprar y vender en corto plazo porque existen indicios del impago y se busca más el beneficio a través de la venta tras una subida del precio. Otros pensadores, añaden un tramo intermedio entre investment grade y especulación, llamado Mezzanine comprendido entre las BBB y las BB (según Fitch y S&P). Éste lleva intrínseco un riesgo menor pero unos intereses más bajos.

La relevancia de las agencias de rating se desarrolla en dos planos diferentes, en cuanto al cumplimiento de las exigencias de las normas Basilea I (el capital mínimo del 8% de los activos ponderados por el riesgo, debe mantenerse) y en cuanto a la calificación de los productos derivados de las hipotecas que se crean para darle liquidez al banco comercial.

En relación al primer punto se debe destacar que estas compañías calificadoras determinan la ponderación del riesgo de una gran cantidad de activos, por lo que, su servicio tiene una gran influencia en los aumentos de capital que tiene que hacer un banco. Por otro lado,

existen una serie de instituciones que no pueden adquirir productos con un riesgo mayor a uno predeterminado, por cumplimiento de sus estatutos, de lo que se deriva que la calificación de los productos puede abrir la puerta a que esos productos sean adquiridos o no, por estas instituciones. El *Financial Times* informó en 2008: “*Los reguladores de todo el mundo están volviendo a examinar el grado de dependencia de sus marcos regulatorios con las calificaciones crediticias. Durante la última década, los reguladores han permitido que las calificaciones crediticias determinen el nivel adecuado de capital que los bancos deben mantener. Este patrón ha provocado críticas que expresan que estas calificaciones ya se han establecido en el sistema. Algunos observadores, incluyendo el Foro de Estabilidad Financiera, han indicado que el reconocimiento oficial de las calificaciones crediticias sobre una variedad de valores con fines regulatorios puede haber desempeñado un papel determinante en el fomento de la excesiva dependencia de los inversores en las calificaciones*”. (*Financial Times*, 2008, Traducción propia) Por tanto, concluimos afirmando que el papel de las agencias de calificación gana relevancia al institucionalizarse, al convertir empresas privadas, que buscan maximizar su beneficio, en cuasi reguladores del sistema financiero.

Por otro lado, tenemos la calificación de los productos derivados de la securitización, que en un gran número de ocasiones, era tal su complejidad que, era casi imposible cuantificar su riesgo, pero se evaluaban realizando un ejercicio de análisis general y concediendo la máxima calificación crediticia a los mejores de los presentes. No existía consenso acerca de cómo evaluar estos productos, y aquí radica la transcendencia de estas agencias que, desde su supuesta oficialidad, los evaluaron y tasaron. Además, la tasación que concedían estas agencias era la que permitía, como se ha dicho antes, la compra de los productos por ciertas instituciones financieras. No debemos olvidar que, si bien el objetivo de estas agencias de calificación es conseguir un rating lo más objetivo posible, estas empresas son pagadas por los bancos de inversión para que evalúen sus productos financieros y no sería conveniente obviar, la obligación implícita con la compañía que abona los honorarios. Algo que ya ofrecía una fachada oscura, se consideran con la misma calidad crediticia productos que ofrecían rentabilidades muy distintas. Por ejemplo, se equiparaba una participación de un MBS de hipotecas prime mezcladas con hipotecas con mayor riesgo, con un bono

corporativo de la máxima seguridad, lo que además, permitía que instituciones que sólo podían adquirir productos con el mínimo riesgo obtuvieran altas rentabilidades gracias a esta, desde el punto de vista del autor, negligente calificación. Esto llegó al punto de que en 2005 el 40% de los servicios prestados por Moody's fuera sobre calificación de deudas titulizadas (Wharton University, 2008).

Como parece previsible, los bancos de inversión consiguieron colocar las participaciones de los derivados de las hipotecas que conllevaban un menor riesgo, a pesar de ser menos rentables. También, algunas sociedades como, las de capital riesgo o algunos fondos de inversión se hicieron con participaciones más arriesgadas ya que, los bonus de sus directivos dependían de la rentabilidad de la cartera a final de año y no les importaba exponerse a un mayor riesgo a cambio del deseado interés. ¿Y qué pasaba con el resto que no podían colocar? Se dio rienda suelta a la imaginación financiera complicando aún más los productos financieros, por ejemplo dividiendo los MBS en *tranches* o tramos que son definidos por Investopedia como: *“Una pieza, parte o porción de un acuerdo o de financiación estructurada. Esta parte es una de varios valores titulizados que se ofrecen al mismo tiempo, pero que tienen diferentes riesgos, rentabilidades y/o vencimientos.”* (Investopedia, 2009, traducción propia) Esto se traduce, en el caso de una titulización de hipotecas, en que el conjunto de hipotecas que se han convertido en un derivado y procedemos a dividirlos, por ejemplo, en 4 partes o 4 tramos que ponemos a la venta de forma separada. En el primero de ellos, se realiza el compromiso de que el primer 25% de los impagos van a ser asumidos por este tramo, el segundo asumirá los siguientes impagos hasta otro 25% y así sucesivamente hasta el último, que sólo verá afectada su inversión por la morosidad en el caso de que fallen más del 75% de todas las hipotecas que se han titulado. De forma que, examinando el supuesto de que se posea únicamente un 15% de los deudores con capacidad para pagar el crédito al completo y un 25% que puede pagar parte del mismo, el inversor que adquiera el tramo con menor riesgo recibirá el 15% del dinero de los deudores solventes y lo que reste hasta completar el 25% de aquellos que no pueden pagar el crédito al completo. Algunos bancos de inversión, ante esta nueva vía de ingeniería financiera, consiguen que las agencias de rating vuelvan a calificar el derivado de forma separada por tramos, de manera que un MBS con una calificación media o baja

que no habían conseguido colocar, obtenga un tramo evaluado con alta calidad crediticia. Esta recalificación convierte activos con una difícil colocación en productos más atractivos que los bancos podían vender. Con esta técnica, se quedaban en los balances de los bancos y de los emisores de los derivados esos tramos que tenían un mayor riesgo y que no eran capaces de colocar.

4. La securitización o titulización

Esta causa se explica en una sección aparte dado que, se considera como, a la par, la más compleja y la que tiene un trasfondo mayor en el calado de la crisis financiera. Esta importancia radica en que se convierte un crédito que tradicionalmente era gestionado por bancos comerciales y que se mantenía en ellos, en un producto financiero o valor que se puede negociar en mercados financieros secundarios lo cual lo convierte, desde el punto de vista de la seguridad financiera, en algo con una peligrosidad de mayor entidad.

La titulización se define como la emisión de valores o títulos respaldados por el derecho real que conlleva un crédito hipotecario, a través de un vehículo legal a los mercados secundarios de capitales. Esta forma de transformar los simples créditos hipotecarios tiene varias ventajas:

- Aumenta la liquidez de los bancos prestamistas, ya que permite deshacerse de productos poco líquidos y con un vencimiento a largo plazo en efectivo.
- Como consecuencia lógica de la anterior, aumenta la capacidad para conceder créditos de los bancos comerciales, ya que, se desahogan de la restricción de Basilea I⁴ y tienen más liquidez en sus balances.
- Se mejoran los descalces financieros entendidos como las diferencias de plazo entre las entradas y salidas de capital del banco comercial. Los bancos comerciales se financian con depósitos que suelen ser a corto plazo (menos de un año) y conceden créditos, en su mayoría, con vencimiento mayor a un año.
- Una mayor disposición de crédito permite, la financiación de grandes proyectos.
- Se diversifica el riesgo crediticio, ya que, el derivado al completo lo garantizan varias hipotecas lo que, llevaba a pensar que, si uno caía en impago se compensaría con el resto dado que, el precio de la vivienda estaba en continua expansión y, en consecuencia, el impacto sería inapreciable.
- Se mejoran los balances de los bancos comerciales, cambiando activos menos líquidos por unos con una liquidez mayor. (Carlosraviglione, M, 2014)

⁴ Ver más en (Russell, 2008)

También, se pueden destacar una serie de desventajas en relación con el modelo de negocio anterior de la banca:

- La complejidad de los nuevos productos implica un mayor trabajo para todos los elementos del sistema, desde el que crea el derivado hasta los equipos de análisis de cada operador del mercado que los quiera comprar. Esto se traduce en unos mayores costes asociados al desarrollo de los mismos.
- La desregulación que permite este tipo de operaciones genera incertidumbre, ya que, la regulación es del todo incierta e incompleta. Se avanza más rápido en la innovación financiera que en la regulación o en el marco legal de los derivados, lo que tiene como consecuencia, la creación de vacíos legales en los países donde se venden o compran estos productos. (Carlosraviglione, M. 2014)

4.1. Evolución histórica

Como podríamos imaginar, estos procesos de creación de títulos de valores a partir de créditos son de creación reciente pero no, la realidad es que su origen es algo anterior. La titulización de créditos nace a comienzos de la década de 1870 con el movimiento de obligaciones hipoteca granja. Estas innovaciones tuvieron éxito durante un tiempo; Sin embargo, la crisis financiera de la década de 1890 llevó a muchas quiebras de bancos hipotecarios. Curiosamente, los criterios mínimos para la concesión de los créditos se rebajaron lo que provocó que se concedieran préstamos de mala calidad y el inevitable aumento de los impagos era previsible. Este hecho parece familiar si nos fijamos en los acontecimientos actuales.

Como se ha comentado anteriormente, la economía en auge de la década de 1920 dio lugar a la especulación, y al fácil acceso al crédito. Esto llevó a insostenibles relaciones deuda-capital en 1929, lo que, resultó en una severa crisis de liquidez, y en una devaluación de los activos inmobiliarios conduciendo a las ejecuciones hipotecarias. En 1933, casi la mitad de todas las hipotecas estaban en mora y los precios de las viviendas habían caído

aproximadamente un 50 por ciento. La Administración Federal de Vivienda fue creada en 1934 para guiar la política federal sobre la propiedad de la vivienda.

