

UNIVERSIDAD DE MONTEVIDEO

Master en Finanzas

Conferencia dictada en la Universidad de Buenos Aires (base de un texto en proceso de publicación de Ricardo Pascale y Pablo Pascale)

Prof. Dr. Ricardo Pascale

Agenda

- Motivación
- Orígenes
- Crisis: Desarrollo
- Crisis: Políticas implementadas
- Crisis: De Wall Street a Main Street
- El centro del huracán: ruptura de la confianza

Agenda

- Crisis: opiniones de los *policymakers*
- Crisis: opiniones de la Academia Económica
- Crisis: la ruptura de la confianza
- Confianza en el análisis económico
- Economía y psicología
- Niveles de confianza

Agenda

- Confianza y liderazgo
- ¿Cómo generar o perder confianza?
- Administración Obama y comienzo de la restauración de la confianza
- ¿Qué pasó con la confianza sistémica?
- ¿Qué pasó con la economía real?
- ¿Qué pasó con los mercados financieros?
- Conclusiones

Motivación

Motivación

- Crisis
- Confianza
- Necesidad de un análisis interdisciplinario de crisis y confianza
- Aplicado a la crisis, que comenzó en 2007 y termina en 2009?

Orígenes

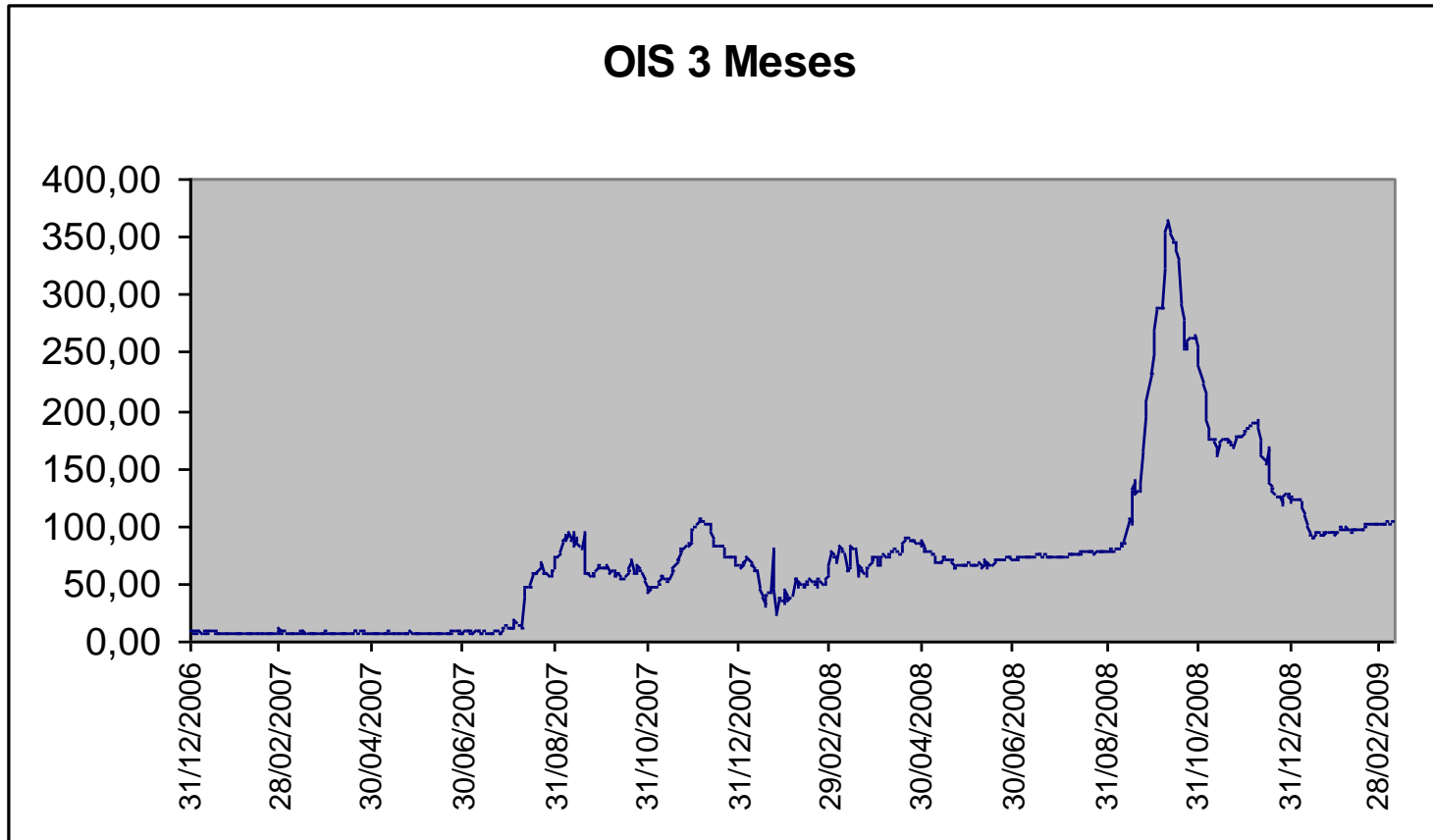
Orígenes

- Visión de consenso
 - Burbuja de precios de activos (inmobiliarios)
 - *Leverage* exagerado
 - Innovación financiera que enmascara riesgos
 - Fracaso de supervisores
 - Endogenización del riesgo sistémico

Orígenes

- Irrumpe el 9 y 10 de agosto de 2007 cuando se eleva el Spread Libor – OIS (*Overnight Index Swap*)
- Había ya existido cuando Bearn Sterns, problemas en 2 *Hedge Funds* el 18 de julio de 2007, por *subprime*.

Orígenes



Orígenes

- *President Working Group (PWG)*, el 13 de marzo de 2008
- Problemas de la forma “*originate to distribute*”
- Debilitamiento de créditos hipotecarios *subprime*

Orígenes

- Erosión disciplina de mercado: originadores, *underwriters*, calificadores de riesgo y inversores internacionales.

Orígenes

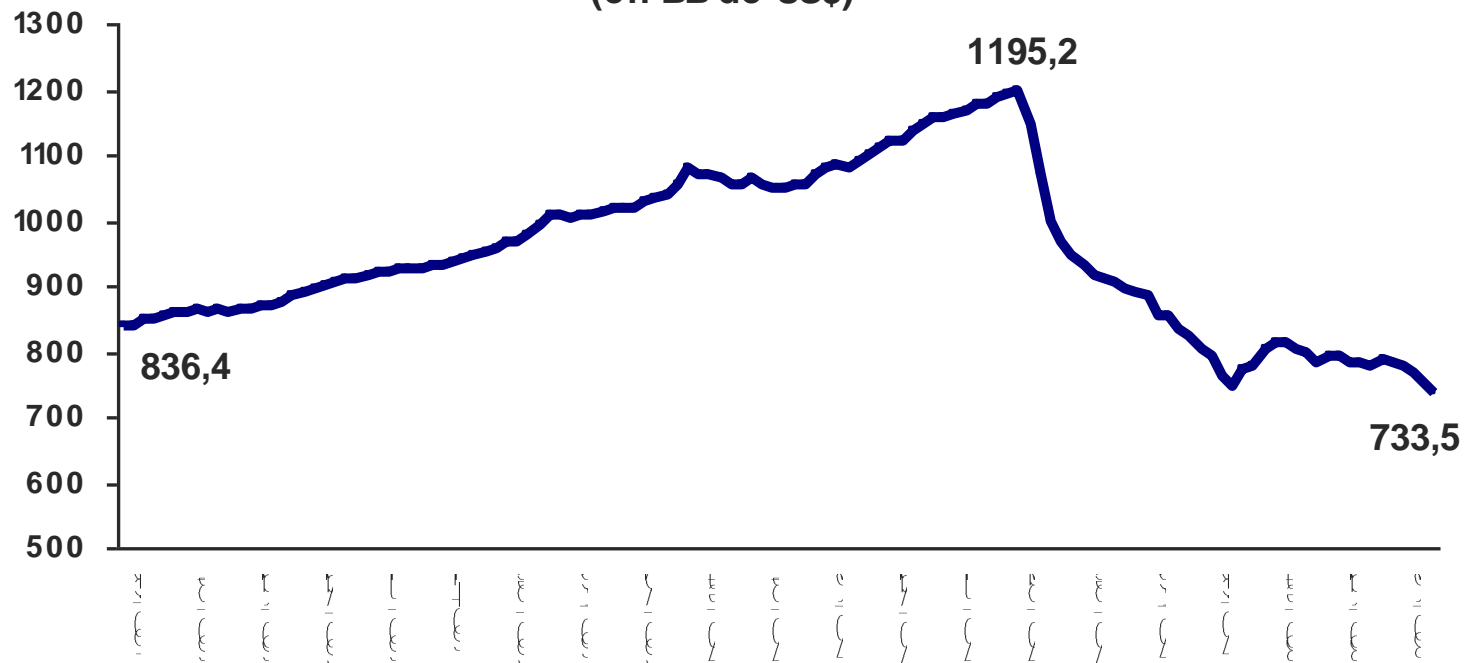
- Debilidades de los calificadores de riesgo para evaluar los riesgos de “*Residential Mortgage Backed Securities*” (RMBS) vinculadas al mercado *subprime*; así como de otros complejos productos estructurados, especialmente *Collateralized Debt Obligations* (CDOs) que contenían RMBS y otros *asset backed securities* (ABS)

Orígenes

- Debilidades en el manejo de los riesgos crediticios.
- Debilidades de esquemas regulatorios.