La década de los años 1960 trajo consigo una creciente inflación y unas altas tasas de interés en la concesión de créditos. Esto obligó a las entidades de crédito a intentar reducir los gastos en la obtención de capital para ejercer su actividad crediticia. Por este motivo, se produce una masiva conversión de créditos en instrumentos negociables, llamados titulizaciones de créditos. Estos son los modernos títulos respaldados de deuda, es decir, garantizados con un activo ya sea un automóvil, un crédito hipotecario u otro crédito de cualquier clase. (*National Association of Insurance Commissioners, NAIC, 2012*)

A lo largo de la mayor parte de la década de 2000, Fannie Mae y Freddie Mac contribuyeron a la proliferación de ambos tipos de préstamos de asequibilidad y las hipotecas de alto riesgo. Para el año 2008, estas empresas “patrocinadas” (creación pública) por el gobierno celebraron el 44 por ciento de las hipotecas de EEUU con obligaciones combinadas de más de 5 billones de dólares (Figura V). Cuando la burbuja estalló, ambas instituciones sufrieron enormes pérdidas. En 2008, Fannie Mae y Freddie Mac fueron rescatados por la Agencia Federal de Financiación de la Vivienda (FHFA).

Antes de que la securitización estuviere totalmente disponible, los originadores de hipotecas generalmente celebraban y recibían los intereses de las hipotecas que ellos crearon. Los mercados de titulización de hipotecas se remontan a 1970, cuando Ginnie Mae (cuya creación tuvo lugar dos años antes) vendió la primera oferta, un certificado de tipo pass-through de hipotecas (que explicaremos a continuación).

En Europa, el país que más desarrolló este tipo de estructuras fue el Reino Unido, concretamente, en Londres que se registró el mayor movimiento de este tipo de títulos en los años anteriores a la crisis.

4.2. Tipos de titulaciones

En este apartado se procede al análisis las diferentes formas de estructurar estos derivados; son tres las clases más utilizadas y que se van a destacar:

1. Pass-through: se lleva a cabo mediante la transmisión de los activos, en este caso, de los créditos hipotecarios a un ente jurídico creado *ad hoc*, llamado vehículo que puede ser un *trustee* o una sociedad con ese exclusivo objeto. Este vehículo es quien transmite los valores a los inversores. En este tipo de titulización, el prestamista transmite toda la operación al originador del derivado desplazando los créditos y sin mantener en su pasivo, los títulos.
2. Asset-Backed Bonds: en este caso los bienes, los créditos que se titulizan no se mueven del activo del prestamista y los pagos que se reciben de los prestatarios, no sólo van dirigidos a pagar los intereses o el capital de la hipoteca. En este tipo de titulización se suelen mejorar los productos con más activos que garanticen los pagos.
3. Pay-through: Se trata de una fórmula que nace de la combinación de los anteriores procesos, los activos que se titulizan no salen del patrimonio del prestamista pero los intereses que se generan van a cubrir exclusivamente el pago de los intereses del título y el montante del capital.

4.3. Sujetos de la titulación

El Prestamista, que puede ser un banco comercial, una cooperativa de crédito o cualquier otra institución que conceda créditos. Éstos conceden o generan los activos que se van a titular, en nuestro caso, las hipotecas o créditos hipotecarios. Generalmente, mantienen la gestión de la cartera, es decir, se encargan de recibir los intereses para luego transmitirlos a los inversores.

El Servicer, es aquél que se encarga de perseguir los intereses y su cobro desde el deudor y asegurarse de que llegan al vehículo *ad hoc* para la titulación. Puede realizarse por el

mismo prestamista o externalizarse a terceros, a su vez, redacta informes periódicos para los inversores o beneficiarios.

El vehículo, es como se denomina al ente jurídico *ad hoc* creado para emitir el título, éste compra los créditos hipotecarios para retirar el riesgo del banco prestamista y emite las obligaciones de deuda garantizada (en adelante, “CDO”: Collateralized Debt Obligations) sobre el conjunto de créditos hipotecarios, cuyos montantes son partes del capital garantizado y los cupones son los intereses a cobrar de las hipotecas. Hemos de decir que el conocido “*pool*” de créditos que se transmiten a este vehículo no tiene porque ser solamente créditos hipotecarios, sino que se elaboran CDOs uniendo tanto hipotecas, como créditos de tarjetas o estudiantiles o de automóviles.

El colocador, normalmente un banco de inversión, pero cabe la posibilidad de que sea otra entidad como las agencias federales que se encargan de hacer llegar estas obligaciones negociables a los inversores.

Inversores, que pueden ser de cualquier tipo, privados, públicos, individuales, institucionales. Aquí radica la importancia del siguiente agente, que al calificar estos productos financieros abre la puerta o no, para que inversores institucionales, como fondos de pensiones o de veteranos de la guerra puedan comprar estos derivados al obtener la máxima calificación crediticia.

Agencias de calificación de riesgos, ya hemos hablado de ellas, pero son entidades especializadas en el análisis de riesgos desde las perspectivas de la calidad del activo, de la seguridad de los flujos de caja y la seguridad jurídica, de los vehículos, de los derechos y obligaciones de las partes... Estos calificaban las CDOs, las compañías y cualquier producto financiero bajo supuestos criterios objetivos.

Aseguradoras, en un primer momento parece que no tienen cabida en este proceso pero AIG, la mayor aseguradora del mundo, empezó a vender durante el auge de la burbuja inmobiliaria, seguros de impago de deuda también llamados CDS (Credit Default Swap). Estos seguros cubrían la posibilidad de que el prestatario no acudiera en el cumplimiento de

sus obligaciones crediticias, pagando la aseguradora en el caso de que así ocurriese. Uno de los aspectos destacables de este seguro es que, al no estar regulado, se podía vender tanto a los inversores que tenían en su cartera CDO, como aquellos que no. Con esto se podía dar la posibilidad de que si un préstamo fallaba, la empresa de seguros tenía que compensar a varios sujetos, no sólo a los dueños de ese crédito, lo cual, eleva exponencialmente las pérdidas en el caso de impago.

PROCESO DE TITULIZACIÓN

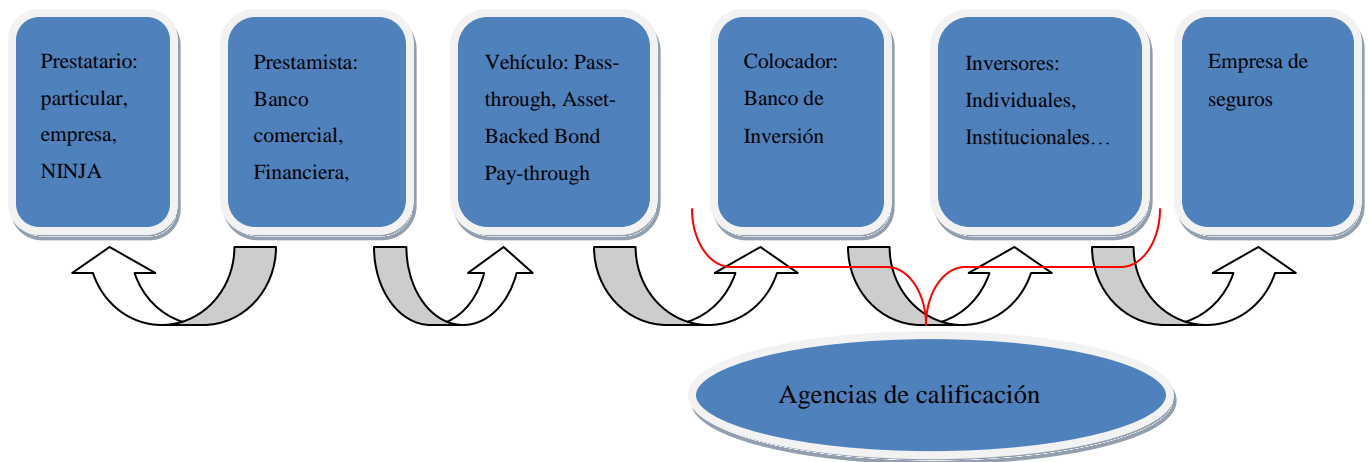


Figura VII: Esquema del proceso de titulización

Con este gráfico se puede apreciar de forma clara, como todo comienza con el prestamista y la confianza en que vaya a pagar sus cuotas hipotecarias con regularidad, y llega hasta el pequeño y el gran inversor que confían en la calificación de las agencias de rating. Cuando el primer eslabón de la cadena falla se cae todo el sistema como vamos a ver a continuación.

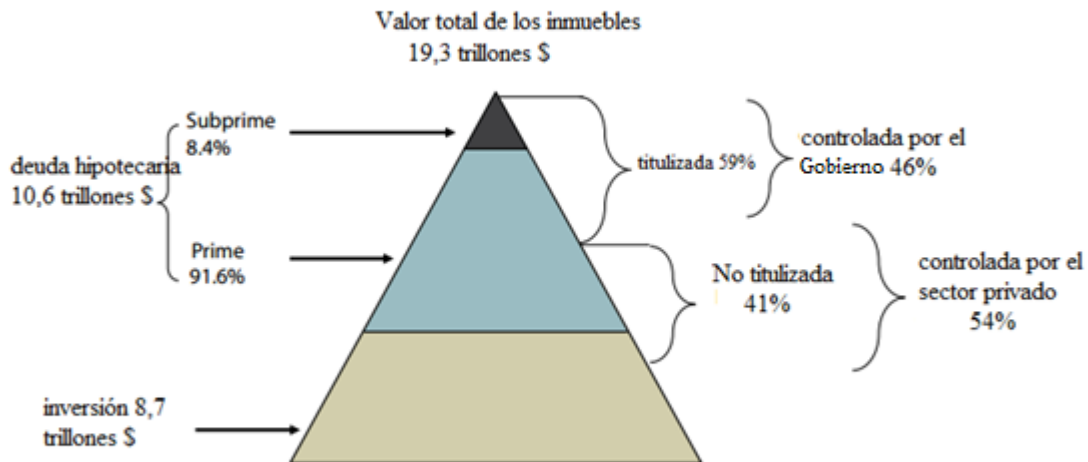
5. El desarrollo de la crisis: la caída de Lehman Brothers

“Hace 30 años si pedías un préstamo para una casa, la persona que te lo prestaba esperaba que le pagaras. El prestamista quería que le pagaras su préstamo. Ahora, mediante la bursatilización la gente que hizo el préstamo no corre riesgos si no le pagas” palabras del diputado Barney Frank, director del Comité de Servicios Financieros de la Vivienda (*House Financial Services Committee*)

“No eras responsable, no había restricciones. Podías sacar muchos préstamos” dicho por Gillian Tett reportera financiera y asistente de dirección del *Financial Times*. (Inside Job, 2010).

Estos testimonios de actores principales de la crisis nos permite ver como había cambiado el paisaje del mercado crediticio, donde reinaba el descontrol y la avaricia salvaje por obtener un mayor beneficio o un bonus mayor a final de año, liberada por un sistema de responsabilidades ineficaz.

VALOR DEL MERCADO INMOBILIARIO EN EEUU CUANTÍA PRESTADA, PRESTAMISTAS, Y FINANCIACIÓN



Fuente: Elaboración propia, Datos Reserva Federal. segundo trimestre de 2008.

Figura VIII: Gráfico del valor de los inmuebles en EEUU.

Basándonos en el esquema anterior, todo parecía que funcionaba correctamente, los inversores obtenían sus rentabilidades, los bancos comerciales aumentaban su negocio, los directivos y analistas de los bancos de inversión cobraban sus bonus, el porcentaje de hipotecas Subprime no era demasiado alto. No obstante el mercado inmobiliario se ha desarrollado con gran notoriedad, alcanzando el valor de 19,3 trillones americanos de dólares. Los directivos de la banca mayorista presionaban a los bancos comerciales para que concedieran más créditos y ellos poder realizar más operaciones para así, aumentar su bonus y como se ha señalado, se acaba por rebajar los requisitos de concesión de créditos para poder suplir a la demanda de la banca de inversión, según Martin Walf, comentarista económico jefe del Financial Times *“no eran beneficios reales, era dinero creado por el sistema y registrado como ingreso. Dos o tres años después, si alguien no paga, se borra el ingreso. Yo creo que esto fue, en retrospectiva, un gran fraude nacional, no nacional, sino un fraude piramidal mundial”*.⁵

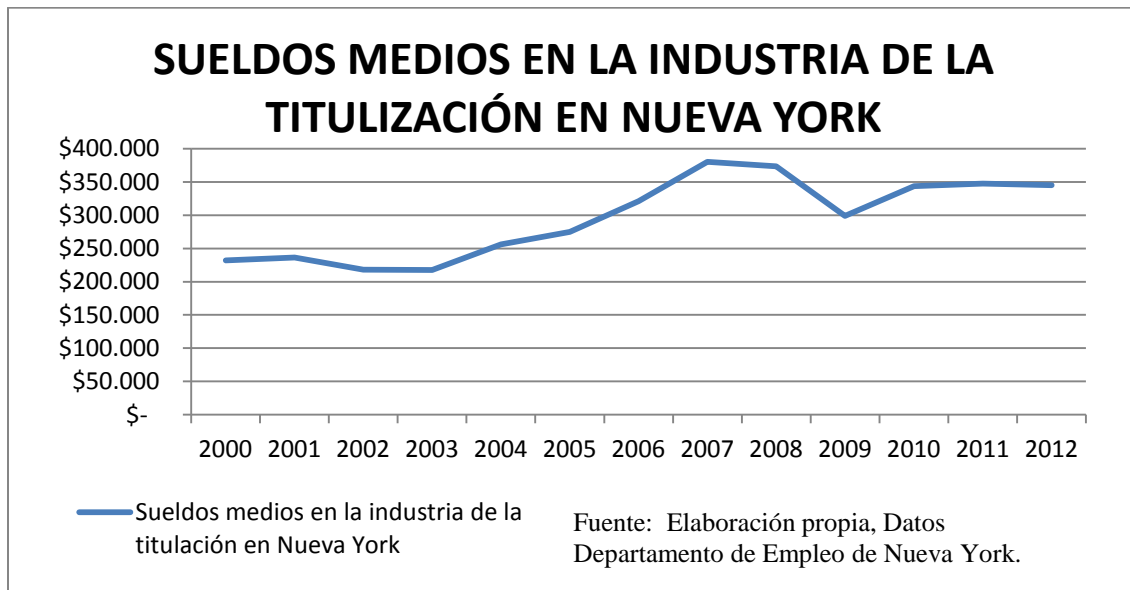


Figura IX: Sueldos medios en la industria de la titulación en Nueva York.

Aquí llega el primer problema de la cadena que parecía funcionar, los banqueros empiezan a mirar más por su bonus a final de año que, por sus clientes inversores, no les importa

⁵ Cfr. más en (Inside Job, 2010).

vender créditos o bonos con menor calidad, con tal de recibir una gran compensación a final de año. Como podemos ver en la gráfica, los dos años anteriores al crack, en septiembre de 2008, fueron los más beneficiosos para los trabajadores de Wall Street, en concreto, para aquellos dedicados a los títulos valores.

El siguiente paso hacia el crack, fue el excesivo apalancamiento de los bancos de inversión que se endeudaron en grandes proporciones para poder adquirir una mayor cantidad de CDO y poder ofrecérselos a sus clientes. En 2004, Henry Paulson, gerente general de Goldman Sachs, influyó en la SEC (*Securities and Exchange Commission*), semejante a la CNMV en nuestro país, para relajar los límites de apalancamiento de los bancos, permitiendo que, pidieran más dinero prestado. Se consiguió habilitando que se arriesgaran más, como muestra el siguiente gráfico, llegando a niveles, a principios de 2008, 30:1.

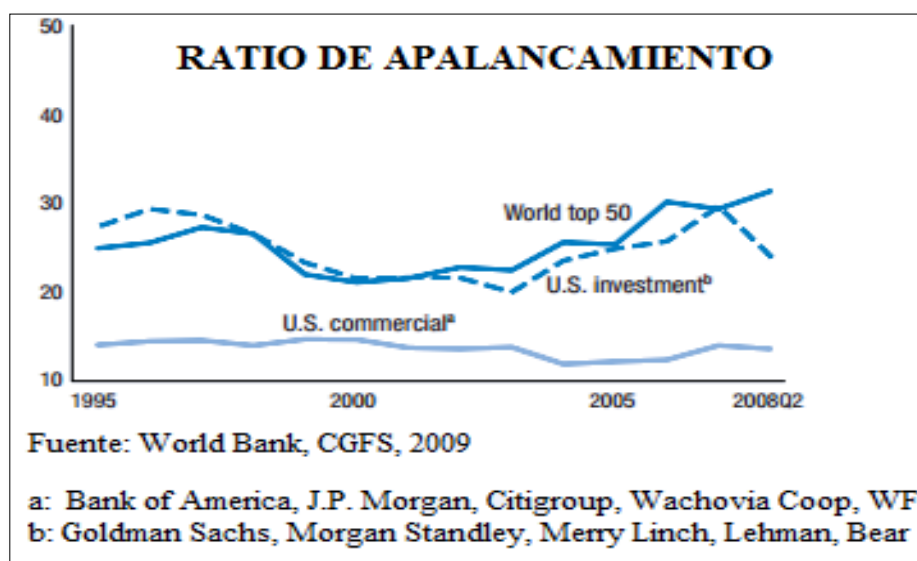


Figura X: Ratio de apalancamiento bancario.

Bajo estas circunstancias, era cuestión de tiempo que algo explotara y así fue, el famoso Banco de Inversión Bear Stearns se quedó sin efectivo y para evitar una quiebra fue adquirido por J.P. Morgan el 16 de marzo de 2008, por 2\$ la acción, apoyado con 30.000 \$ millones de garantía por parte de la Reserva Federal. Es destacable que sólo un mes, antes el banco estuviera calificado por las agencias con AA, la segunda mejor calificación. Las agencias creadas por el gobierno para estimular el mercado hipotecario Fannie y Freddie también tuvieron que ser rescatadas. El clima parecía calmarse hasta que pasó el verano y

los prestatarios comenzaron a no pagar los créditos, el precio de la vivienda dejaba de crecer, incluso sufría alguna pérdida. En fin de semana del 12 de septiembre de 2008, momento más destacado de la crisis, cuando el colapso financiero podía acabar con la economía moderna, la desconfianza reinaba en los mercados, Lehman Brothers no podía conseguir una línea de crédito suficiente que le proporcionara la liquidez para poder seguir operando. El fin de semana comenzó con la esperanza de poder llegar a un acuerdo, con o sin la ayuda del gobierno, que salvará a Lehman Brothers, el cuarto banco de inversión de los Estados Unidos, de la caída que estaba sufriendo (Figura XI). Este acuerdo pretendía firmarse en una conferencia puente en la Reserva Federal, donde se reunieron los presidentes de los bancos de inversión de mayor tamaño. En esta reunión se intentó alcanzar un acuerdo por el cual, el resto de bancos prestaran fondos a Lehman Brothers, con algún tipo de garantía por parte de la Reserva Federal. Finalmente, este acuerdo no se alcanzó, debido a la voluntad política de no hacer más rescates bancarios y al miedo que tenía el resto de bancos de ser los siguientes en caer. Mientras tanto, se habían recibido ofertas para adquirir el banco que su presidente Dick Fuld, consideró insuficientes hasta que el peor momento llegó. De forma paralela a la conferencia puente, Lehman Brothers recibió el interés de Bank of America y de Barclays por comprar el banco. Viendo la situación, Merrill Lynch iba a ser el siguiente banco en no tener efectivo para poder acometer sus obligaciones, así que, se ofreció a Bank of America. Éste, decidió comprar Merrill Lynch debido a que, su tamaño era menor y comportaba un menor riesgo para el banco. Con la única alternativa de Barclays sobre la mesa, Lehman Brothers aceptó el acuerdo, pero los reguladores ingleses exigieron una serie de garantías entre las que se encontraba la ratificación de los socios. Este requisito hacía imposible el acuerdo puesto que, necesitaba un plazo que el banco no tenía, ya que, cuando abrieran los mercados, el precio de la acción se iba a desplomar y así ocurrió:

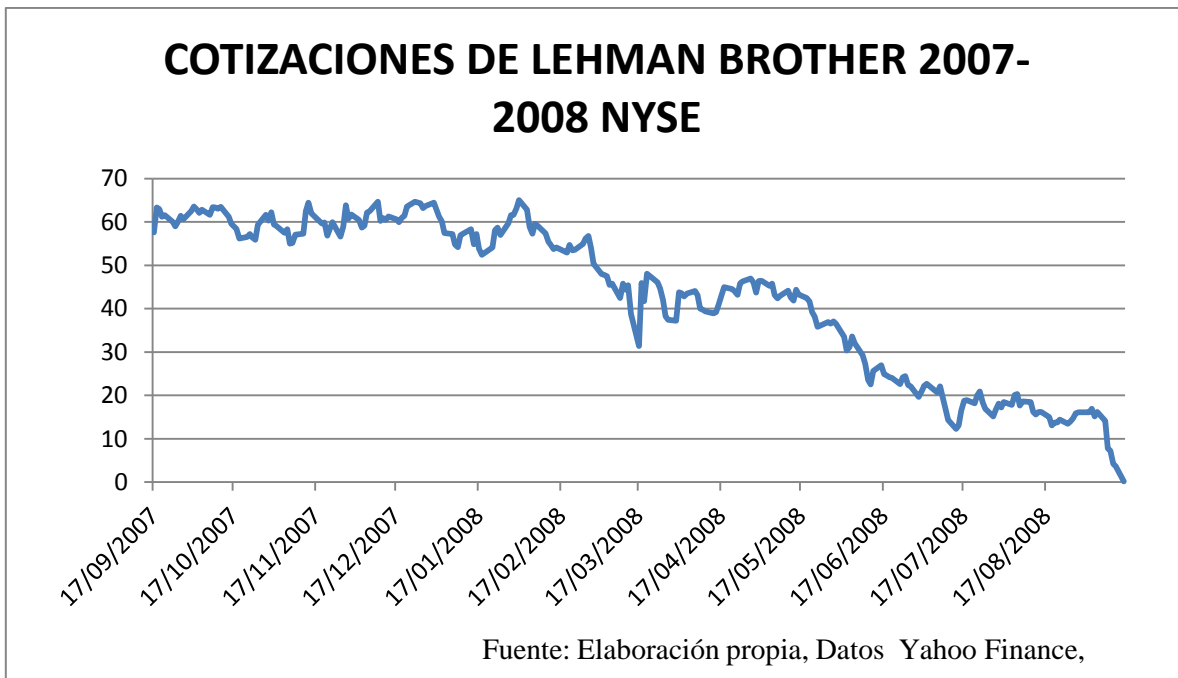


Figura XI: Cotizaciones de Lehman Brothers.

Lehman Brothers registró 3200 millones de dólares en pérdidas y declaró la quiebra el 15 de septiembre de 2008, destruyendo el empleo de 25000 personas y haciendo tambalear al sistema financiero mundial. En particular, si la decisión de dejar que Lehman Brothers quebrara fue un error crítico que desencadenó un tsunami económico y financiero mundial será debatido durante años. Algunos expertos dicen que las autoridades deberían haber sabido que los inversores perciben la suerte de los bancos como entrelazada, por lo que, permitir que uno quiebre, iba a socavar la confianza en los demás. Otros dicen que Lehman Brothers era único y que todo el mundo lo sabía.

La preocupación no acaba ahí, como se ha explicado antes, la compañía de seguros AIG, había vendido una ingente cantidad de CDS o seguros de impago de deuda que ahora se hacían efectivos al comenzar las deudas a no ser pagadas. AIG había vendido seguros por todo el mundo y no podía hacer frente a todos los pagos pendientes lo que hubiera supuesto su colapso y el colapso financiero mundial total. Por esto, la Reserva Federal el 17 de septiembre de 2008 adquirió el 80% de la compañía y le concedió un crédito de emergencia 85.000 millones de dólares para rescatarle. *"En las actuales circunstancias, un colapso [fracaso desordenado, en el literal] de AIG elevaría los ya significativos niveles de*

fragilidad del mercado financiero" se dice en un comunicado de la Reserva Federal. Con lo que se vuelve a cumplir la regla de "*too big to fail*". (Pozzi, 2014).

6. Consecuencias de la crisis en Europa del Este

6.1. Introducción

A medida que el polvo de la crisis mundial de 2008 en los mercados financieros comienza a asentarse, muchos en Europa del Este⁶ (en adelante “EE”) comienzan a preguntarse, ¿cómo terminan siendo los más afectados por el colapso?

Aunque aclamados en la década de los 2000 como una de las zonas de mayor crecimiento potencial mundial, ahora toda la región de Europa del Este se ve devastada por las consecuencias de la actual crisis. Desde Roubini y Krugman a varias agencias de calificación financiera internacional y otras instituciones, todos parecen coincidir en que no sólo es que la recesión ha llegado a la periferia Europea (Europa del Este, más Grecia y España), sino que es probable que, las condiciones económicas deprimidas sigan prevaleciendo en la región de EE durante algunos años más. Esto se debe a desequilibrios acumulados que desarrollaremos a continuación.

Según redacta la revista TIME en su noticia del 25 de febrero de 2009: *“Veinte años después de la revolución que barrió el comunismo de Europa del Este, la región se encuentra en medio de otra vorágine. La crisis económica mundial ha afectado a países como Letonia, Hungría y Polonia con especial dureza. El auge de la Europa del Este en los últimos años fue impulsado en parte, por el fuerte endeudamiento de los bancos occidentales y el fácil acceso a los préstamos emitidos en moneda extranjera. Ahora, con el crédito estacando, con enormes cantidades de deuda por pagar [...]”* (TIME.com, 2009, traducción propia).

⁶ Cuando se hable de Europa del Este se refiere en general, al conjunto de los países que formaron parte de la Unión de Repúblicas Soviéticas y en especial, a Polonia, Hungría, Letonia, Estonia y Lituania.

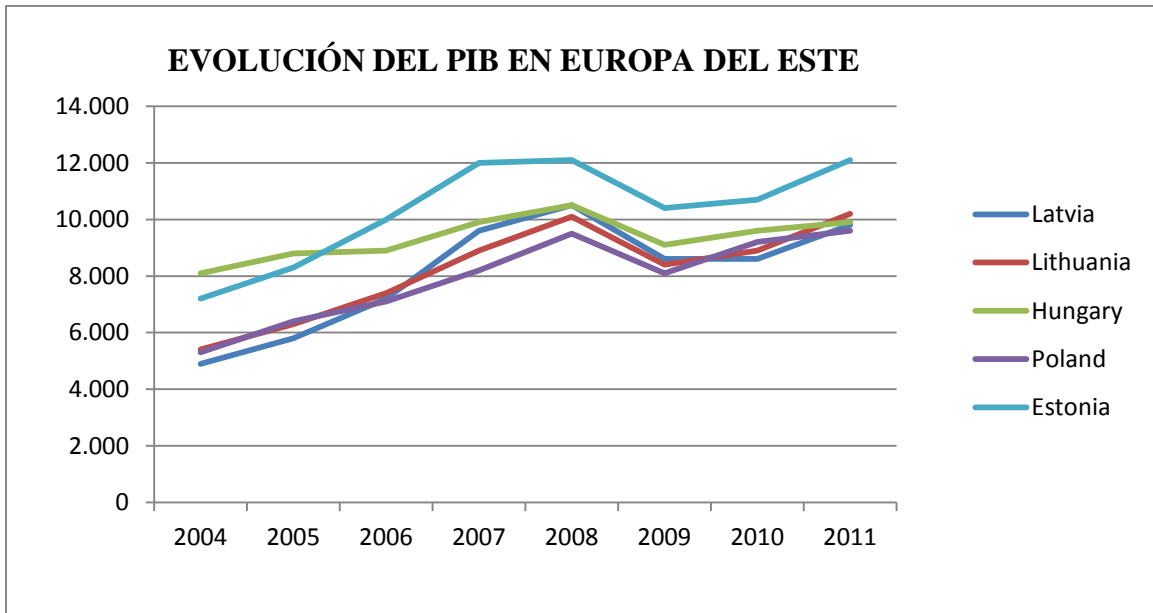


Figura XII: Evolución del PIB en la EE

Fuente: datos Eurostat, elaboración propia.

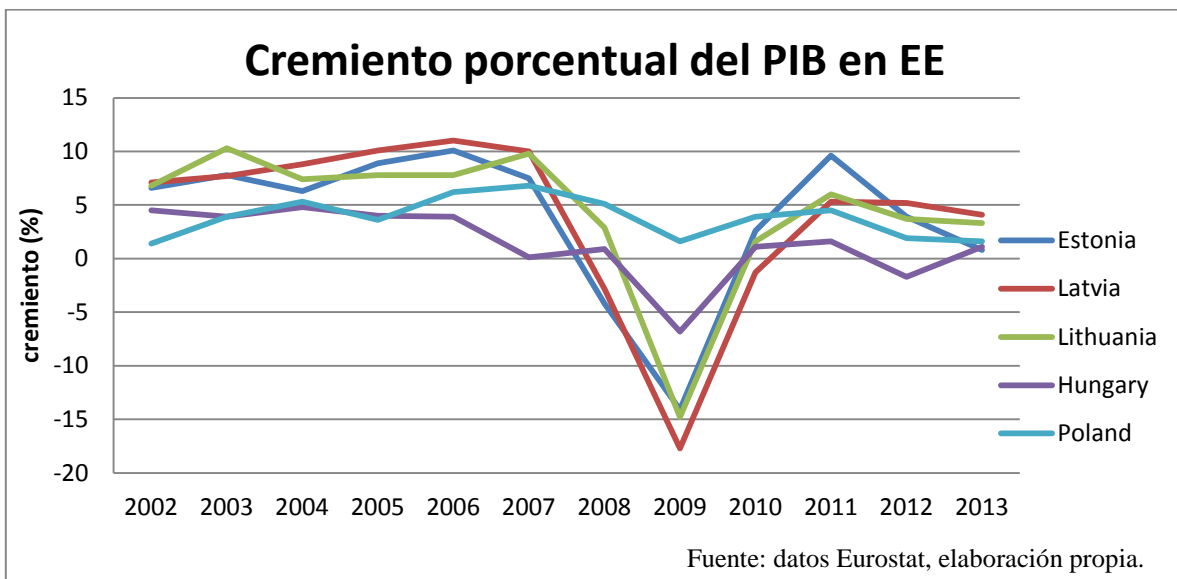


Figura XIII: Crecimiento porcentual del PIB en EE

Fuente: datos Eurostat, elaboración propia.

Como otra prueba adicional, podemos tomar las palabras de Erik Berglof, analista económico jefe del Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo (en adelante “BERD”), pronunciadas en una conferencia en el Banco Central de Austria: “*las consecuencias de la crisis económica mundial cargarán contra esta región más que contra el resto del mundo en los próximos años*” (TIME.com, 2009, traducción propia).