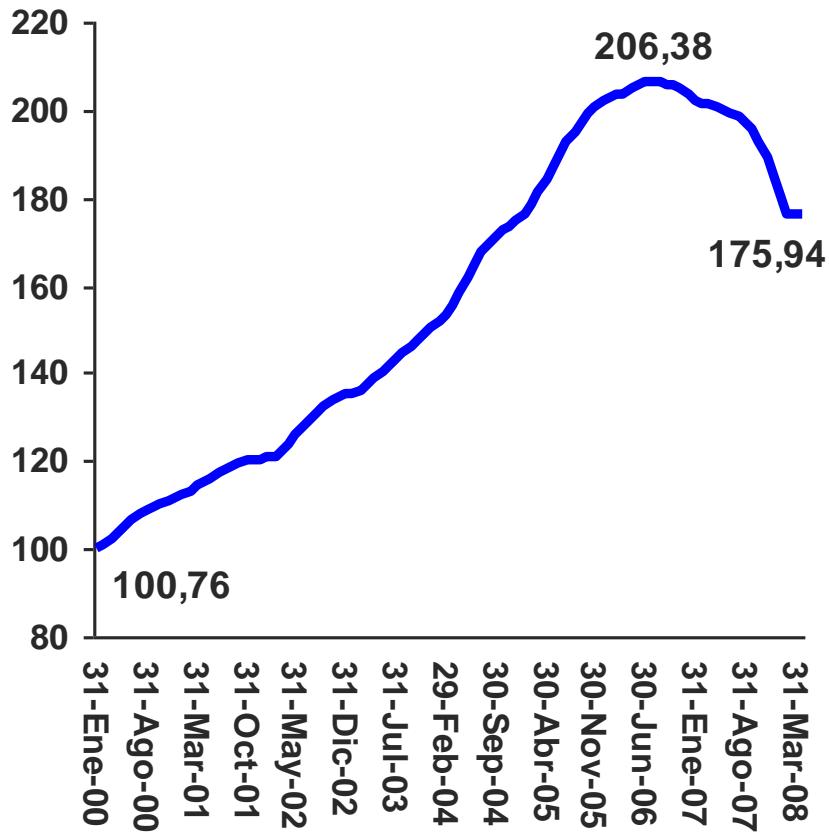
Orígenes

Ev. del stock de Asset Back Securities -ABS-
(en BB de US\$)

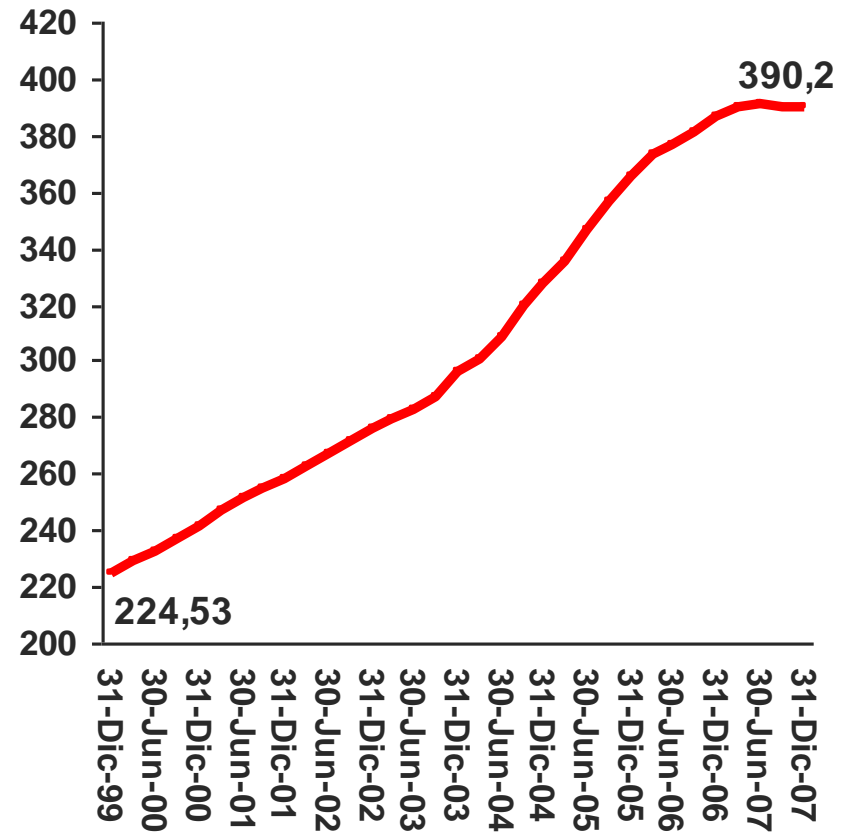


Orígenes

Indice de Precios Case-Shiller



Indice de Precios OFHEO



Orígenes

- Diagnósticos más amplios
 - Tasa de fondos federales bajó de 6% a 0.75% entre fines de 2000 a noviembre 2002.
 - La inversión fue a casas.

Orígenes

- Diagnósticos más amplios
 - Bernanke amplía la visión de PWG
 - En marzo de 2009 sostenía:

Orígenes

“Es imposible entender esta crisis sin hacer referencia a los desbalances globales de comercio y flujo de capitales que comienza en la segunda mitad de los años 90. En simples términos esos desbalances reflejan una crónica falta de ahorros relativa a la inversión en USA y otros países industrializados combinado con un extraordinario incremento en ahorro relativo a inversores en muchos países emergentes.

El exceso de ahorro en el mundo emergente resultante de factores como el rápido crecimiento en países asiáticos de alto ahorro más allá de China, por reducción de sus tasas de inversión constituyendo grandes reservas internacionales netas en muchos países emergentes y un sustancial crecimiento en ingresos recibidos del petróleo y de otros *commodities*.”.

Orígenes

- Diagnósticos más amplios
 - Para algunos: la crisis no son la causa sino los síntomas de problemas profundos en la economía americana.
 - No es sostenible un esquema de transferencia de tecnología desde Estados Unidos, el comercio que se deriva y las finanzas globalizadas.

Orígenes

- **La crítica de Taylor**

- **No se siguió la regla de Taylor:**

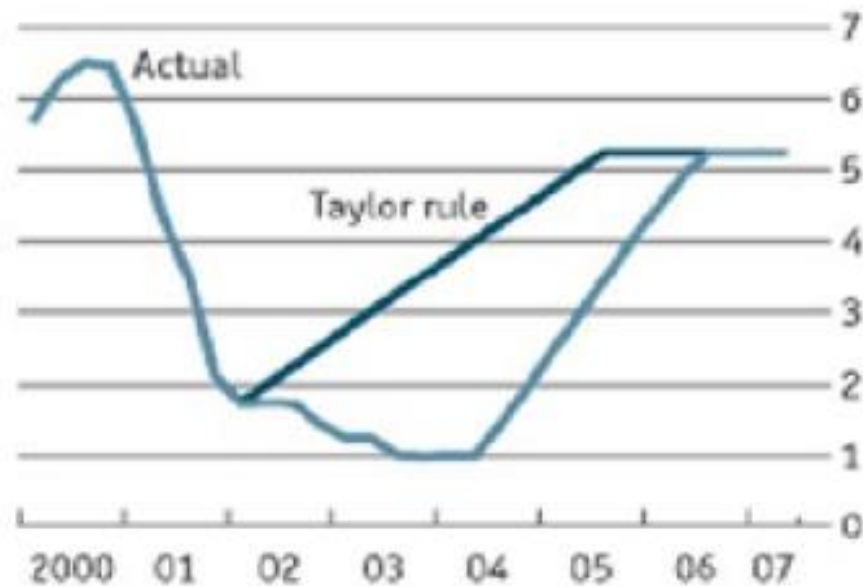
si la tasa de inflación supera el 2% así como si el PIB real crece por encima del 2.2%, la tasa de los fondos federales .

Ello está en la base de la causalidad de la crisis.

Orígenes

Loose fitting

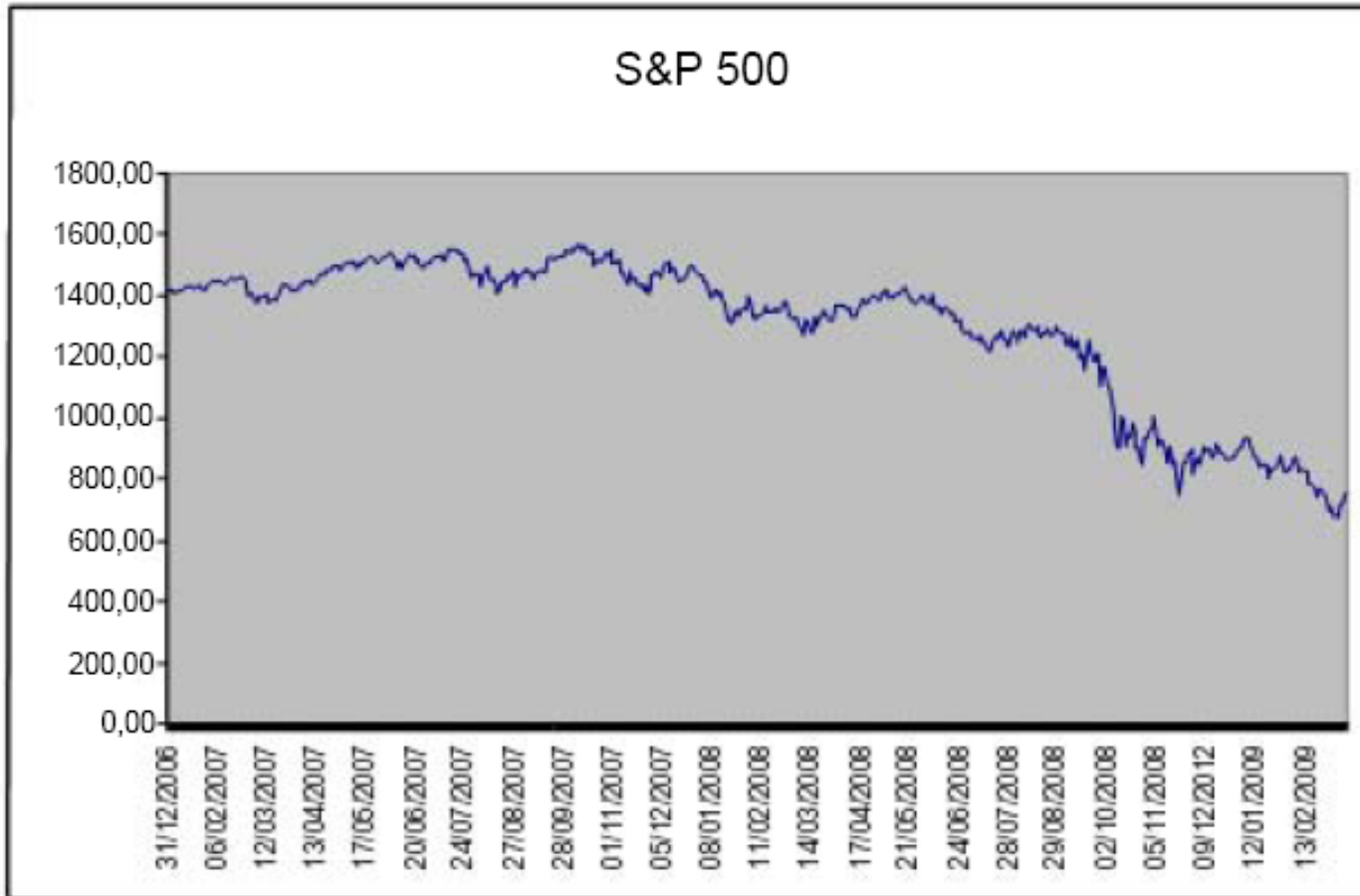
Federal funds rate, actual and counterfactual, %