6.2. Causas de la especial gravedad de la crisis en esta zona

Polonia, Hungría y los Países Bálticos pertenecen a los que ciertos expertos denominan como el conjunto de economías de mercados dependientes de Europa Central y Oriental (King & Sznajder 2006; Bohle & Greskovits 2007). Estas economías muy abiertas difieren de los estados occidentales desarrollados en la medida en que, el nexo principal de toma de decisiones económicas se encuentra fuera del país, por lo general, en empresas transnacionales. Esta es la causa principal de la que derivan las demás, esta conexión con el resto del continente europeo supone una transmisión de problemas, además de una falta de capacidad de actuación puesto que los recursos de los que se dependía no estaban en las manos de los gobiernos nacionales.

Otra de las causas de la especial gravedad de la crisis en esta zona está relacionada con la inversión extranjera, que en lugar de ir dirigida a los mercados de valores o a las conexiones de los bancos nacionales, recababa mediante sucursales de las mismas empresas extranjeras, incluyendo en el sector bancario, que es propiedad mayoritaria de bancos extranjeros (Epstein, 2008). Esta es, según el BERD, una de las causas principales de la profundidad de la crisis, la forma en la que estos países se han financiado durante la época de bonanza anterior a la crisis. Esta bonanza ha sido posible, casi al completo, gracias a la citada inversión extranjera que mantenía el nivel de flujo de capitales que movía la economía. Como se puede deducir casi automáticamente, cuando este flujo de inversión se detuvo de forma inesperada por la erupción de la crisis financiera global, la economía de estos países se colapsó. El BERD expresó su opinión acerca del alcance de la dependencia de estas economías a los préstamos en moneda extranjera. En muchos países de esta zona los créditos, entre ellos los hipotecarios, se realizaban en euros, dólares o francos suizos. En Austria los créditos en moneda extranjera representaban el 17% del PIB nacional, en Lituania era un 90%, en Estonia un 80% y en Bulgaria cerca del 50% de su Producto Interior Bruto. (Salzmann M, 2014).

Otro punto determinante en la configuración anterior a la crisis económica de los países de EE, es el traspaso la propiedad de la industria bancaria a entidades transnacionales europeas. En Hungría, cuatro de los cinco principales bancos de la época comunista fueron

vendidos a inversionistas extranjeros en 1997. La caja de ahorros del Estado fue privatizada, pero no en su totalidad, sólo en un tercio de sus acciones. Esta estrategia tuvo éxito ya que, se pudo mantener el control por parte del Estado y de los inversores nacionales. La venta de los bancos de Polonia a inversores extranjeros se produjo un poco más tarde que en Hungría, y estuvo, en parte, impulsada por el proceso de adhesión a la Unión Europea (Bonin & Wachtel 2002). El hecho de transmitir la propiedad de los principales bancos a entidades extranjeras fue generalmente concebido como un medio relevante para poder recibir capital y “*know-how*”. Los bancos extranjeros eran percibidos, como más eficientes que los bancos nacionales y necesarios para el crecimiento económico. Algunos de los países de EE, se dieron cuenta de los posibles aspectos negativos, como la pérdida del control interno sobre la economía, o las dificultades de gestionar las entradas y salidas de flujos de cada, entre otros.

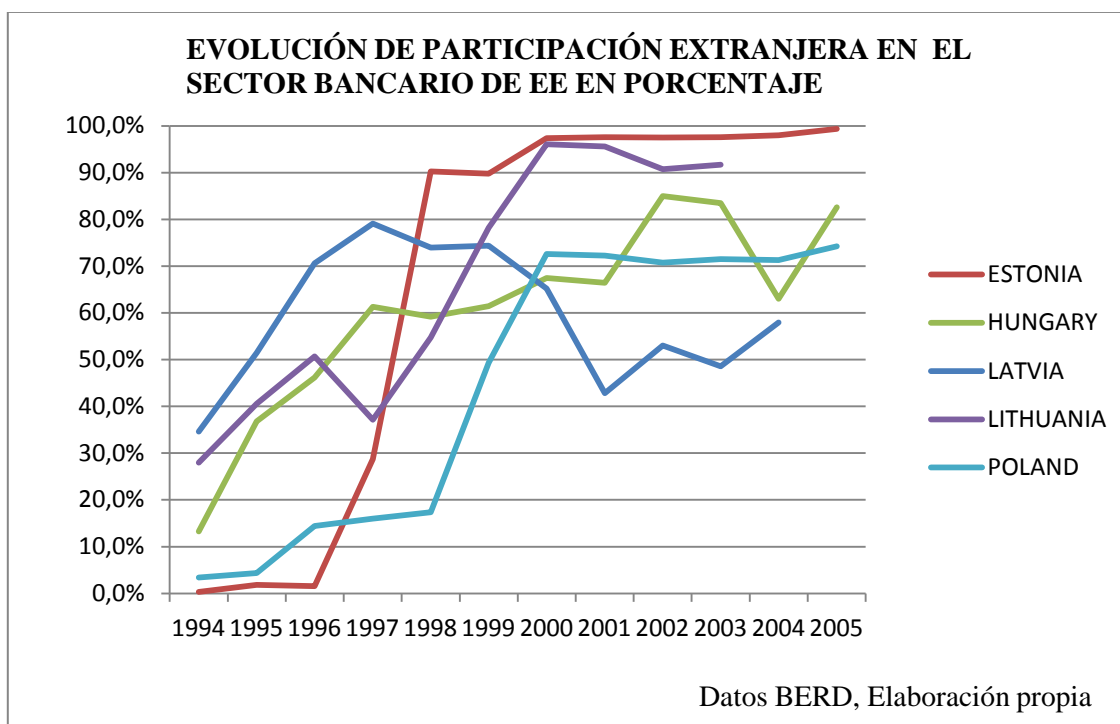


Figura XIV: Evolución de participación extranjera en el sector bancario de EE en porcentaje

La principal fuente de ventajas competitivas de estas economías de mercado está formada por los bajos costes de mano de obra de alta preparación, lo que hace a estos países un lugar atractivo para la fabricación y montaje de bienes de consumo duraderos con relativamente

alto valor. Los principales desafíos a lo que se tienen que enfrentar para preservar este liderazgo en costes, son la creciente demanda de consumidores y la dificultad de gestionar el flujo de entrada de capitales. Problemas que se intensificaron durante los años del boom de mediados de los años 2000, cuando entraban grandes flujos de capitales y había una gran demanda. Vista esta situación, no es sorprendente que la crisis financiera tuviera un efecto único y devastador en estos países, teniendo en cuenta la dependencia bancaria y financiera del extranjero.

Otra influencia general en estos países y que puede considerarse como una causa, es la política neoliberal agresiva que llevaron a cabo durante las dos décadas anteriores a la crisis financiera. Esta política consistente en la privatización y liberación de los servicios públicos, buscaba modernizar y alejar al país del régimen comunista que les había subyugado durante la época soviética. Estas políticas de gasto generaron un gran déficit como se puede apreciar en el gráfico (Figura XV). Mención especial, precisa Hungría, que ya sufría un alto déficit anterior y que durante los primeros años del milenio intentó solventar con una política basada en la austeridad. Esta política, no fue bien recibida por la población, provocando una crisis política en 2006, aunque suavizó la caída del déficit tras la explosión del colapso ya que, no tenía recursos para poder invertir.

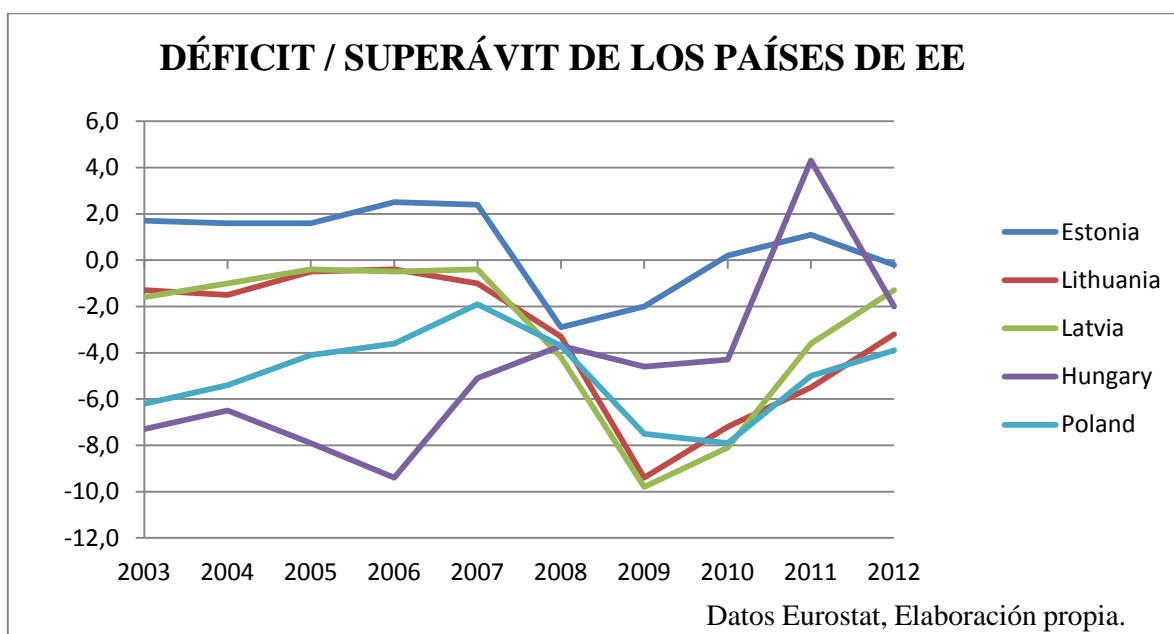


Figura XV: Déficit / Superávit de los países de EE.

A pesar de que la mayoría de las causas que provocaron una depresión mayor son comunes, existen ciertas diferencias y razones propias que se destacan a continuación.

6.2.1. Polonia

Polonia ha sido el único país de la Unión Europea que, por poco, evita la recesión en 2009 salvándose de una recesión que ha azotado a todo el globo en términos generales. En consecuencia, el gobierno polaco vio en la crisis una afirmación de sus buenas elecciones en política económica. El bajo déficit presupuestario anterior a la crisis y la bien controlada deuda nacional dieron a Polonia la capacidad de responder a la crisis mediante la estimulación de su economía. No obstante, Polonia recibió una línea de crédito flexible del Fondo Monetario Internacional (en adelante “FMI”) para tranquilizar a los mercados en mayo de 2009, pero fue elogiada por su gestión macroeconómica en los informes de supervisión de esta misma institución.

Por tanto, Polonia respondió a la crisis con un estímulo de la economía que si bien estaba muy relacionado con el “colchón económico” que poseía, estuvo también, muy unido a la fuerza e ideología del mapa político del país. Parte clave de este mapa, es la competencia política que había creado las últimas elecciones en el país. Tras un roce con el semi-presidencialismo en la década del 1990, se consiguió una democracia parlamentaria en 1997, caracterizada por multitud de previsiones de veto y con una fuerte tradición de movimiento en la política y de organizaciones civiles (Orenstein, 2010). Bajo estas características el entorno político polaco se concibe más fragmentado (En.poland.gov.pl, 2014), con una mayor diversidad de partidos en cada una de las instituciones, lo que obliga a llegar al consenso para poder tomar decisiones, lo que, las hace más sensatas y neutrales. En el ámbito social, Polonia es el país con mayor población de los que se analizan en este documento, constituye a su vez el que tiene una menor dependencia del comercio exterior debido al gran mercado interior que posee, esto le aísla de las posibles fluctuaciones que ocurran en los mercados internacionales.

6.2.2. Hungría

Hungría, al contrario que Polonia, fue el primer Estado Miembro de la UE que solicitó la ayuda del FMI para hacer frente a los desequilibrios fiscales y financieros devastadores que se habían acumulado durante varios años antes de la crisis. Hungría recibió un rescate de 15.700 millones de dólares del FMI el 6 de noviembre, 2008, a cambio de un paquete de

medidas de austeridad que redujera la deuda y el déficit del país. En particular, los aumentos de salarios y bonificaciones de pensiones se suspendieron. La Unión Europea contribuyó con un rescate adicional de 8400 millones de dólares además de, otro del Banco Mundial que otorgó 1.300 millones de dólares en un paquete de rescate conjunto que establecía el modelo para acuerdos en otros estados miembros de la Unión Europea como Rumania, Letonia y Grecia. (IMF, 2009, p. 87).

6.2.3. Países Bálticos⁷

Esta zona recientemente liberada de los regímenes comunistas mostró un gran interés por alejarse del antiguo sistema y acercarse lo máximo posible al resto de países europeos, por eso, se sometió a un proceso de reestructuración completa de todas las bases de la estructura de los países⁸. Esta rápida transformación se realizó gracias a la inversión extranjera y a un aumento del gasto público provocando una subida del déficit (Figura XV)

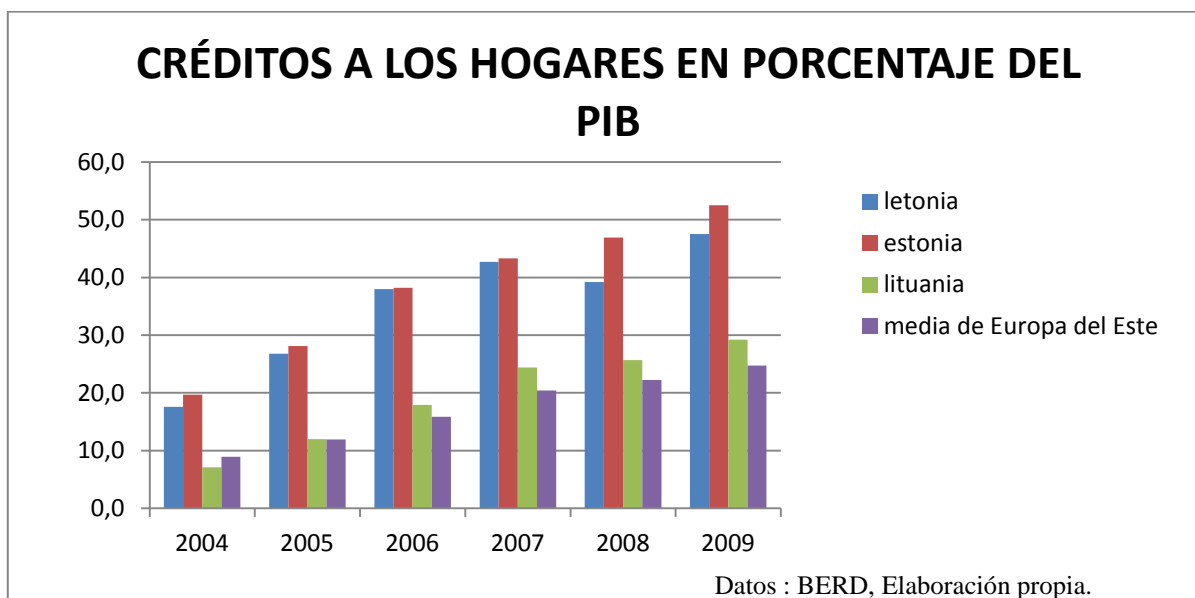


Figura XVI: Créditos a los hogares en porcentaje del PIB⁹.

⁷ Países Bálticos: Estonia, Letonia y Lituania.

⁸ Cfr. anexo I, anexo II y anexo III

⁹ En este caso los Países analizados como Europa del Este son: Albania, Armenia, Bielorrusia, Bosnia Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Estonia, Macedonia, Georgia, Hungría, Letonia, Lituania, Moldavia, Montenegro, Polonia, Rumania, Serbia, Eslovaquia, Eslovenia, Turquía y Ucrania.

En esta zona, los préstamos en moneda extranjera tuvieron especial relevancia. Para diferentes sectores de la población, los créditos en moneda extranjera significaron una trampa de deuda ya que, mientras se les facilitaba este tipo de créditos, en pos de un futuro desarrollo, luego debido al estallido de la crisis, no se pudo llevar a cabo y provocó una debacle aún mayor. El endeudamiento de los hogares aumentó rápidamente. En los países bálticos, llegó a representar más del 50 por ciento del PIB, que comparado con el promedio del 20 por ciento del resto los estados del este europeo, demuestra la grave situación. Esto se une a la apreciación de la moneda nacional, que reducía el poder de compra de aquella población que había adquirido créditos en moneda extranjera.

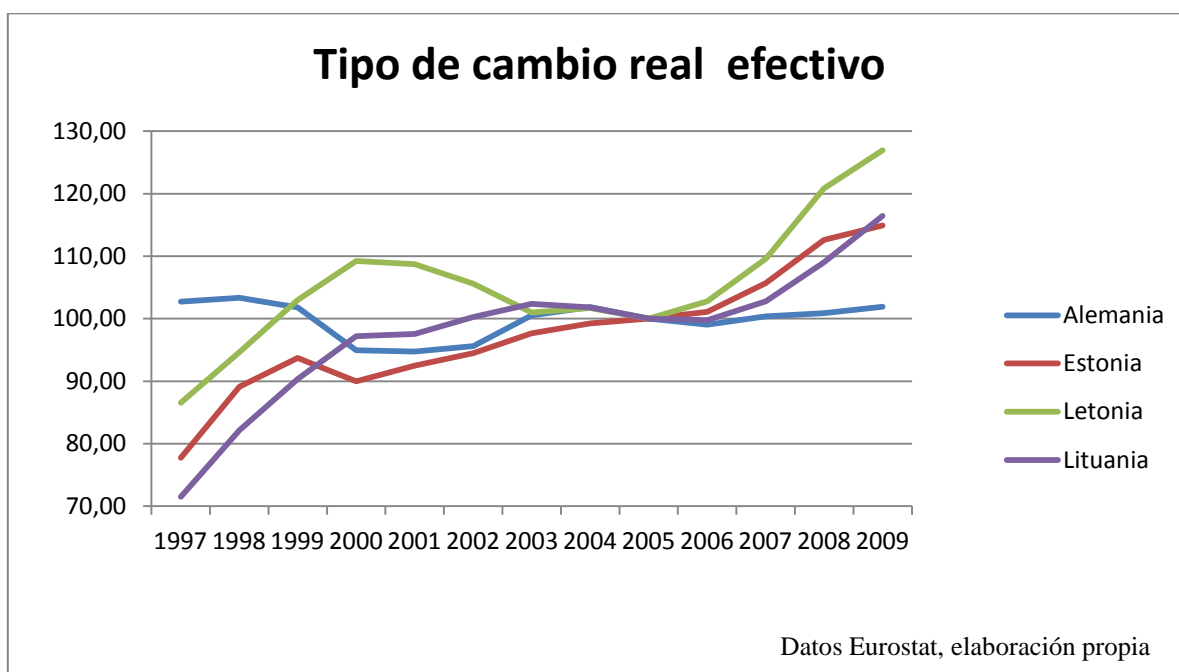


Figura XVII: Tipo de cambio real efectivo.

6.3. Consecuencias de la crisis

La crisis actual ha retrasado las perspectivas de la introducción del euro como moneda común de los estados miembros de Europa del Este de la Unión Europea. Como muestra de la situación, sólo los dos países más pequeños de la región, Estonia y Letonia, han introducido hasta ahora el Euro, como moneda. Los otros 3 estados de Europa del Este miembros de la UE que hemos analizado siguen manteniendo sus monedas nacionales.

Además Estonia y Letonia cambiaron su moneda con posterioridad a la crisis con la esperanza de que este cambio mejorara su situación crediticia en moneda extranjera como se ha hecho referencia anteriormente.

Como se puede apreciar en las gráficas expuestas, estos países se han visto más hundidos en la crisis y en la depresión, que aquellos países que realmente tuvieron un papel activo en la consecución de la misma. De esta forma, EEUU y el resto de la UE se prevé que saldrá de la recesión antes que estos países, aunque éstos estuvieran en una posición de crecimiento emergente antes de la debacle. La llave al crecimiento que Europa le dio a las economías emergentes europeas, ha causado graves consecuencias económicas y sociales porque fue retirada en un momento clave, y de forma imprevista. En términos generales, podemos decir que estos países, salvando las diferencias, se encontraban en regímenes cerrados política y económicamente hablando, donde la sociedad estaba cansada de sufrir la lacra del sistema soviético y que por esto, intentaron modernizarse lo más rápidamente posible, sin analizar los posibles efectos negativos que podía causar. En consecuencia, nos encontramos ante un escenario que asume grandes riesgos de déficit y de inversión extranjera, que se une al riesgo inherente que conlleva participar en el comercio internacional. Al explotar la crisis, sufren las consecuencias que se podían deducir de la crisis global, más las añadidas por las políticas arriesgadas de los gobiernos nacionales.