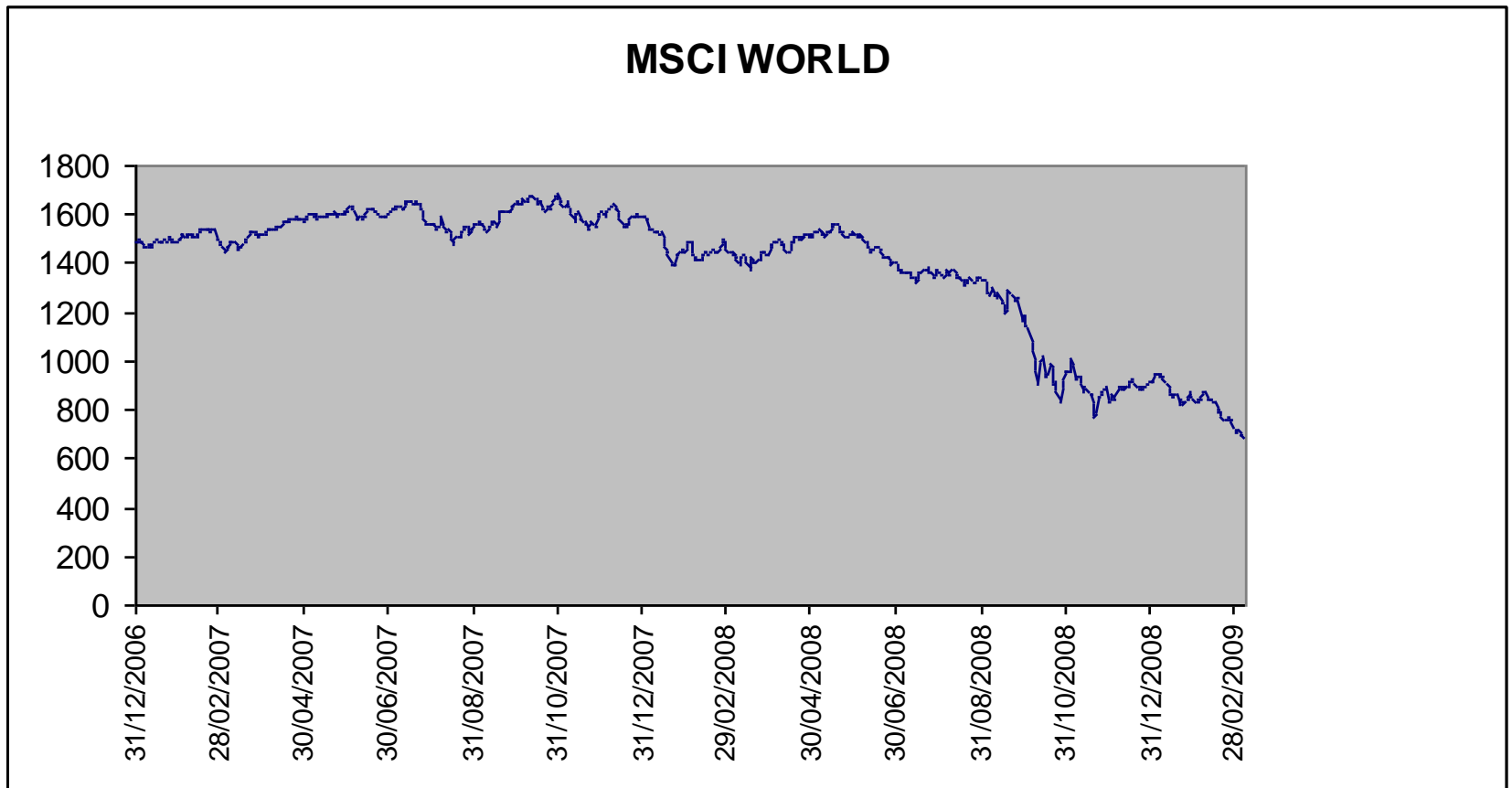
Source: John Taylor, "Housing and Monetary Policy", Sept 2007