Por ejemplo, en Letonia, esto ya ha dado lugar a un desastre social. El Gobierno ha decidido cerrar la mitad de los hospitales en el país a finales de año, lo que significa que ya no habrá ninguna garantía de atención médica para amplias capas de la población. (Salzmann M, 2014). Esto se unió a las protestas y manifestaciones que estallaron contra las políticas del gobierno a principios de año.

7. Conclusiones

La globalización es un fenómeno, generalmente considerado como positivo, que conecta todos los agentes económicos del planeta. Ayuda a generar sinergias entre conocimientos, técnicas, recursos y oportunidades, que de otra forma no se podrían explotar. No obstante, la visión desde el punto de vista contrario también es posible, y, desde la opinión del autor, tan necesaria como la primera. De la observación de la historia, de las situaciones de crisis ya acontecidas e, incluso, de la actual, podemos deducir que la conexión total de los mercados puede generar un efecto dominó que cause la catástrofe total. Uno de los objetivos principales de este análisis, era dilucidar qué causas son catalizadores de la actual situación, con el fin de, a ser posible, evitar o reducir la posibilidad de volver a sufrir la misma. Sin duda una de ellas, se encuadra en la rápida expansión de un problema que surge de forma local en Estados Unidos y que acaba hundiendo las economías de toda Europa. Con este mensaje no se pretende recomendar la vuelta a los modelos de Estados autárquicos del pasado, si no, simplemente hacer una reflexión abierta sobre los desconocidos aspectos negativos que la globalización posee intrínsecamente y que puede ser motivo de una investigación posterior. Cuestión notoria es que la cadena que empezó con un crédito concedido a una persona en Alabama ha podido terminar afectando al empleo de un ciudadano de Polonia.

Como solución para evitar futuras crisis con similares causas, se perfila imprescindible la generación de una regulación internacional capaz de evitar que sucedan comportamientos financieros. La ligera regulación bancaria actual ha permitido que empresas privadas con intereses propios, como las agencias de calificación crediticia, se convirtieran en reguladores con efectos globales. Si bien la práctica de éstas está enfocada hacia la objetividad, el interés de cualquier compañía de maximizar los beneficios ha provocado un conflicto de intereses no resuelto, que ha llevado a una actuación negligente para un sector de la población que no debería haberse visto responsable por el comportamiento de otros. El proceso liberalizador al que el capitalismo puro tiende, unido a la globalización es una bomba de relojería que puede explotar sin un control adecuado de la regulación internacional, que desde el punto de vista del autor, es tan necesaria. La exigencia de esta

internacionalización de la regulación se fundamenta en idea de que si las actuaciones comportan consecuencias globales, su delimitación debe ser, a su vez, global.

Por último, en cuanto a la actuación concreta del sector bancario que ha obligado a los gobiernos a intervenir mediante rescates bancarios sufragados por el erario público, por miedo de que quiebre todo el sistema económico mundial podemos extraer una reflexión moral. Es polémico, y se ha discutido sobre ello, si la decisión de no ayudar o rescatar a entidades financieras de un tamaño tal, que su caída supondría el fin del sistema económico, es un mal tan necesario. En el caso de que esté en juego el dinero de los depositantes, parece completamente imprescindible que se intente por todos los medios posibles la salvación de esos fondos porque las consecuencias de que el ciudadano de a pie no tenga acceso o pierda sus fondos, nos acercaría de nuevo al trueque. Si los fondos en juego, no son éstos, pienso que los bancos o las instituciones financieras deben actuar con las mismas reglas del juego que cualquier otra compañía de forma que si llevan a cabo una estrategia empresarial no exitosa y tienen que incurrir en pérdidas o incluso en la quiebra, deben hacerlo. Para evitar que entren en el juego financiero los fondos de los depositantes, es capital que la regulación internacional propuesta vuelva a separar la actividad de los bancos comerciales de la de los bancos de inversión más cercana a la especulación.

8. Referencias bibliográficas

Abadía, L. 2008. La crisis ninja. *Madrid, Espasa*.

Bonin J. and Wachtel P., "Financial sector development in transition economies: Lessons from the first decade", Bank of Finland, Institute for Economies in Transition, Discussion Paper No 9, 2002.

Bohle and Greskovits. 2007. "Neoliberalism, Embedded Neoliberalism, and Neocorporatism: Paths towards Transnational Capitalism in Central-Eastern Europe". West European Politics.

Carlosraviglione, M. 2014. Securitización de Hipotecas - Monografias.com. [Online] Disponible at:
<http://www.monografias.com/trabajos/sechipo/sechipo.shtml#ixzz2mWqmQenc>
[Accedido: 24 Feb. 2014].

Cnnexpansion.com. 2014. Los orígenes de la crisis. [Online] Available at:
<http://www.cnnexpansion.com/economia/2009/02/06/los-origenes-de-la-crisis>
[Accessed: 17 Feb 2014].

D'Hulster, K. 2014. The leverage ratio. [Online] Available at:
<http://www.worldbank.org/financialcrisis/pdf/levrage-ratio-web.pdf> [Accessed: 3 Mar 2014].

Crotty, J. 2008: Structural causes of the global financial crisis: A critical assessment of the "New financial architecture", Working Paper, University of Massachusetts, Department of Economics, No. 2008-14.

Economia48.com. 2014. "Margen de Intermediación Financiera" - Enciclopedia de Economía. [Online] Available at: <http://www.economia48.com/spa/d/margen-de-intermediacion-financiera/margen-de-intermediacion-financiera.htm> [Accessed: 17

Feb 2014]

En.poland.gov.pl. 2014. Political Parties | poland.gov.pl. [online] Available at:
<http://en.poland.gov.pl/Political,Parties,395.html> [Accessed: 24 Mar 2014].

Epstein, R.. 2008. "In Pursuit of Liberalism: International Institutions in Postcommunist Europe". Baltimore, MD: Johns Hopkins University Press.

Es.finance.yahoo.com. 2014. LEHMQ Cotizaciones históricas | LEHMAN BROS HLD
Acción - Yahoo! Finanzas. [Online] Available at:
<http://es.finance.yahoo.com/q/hp?s=LEHMQ&b=15&a=08&c=2007&e=15&d=08&f=2008&g=d> [Accessed: 3 Mar 2014].

Euribor. 2011. "Historia de las agencias de calificación". [Online] Available at:
<http://www.euribor.com.es/2011/07/14/historia-de-las-agencias-de-calificacion/#>
[Accessed: 24 Feb 2014].

Financial Times, 2008 "Regulators raise fears over 'hardwired' credit ratings," June 12
2008.

Freddiemac.com. 2014. Freddie Mac House Price Index (FMHPI) Data - Freddie Mac.
[Online] Available at: <http://www.freddiemac.com/finance/fmhpi/> [Accessed: 1 Mar
2014].

Friedman, SJ 1985, "The Glass-Steagall Act and Moral Authority", *Management Review*,
74, 2, p. 16, Business Source Complete, EBSCOhost, viewed 18 February 2014.

Gitman, L. J. and Joehnk, M. D. 2009. "Fundamentos de inversiones". México: Pearson
Educación.

King, Lawrence, and Aleksandra Sznajder. 2006. "The State-Led Transition to Liberal
Capitalism: Neoliberal, Organizational, World Systems, and Social Structural
Explanations of Poland's Economic Success." *American Journal of Sociology* 112,

no. 3 (November)pp. 751–801.

IMF. 2009. World Economic Outlook. [report].

Inside Job. 2010. [Video] Estados Unidos: Charles Ferguson.

Investopedia. 2009. Tranches Definition | Investopedia. [Online] Available at:
<http://www.investopedia.com/terms/t/tranches.asp> [Accessed: 26 Feb 2014].

Invertia.com. 2014. Histórico cotizaciones NASDAQ 100, Bolsa: fecha, volumen, apertura y cierre, diferencial. [Online] Available at:
<http://www.invertia.com/mercados/bolsa/indices/nasdaq-100/historico-ib018ndx>
[Accessed: 1 Mar 2014].

Labor.ny.gov. 2014. Quarterly Census of Employment and Wages (QCEW) - New York State Department of Labor. [Online] Available at:
<https://www.labor.ny.gov/stats/ins.asp> [Accessed: 3 Mar 2014].

Marx, C. 2001. “Manuscritos económicos y filosóficos de 1844”. Edición preparada por Juan R. Fajardo.

Megabolsa.com. 2014. Calificaciones de las Agencias de Rating - Biblioteca Megabolsa. [Online] Available at: <http://www.megabolsa.com/biblioteca/aspectos27.php>
[Accessed: 24 Feb 2014].

National Association of Insurance Commissioners, NAIC. 2012. Financing Home Ownership: “Origins and Evolution of Mortgage Securitization Public Policy, Financial Innovations and Crises”. [Report] CIPR White Paper WPS 2012-01, pp. 2-8.

Orenstein, M. A. 2010. The Political Economy of Financial Crisis in Central and Eastern Europe: Poland and Hungary Compared. [Report] Johns Hopkins University SAIS, pp. 2-3.

Østrup, F, Oxelheim, L, & Wihlborg, C 2009, 'Origins and Resolution of Financial Crises:

Lessons from the Current and Northern European Crises', Asian Economic Papers, 8, 3, pp. 178-220, Business Source Complete, EBSCOhost, viewed 17 February 2014.

Pozzi, S. 2014. "EE UU acude al rescate de AIG para evitar una nueva quiebra". El País, 17 Septiembre 2008.

Research.stlouisfed.org. 2014. Graph: Effective Federal Funds Rate (FEDFUNDS) - FRED - St. Louis Fed. [Online] Available at: <http://research.stlouisfed.org/fred2/graph/?id=FEDFUNDS> [Accessed: 1 Mar 2014].

Russell, E. (2008) "Las reformas New Deal keynesiano bancarios y Estado de Bienestar Capitalism" (New York: Routledge).

Salzmann, M. 2014. Deepening economic crisis in Eastern Europe - World Socialist Web Site. [online] Available at: <http://www.wsws.org/en/articles/2009/11/euro-n24.html> [Accessed: 24 Mar 2014].

Sifma.org. 2014. SIFMA. [Online] Available at: <https://www.sifma.org/research/statistics.aspx> [Accessed: 1 Mar 2014].

TIME.com. 2009. Breaking "The Economic Crisis hits Eastern Europe" - TIME.com. [online] Available at: <http://content.time.com/time/business/article/0,8599,1881715,00.html> [Accessed: 24 Mar 2014].