Crisis: Desarrollo

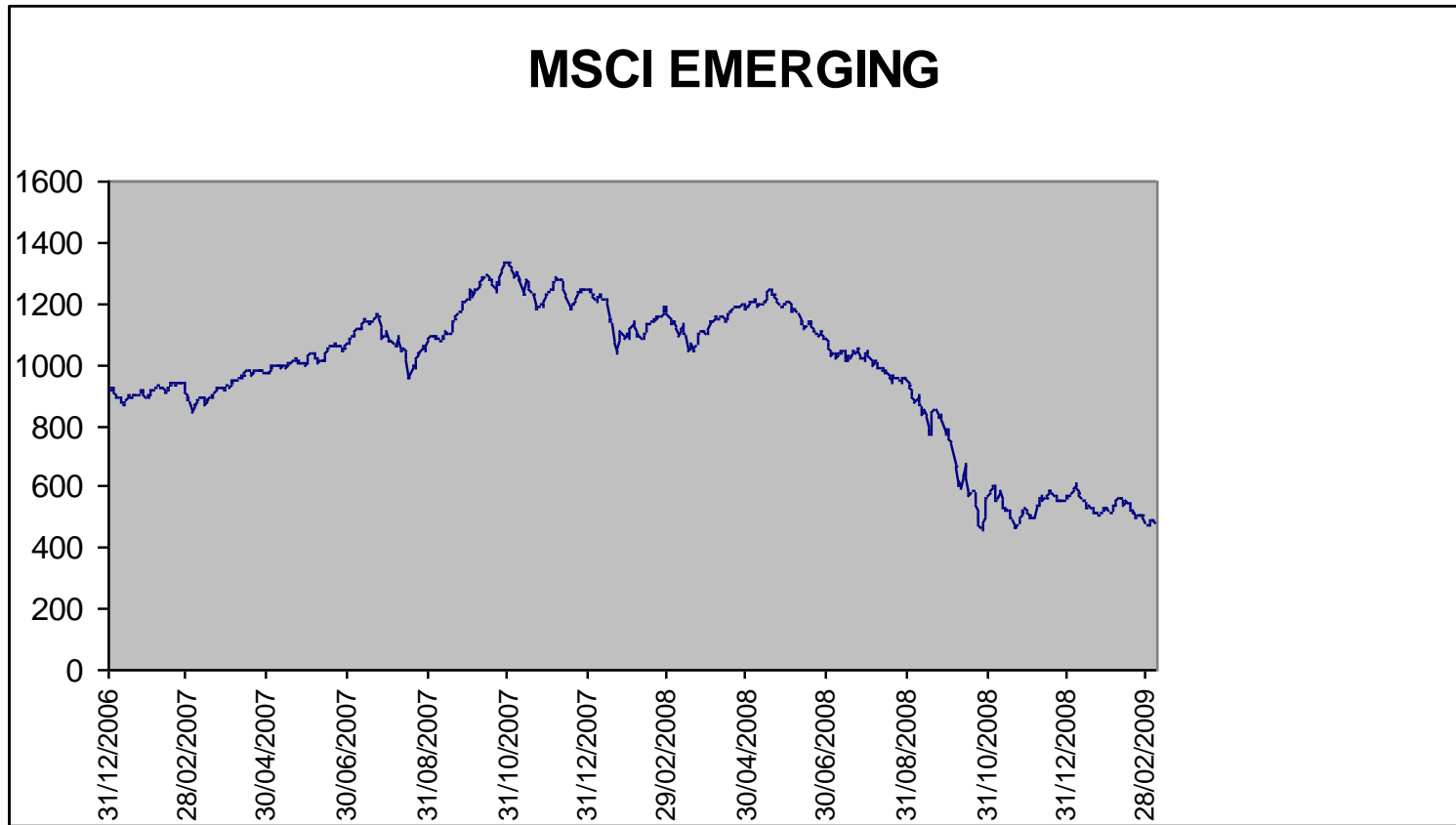
Crisis: Desarrollo



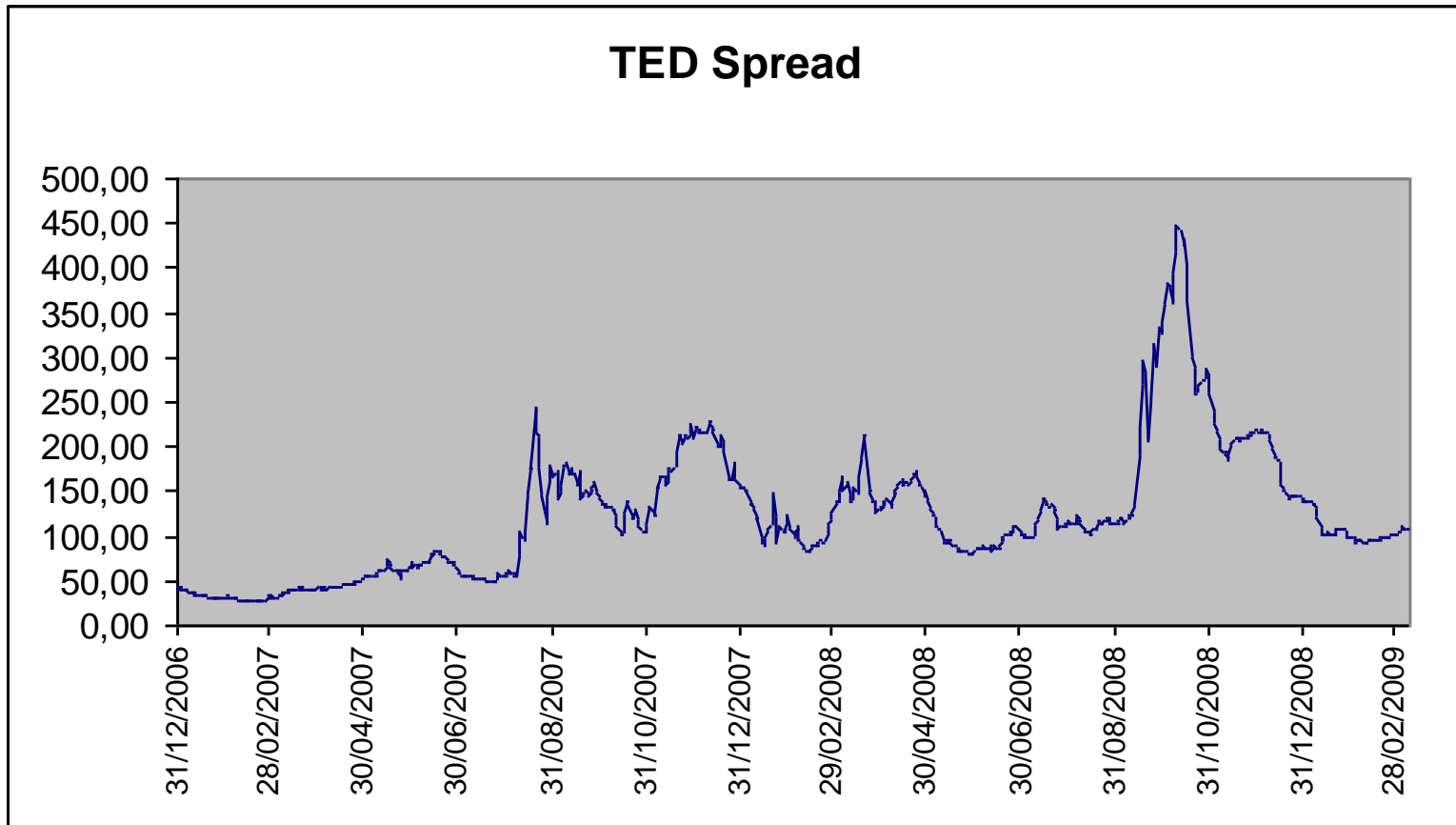
Crisis: Desarrollo



Crisis: Desarrollo



Crisis: Desarrollo

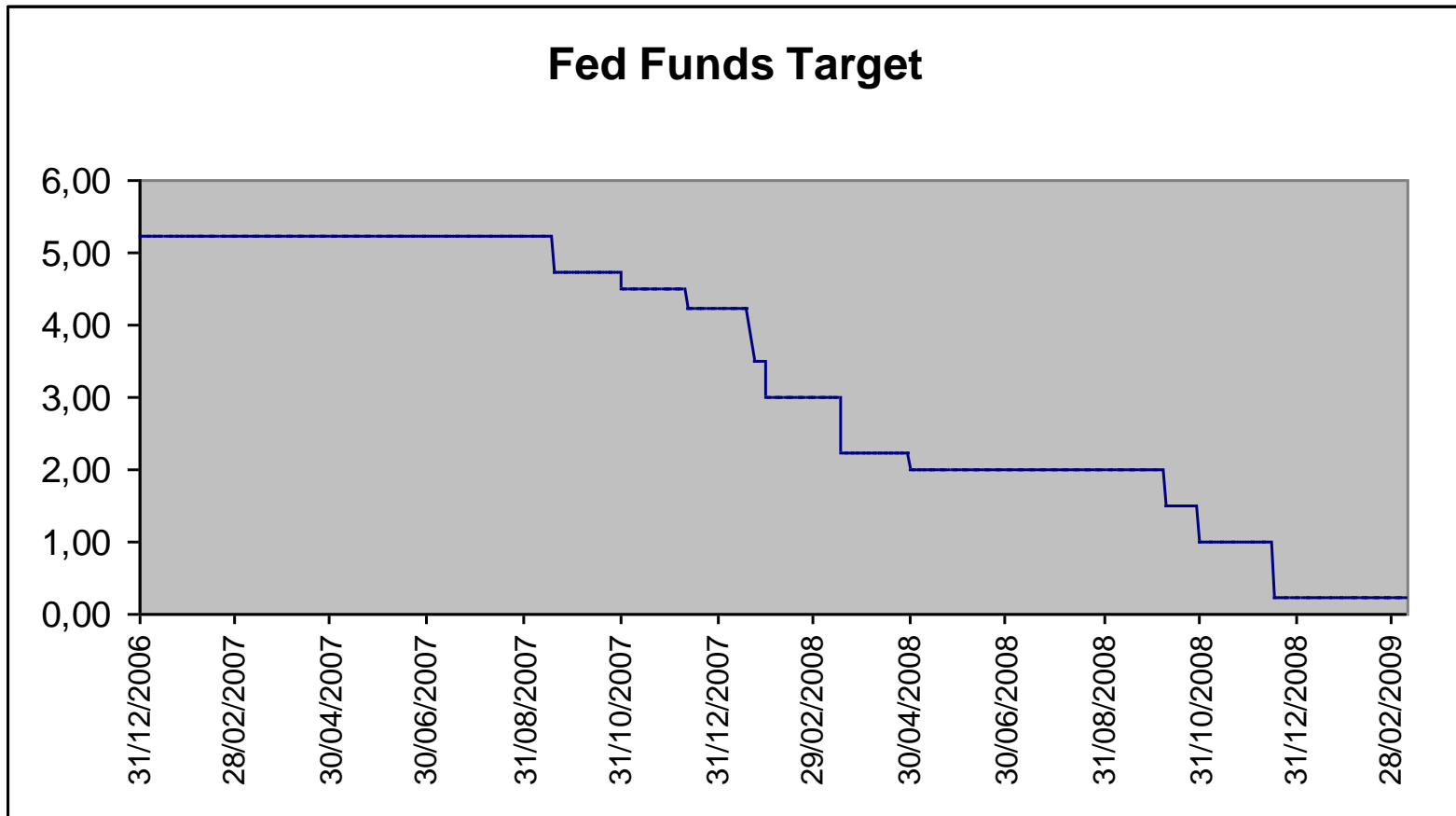


Crisis: Políticas Implementadas

Crisis: Políticas Implementadas

- FED
- Tesoro
- EDIC
- DHUB

Crisis: Políticas Implementadas



	Montos (Billones de dólares estadounidenses)	
	Límites	Utilizados
Total	\$12,798.14	\$4,169.71
Federal Reserve Total	\$7,765.64	\$1,678.71
Primary Credit Discount	\$110.74	\$61.31
Secondary Credit	\$0.19	\$1.00
Primary dealer and others	\$147.00	\$20.18
ABCP Liquidity	\$152.11	\$6.85
AIG Credit	\$60.00	\$43.19
Net Portfolio CP Funding	\$1,800.00	\$241.31
Maiden Lane (Bear Sterns)	\$29.50	\$28.82
Maiden Lane II (AIG)	\$22.50	\$18.54
Maiden Lane III (AIG)	\$30.00	\$24.04
Term Securities Lending	\$250.00	\$88.55
Term Auction Facility	\$900.00	\$468.59
Securities lending overnight	\$10.00	\$4.41
Term Asset-Backed Loan Facility	\$900.00	\$4.71
Currency Swaps/Other Assets	\$606.00	\$377.87
MMIFF	\$540.00	\$0.00
GSE Debt Purchases	\$600.00	\$50.39
GSE Mortgage-Backed Securities	\$1,000.00	\$236.16
Citigroup Bailout Fed Portion	\$220.40	\$0.00
Bank of America Bailout	\$87.20	\$0.00

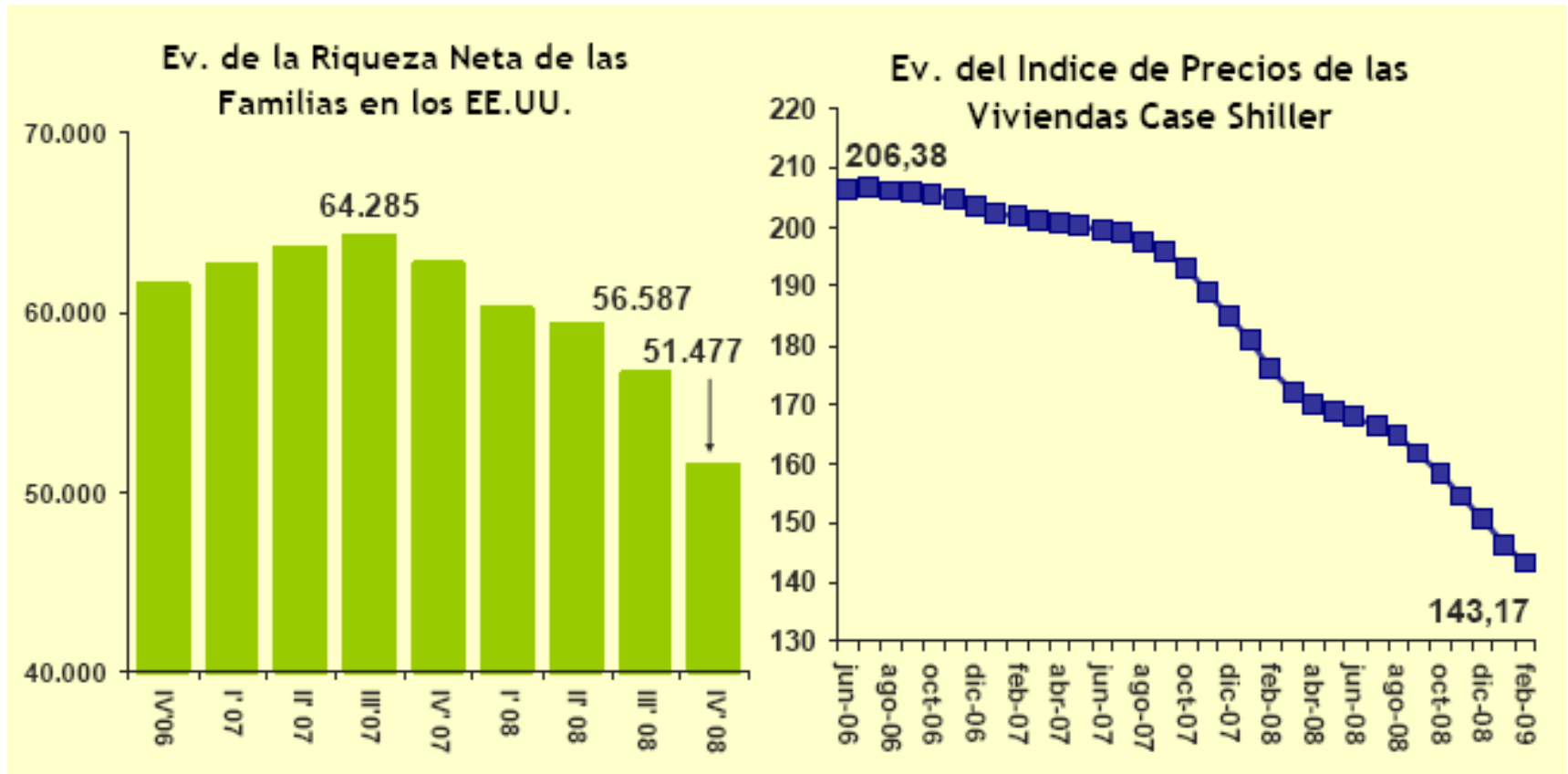
Commitment to But Treasuries	\$300.00	\$7.50
FDIC Total	\$2,038.50	\$357.50
Public-Private Investmet*	\$500.00	\$0.00
FDIC Liquidity Guarantees	\$1,400.00	\$316.50
GE	\$126.00	\$41.00
Citigroup Bailout FDIC	\$10.00	\$0.00
Bank of America Bailout FDIC	\$2.50	\$0.00
Treasury Total	\$2,694.00	\$1,833.50
TARP	\$700.00	\$599.50
Tax Break for Banks	\$29.00	\$29.00
Stimulus Package (Bush)	\$168.00	\$168.00
Stimulus II (Obama)	\$787.00	\$787.00
Treasury Exchange Stabilization	\$50.00	\$50.00
Student Loan Purchases	\$60.00	\$0.00
Support for Fannie/Freddie	\$400.00	\$200.00
Line of Credit for FDIC*	\$500.00	\$0.00
HUB Total	\$300.00	\$300.00
Hope for Homeowners FHA	\$300.00	\$300.00

Crisis: Políticas Implementadas

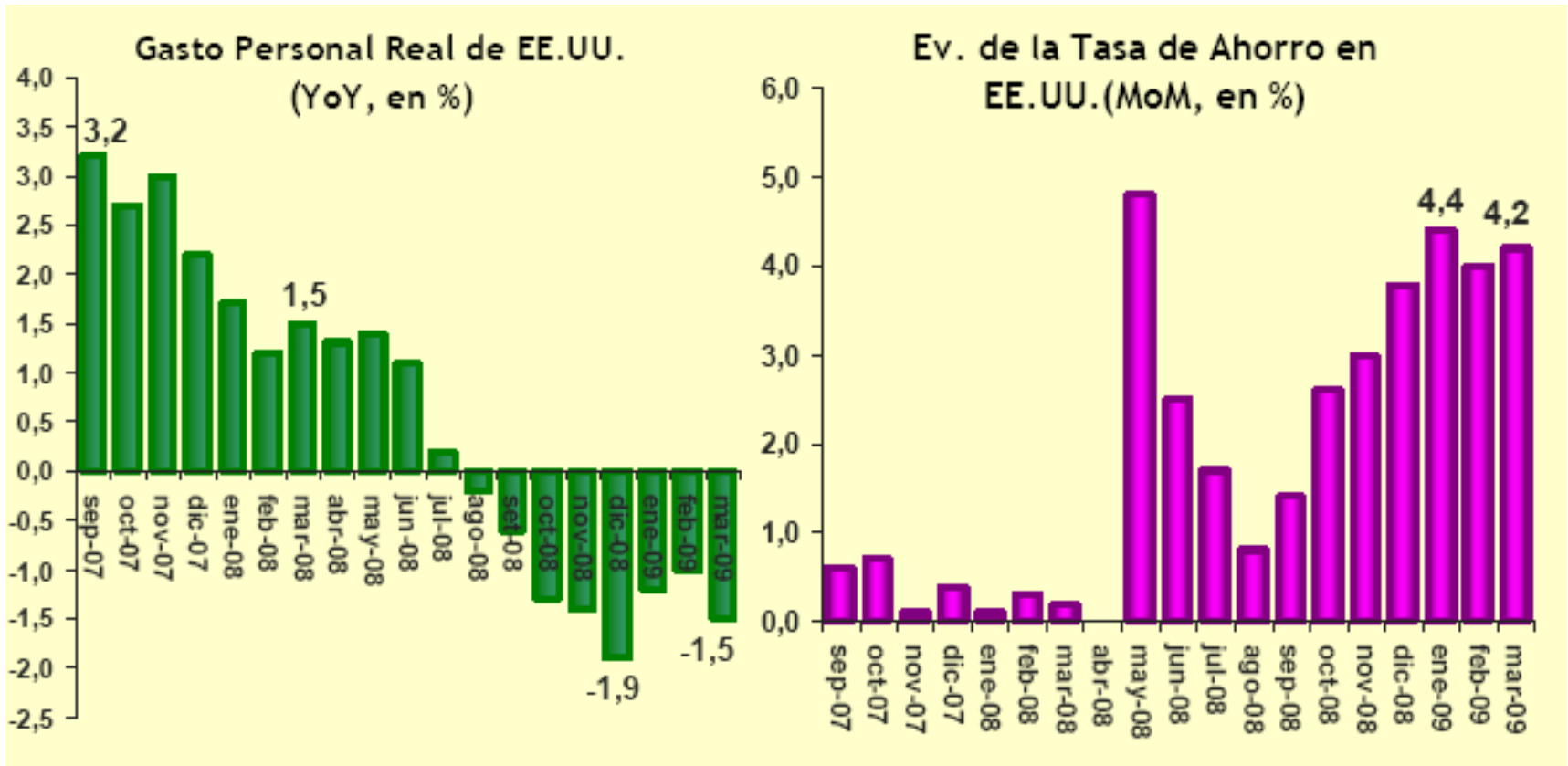
- SFAS 157: Sobre valor razonable
- En abril de 2009, en la FSP-FAS 157-4 (*FASB Staff Position*) sigue la SFAS 157 la cotización pública no necesariamente es la mejor forma de determinar el valor razonable.