The Economist. 2014. "Crash course". [Online] Available at: <http://www.economist.com/news/schoolsbrief/21584534-effects-financial-crisis-are-still-being-felt-five-years-article> [Accessed: 17 Feb 2014].

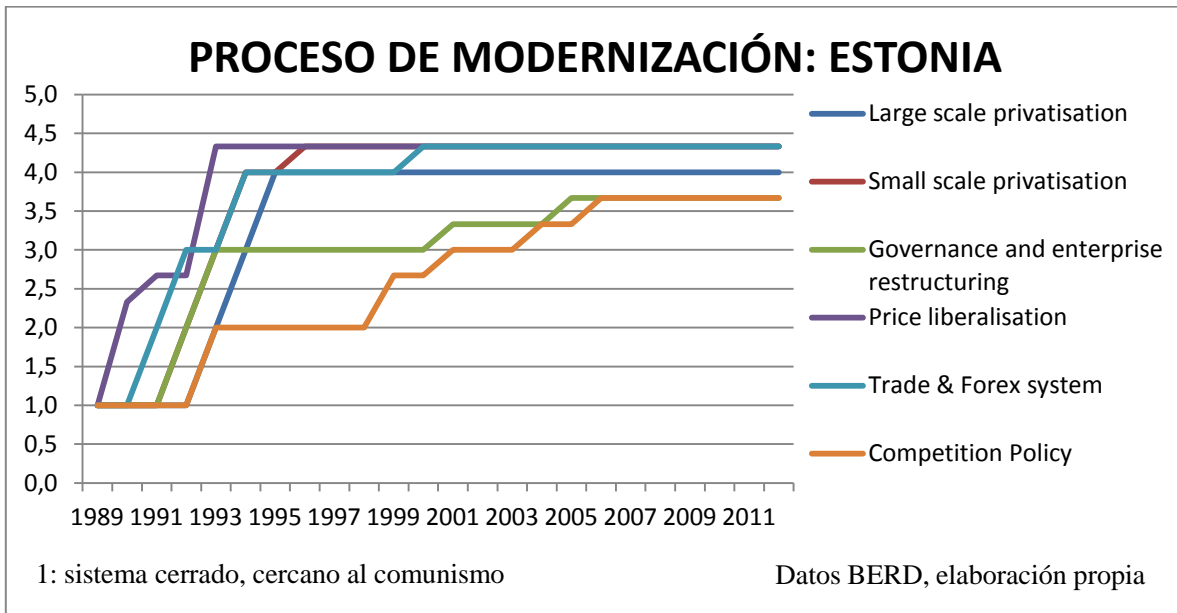
Topics.nytimes.com. 2013. "Glass-Steagall Act (1933) News" - The New York Times. [Online] Available at: http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/subjects/g/glass_steagall_act_1933/ [Accessed: 18 Feb 2014].

Torres López, J. 2010. “La crisis de las hipotecas basura”. Madrid: Sequitur.

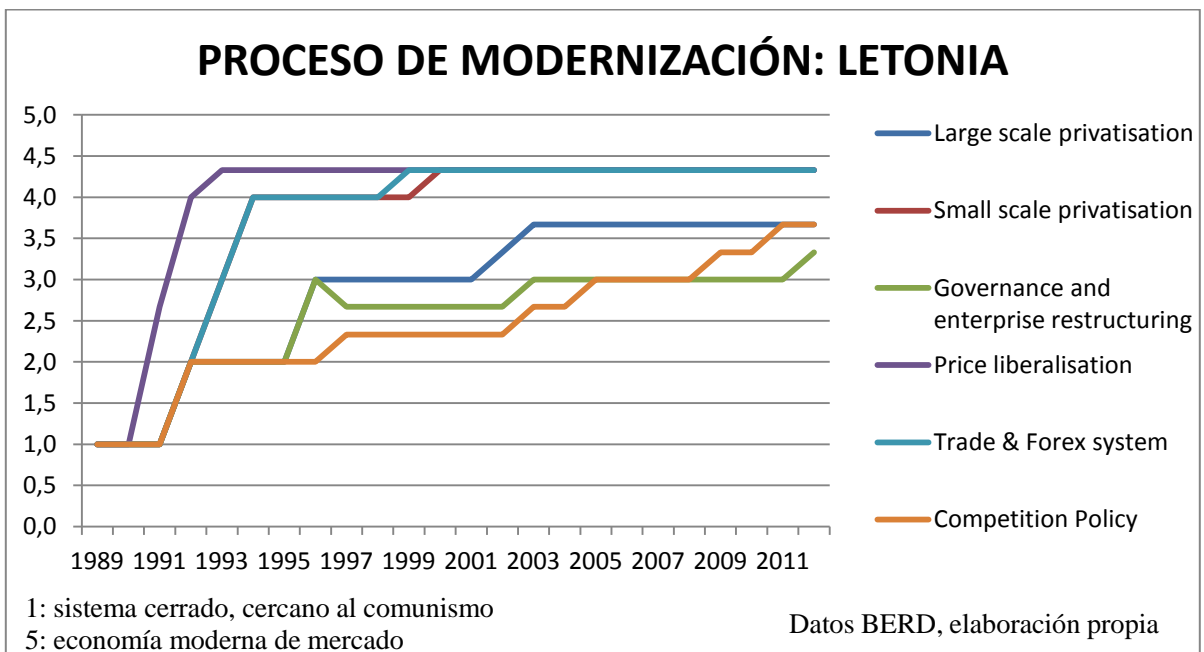
Wharton University. 2008. “Regulation-induced Innovation: The Role of the Central Bank in the Subprime Crisis” - Knowledge@Wharton. [Online] Available at: <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/regulation-induced-innovation-the-role-of-the-central-bank-in-the-subprime-crisis/> [Accessed: 25 Feb 2014].

9. Anexos:

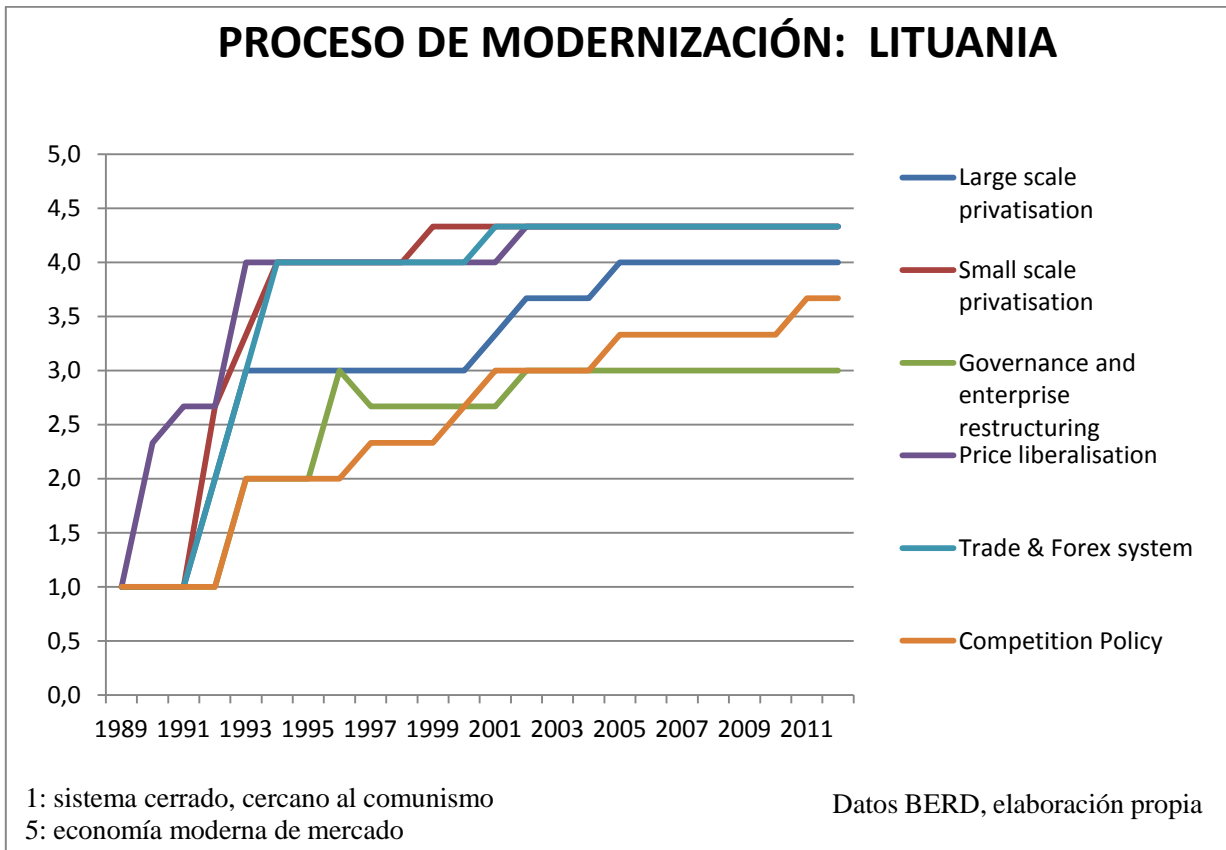
Anexo I: Gráfico del proceso de modernización de Estonia



Anexo II: Gráfico del proceso de modernización de Letonia



Anexo III: Gráfico del proceso de modernización de Lituania.



10. Lista de acrónimos

- ABS Asset Backed Security, Titulizaciones de Activos.
- AIG American International Group.
- BERD Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo.
- CDO Collateralized Debt Obligation, Obligación de Deuda Garantizada.
- CDS Credit Default Swap, Seguros de Impago de Deuda.
- CNMV Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- EE Europa del Este.
- EE.UU Estados Unidos de América.
- Fannie Mae Federal National Mortgage Association, Asociación Nacional Federal Hipotecaria.
- FHFA Agencia Federal de Financiación de la Vivienda.
- FMI Fondo Monetario Internacional.
- Freddie Mac Federal Home Loan Mortgage Corporation, Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios para la Vivienda.
- Ginnie Mae Government National Mortgage Association, Asociación Nacional Gubernamental de Hipotecas.
- MBS Mortgage Backed Security; Titulización de Créditos Hipotecarios
- NYSE New York Stock Exchange, Mercado de Valores de Nueva York.
- SEC Securities and Exchange Commission, Comisión de Titulizaciones e Intercambio.
- S&P's Standard and Poor's.
- UE Unión Europea.