Crisis: De Wall Street a Main Street

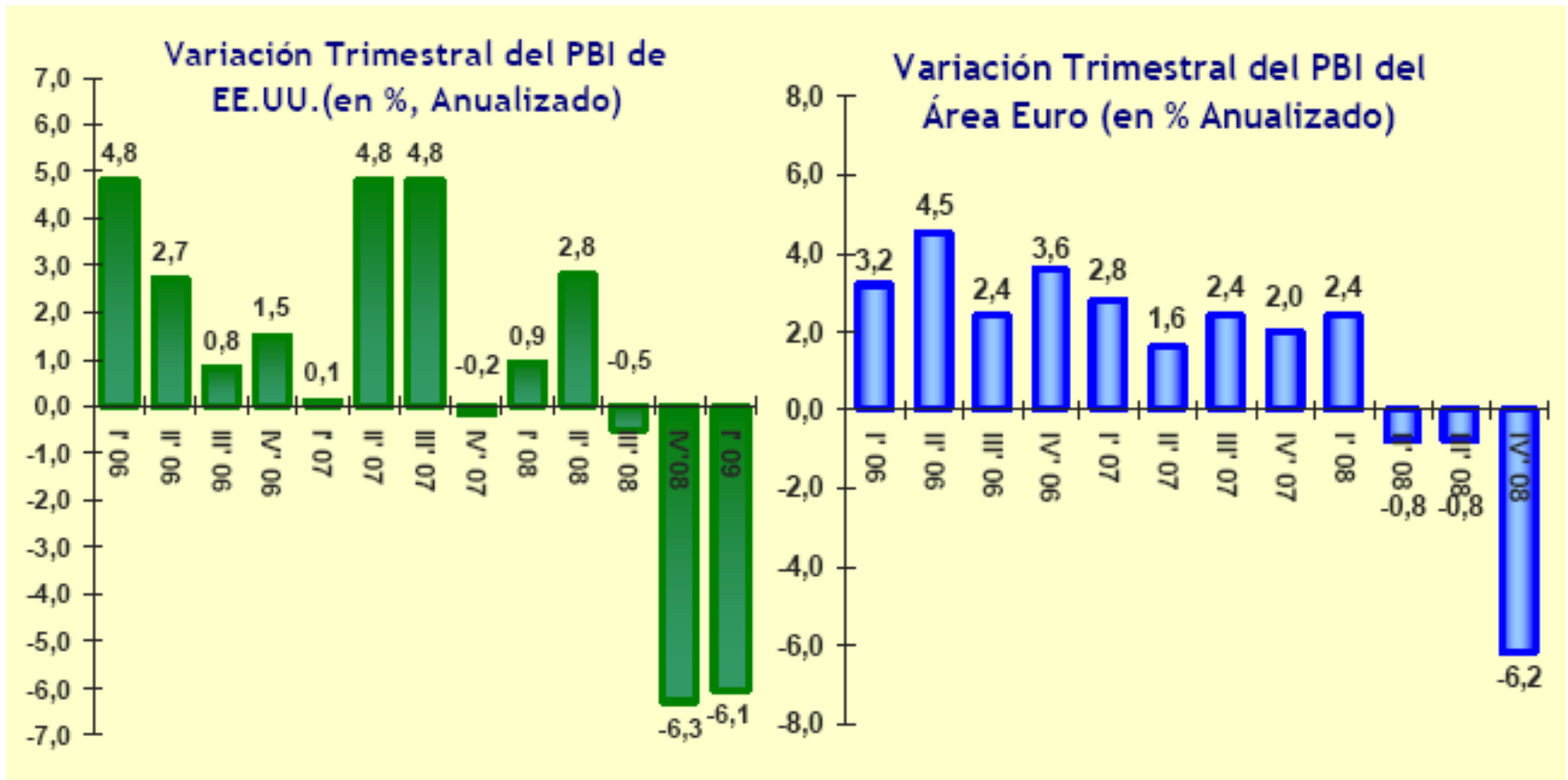
Crisis: de Wall Street a Main Street



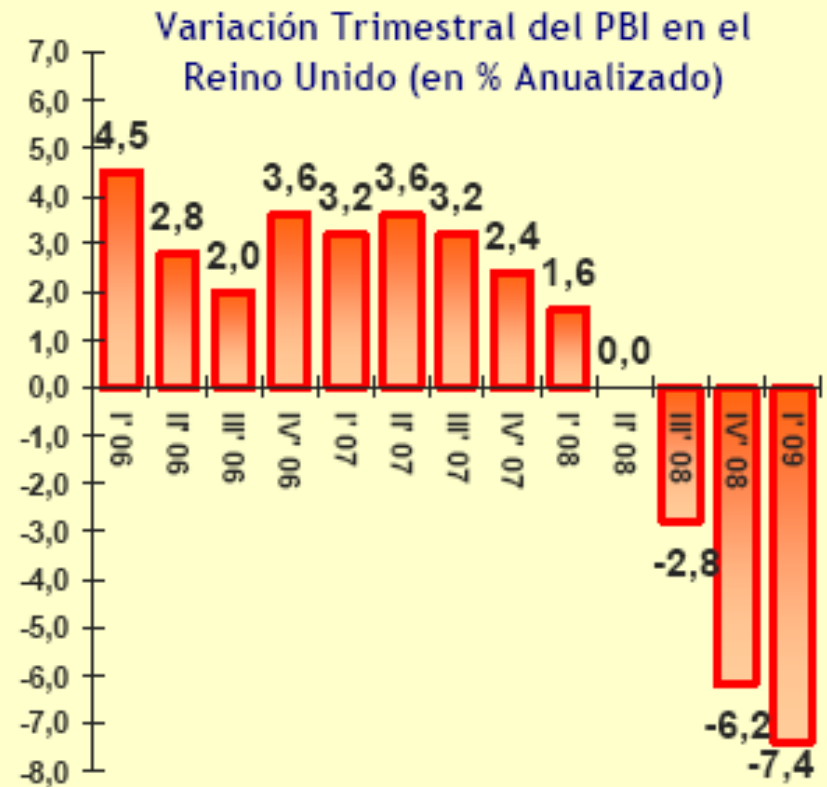
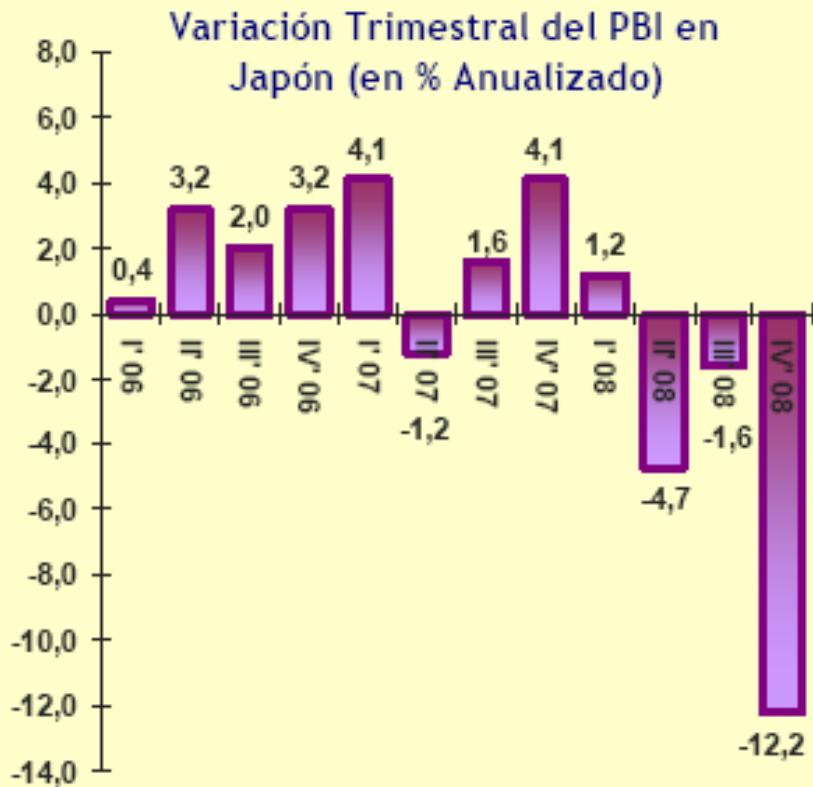
Crisis: de Wall Street a Main Street



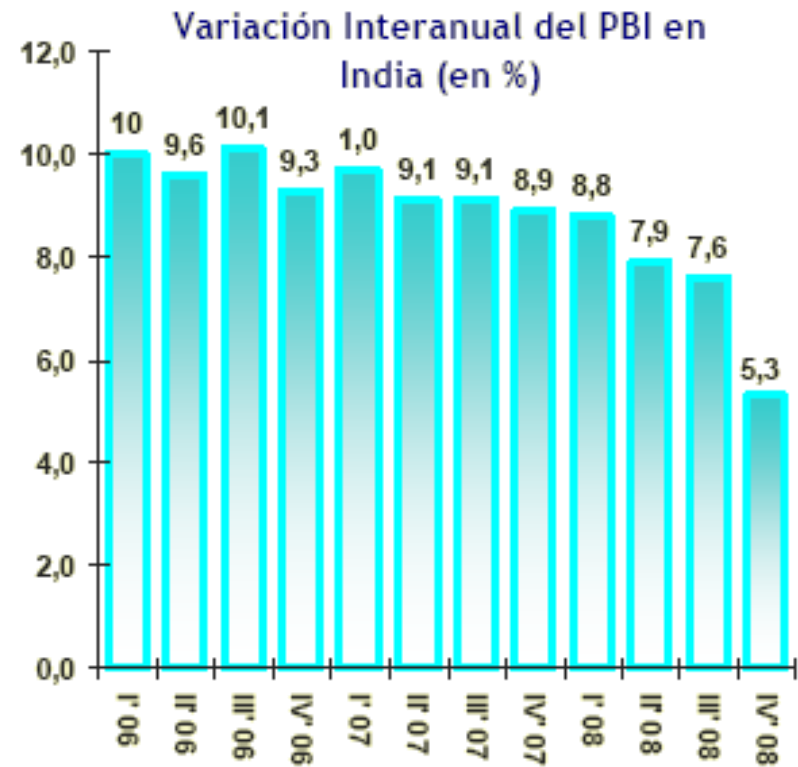
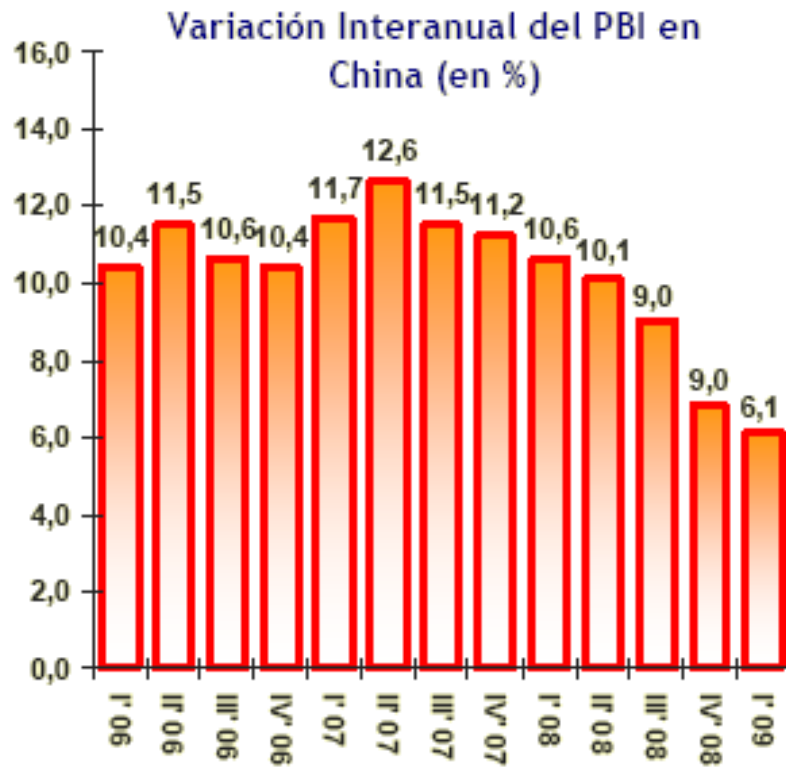
Crisis: de Wall Street a Main Street



Crisis: de Wall Street a Main Street



Crisis: de Wall Street a Main Street



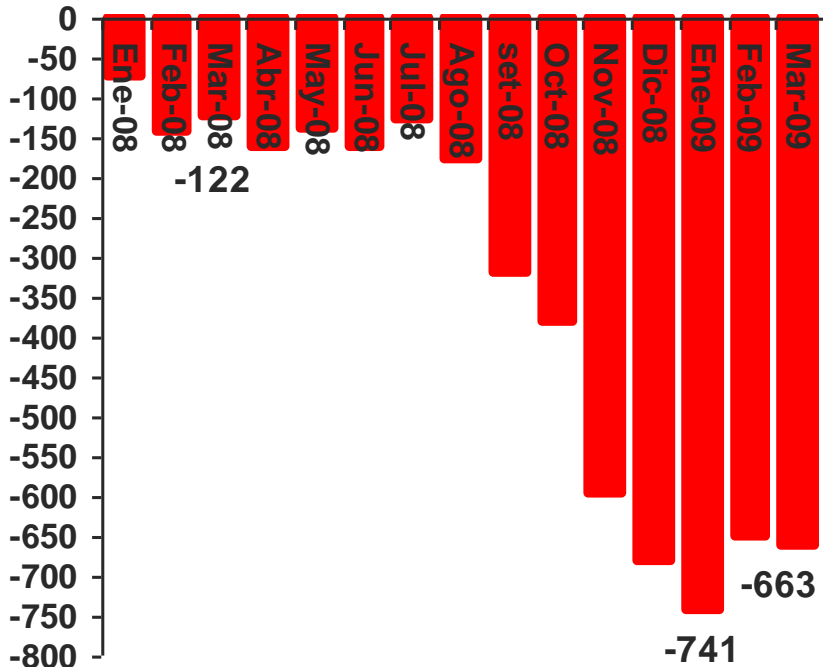
Crisis: de Wall Street a Main Street

	Enero 2009		Abril 2009	
	2009	2010	2009	2010
Mundo	0.5	3.0	-1.3	1.9
Economías Avanzadas	-2.0	1.1	-3.8	0.0
USA	-1.6	1.6	-2.8	0.0
Alemania	2.5	0.1	-5.6	-1.0
Francia	-1.9	0.7	-3.0	0.4
Italia	-2.1	-0.1	-4.4	-0.4
España	-1.7	-0.1	-3.0	-0.7
Países Emergentes y subdesarrollados	3.3	5.0	1.6	4.0
China	6.7	8.0	6.5	7.5
India	5.1	6.5	4.5	5.6
Brasil	1.8	3.5	-1.3	2.2
México	-0.3	2.1	-3.7	1.0

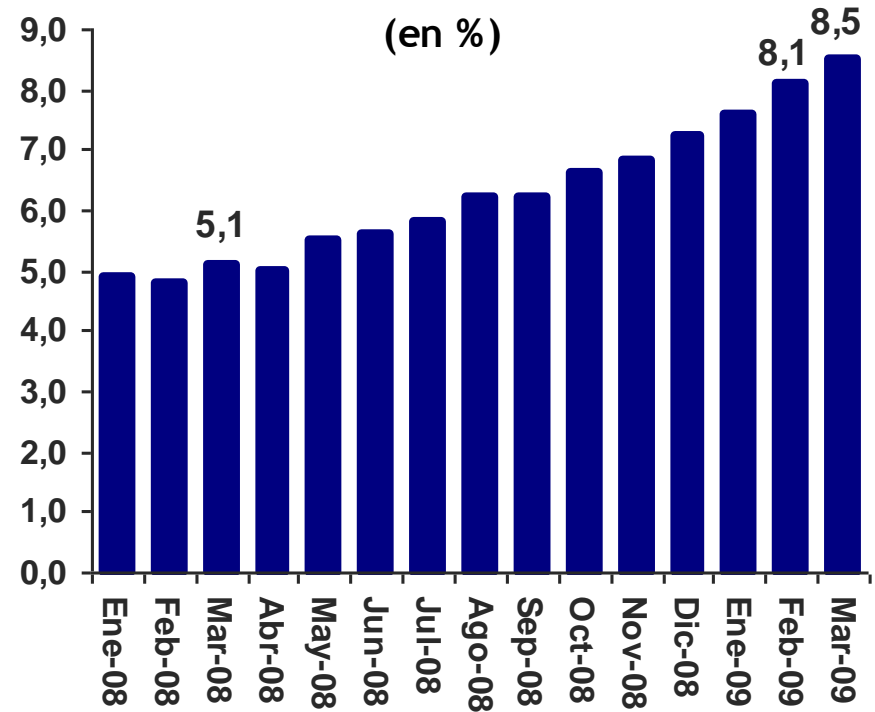
Fuente: IMF, World Economic Outlook, April 2009

Crisis: de Wall Street a Main Street

Cambio de Nóminas en el Sector No Agrícola de EE.UU. (en miles)



Tasa de Desempleo en EE.UU. (en %)



Crisis: de Wall Street a Main Street

- La acentuación del deterioro real producido por:
 - *Deleveraging* de los consumidores
 - *Deleveraging* de empresas
 - Reducción de la oferta y demanda de crédito
 - Continuación de la caída de precios reales.

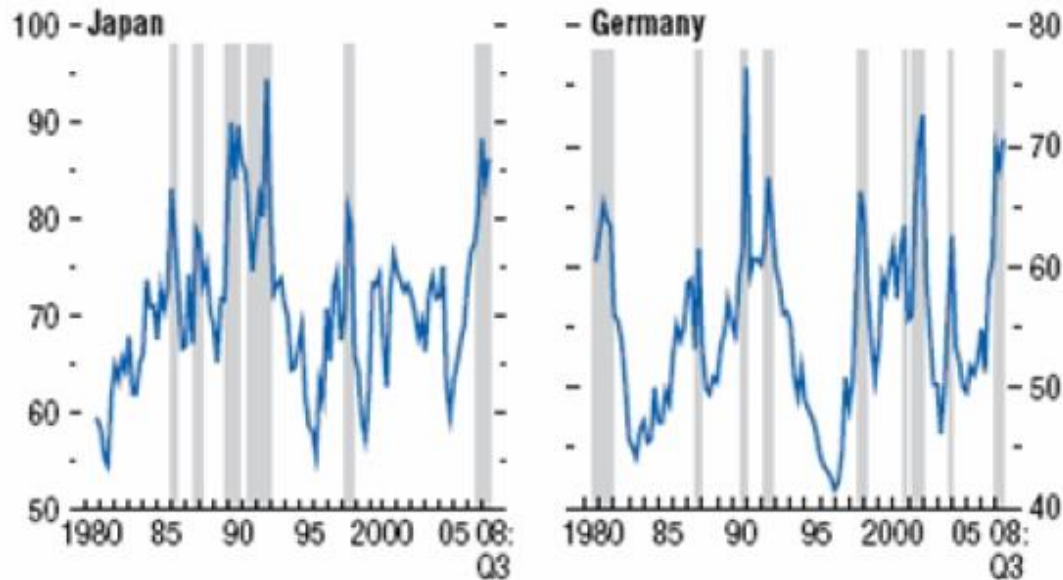
El centro del huracán: Ruptura de la confianza

El centro del huracán: Ruptura de la confianza

- La administración Bush
 - Crisis: Catástrofe anunciada

Figure 4.2. Financial Stress Index
(Shaded areas denote financial stress episodes)

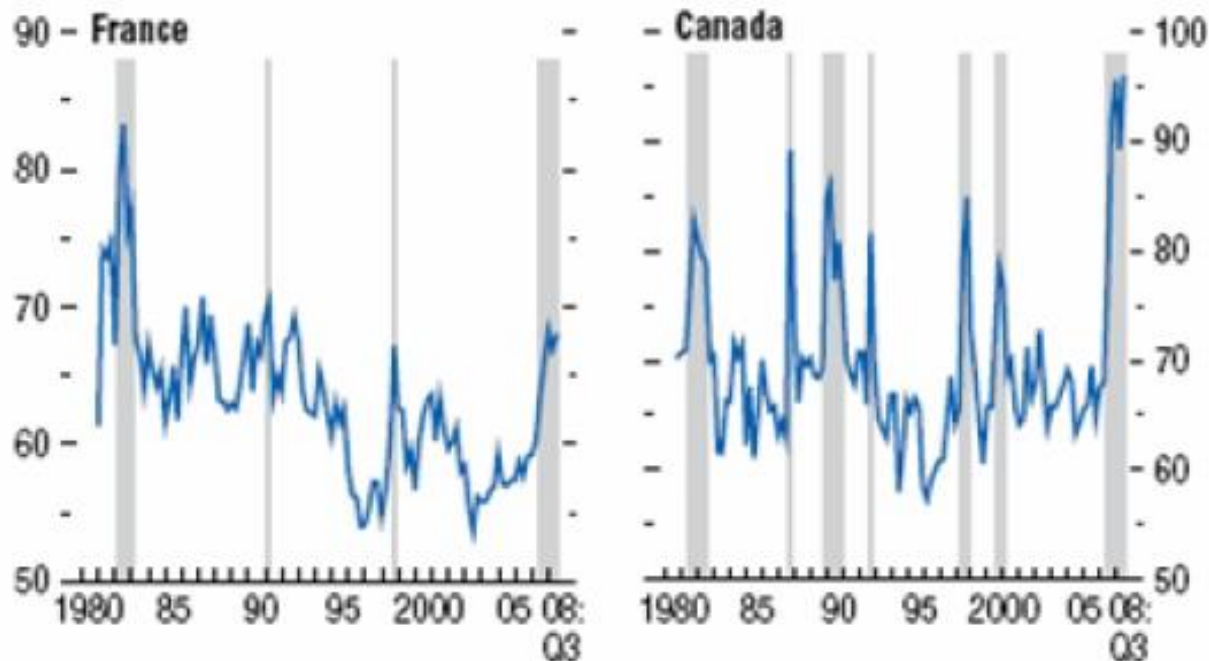
The financial stress index appears to capture the current episode of financial stress in all countries in the sample.



El centro del huracán: Ruptura de la confianza

Figure 4.2. Financial Stress Index
(Shaded areas denote financial stress episodes)

The financial stress index appears to capture the current episode of financial stress in all countries in the sample.



El centro del huracán: Ruptura de la confianza

Figure 4.2. Financial Stress Index
(Shaded areas denote financial stress episodes)

The financial stress index appears to capture the current episode of financial stress in all countries in the sample.



Crisis: opiniones de los *policymakers*

Crisis: opiniones de los *Policymakers*

- Bernanke (2005)

“Los precios de las viviendas han crecido cerca del 25% en los últimos dos años. Más allá de la actividad especulativa que ello implica, refleja los fundamentos sólidos económicos...”

Crisis: opiniones de los *Policymakers*

- Greenspan
 - 2007: “debería decirle a la audiencia que lo que estamos enfrentando no es una burbuja sino focos de espuma en pequeñas burbujas locales que nunca crecerán a una escala que afectara la salud de la economía en su conjunto”
 - 1996: “...una **exuberancia irracional** en forma no prevista está produciendo una escalada de valores de activos la cual resultará sujeta a prolongadas contracciones”
 - 2002: “una **codicia contagiosa** parece haber apresado a nuestra comunidad de negocios”

Crisis: opiniones de la Academia Económica

Crisis: Opiniones de la Academia Económica

- Homoeconomicus
- Anomalías
- McFadden “el hombre de Chicago es una especie en extinción”
- *Animal Spirits* de Keynes y la *behavioural economics*

Crisis: Opiniones de la Academia Económica

- Akerlof y Shiller recrean los *Animal Spirits* de Keynes.
- La tesis central de Akerlof y Shiller a partir de las ideas de Keynes es que “la solución de nuestros problemas económicos solo pueden ser alcanzada, si prestamos seria atención tanto sea en nuestro pensamiento como en nuestras políticas a los “*animal spirits*””. Y, esos *animal spirits* -según los autores- se ven en este caso impregnados de falta de “confianza, corrupción, mala fe y ausencia de equidad en los negocios”.

Crisis: Opiniones de la Academia Económica

- Akerlof y Shiler

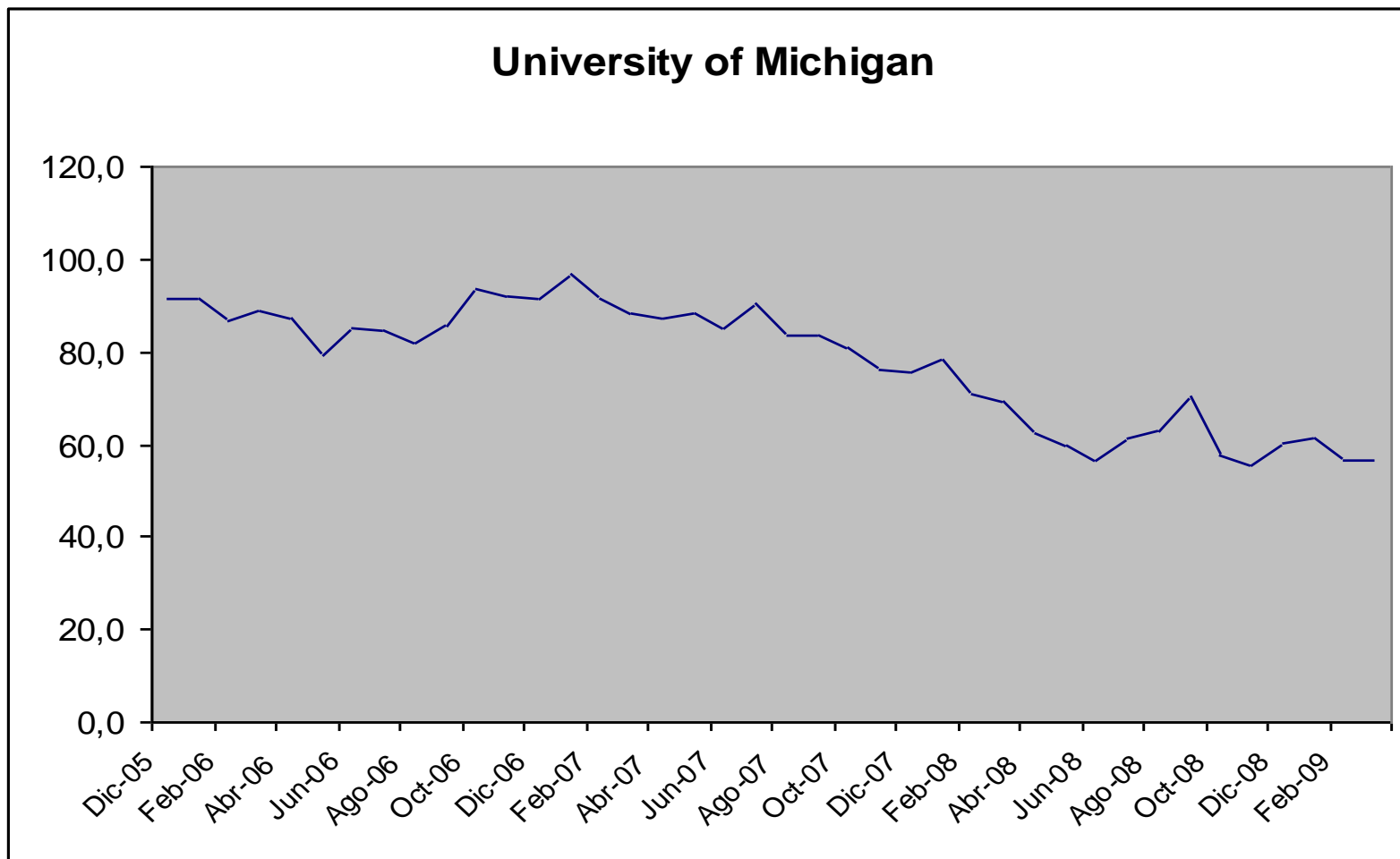
<i>Respuestas</i>		
<i>Motivos</i>	<i>Racional</i>	<i>Racional</i>
		<i>Acotada</i>
<i>Económico</i>	<i>Modelos</i> <i>Corrientes</i>	?
<i>No Económico</i>	?	?

Crisis: la ruptura de la confianza

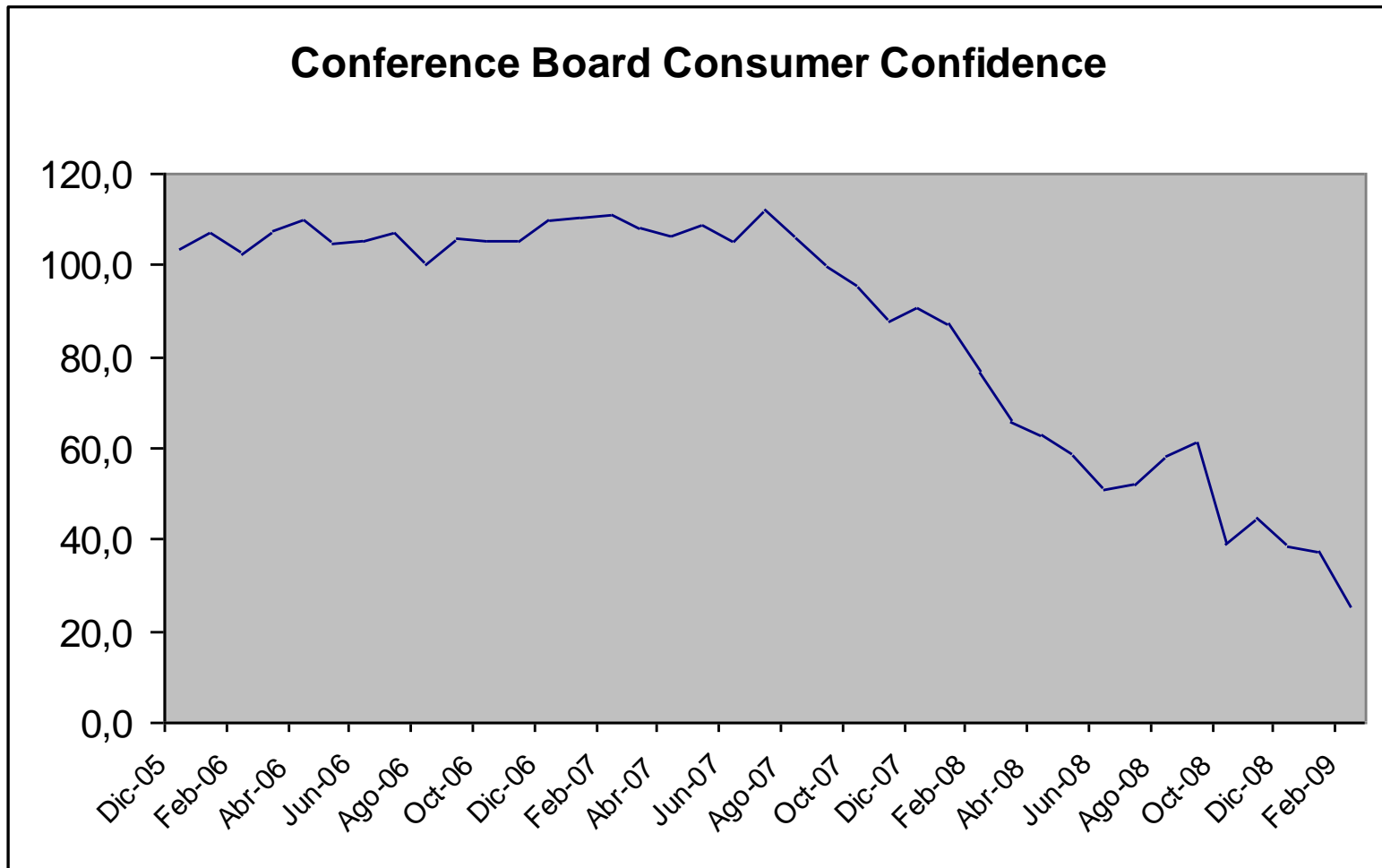
Crisis: la ruptura de la confianza

- El mayor error: llegar tarde
- Otro error: titubeos y más titubeos
- La caída de la confianza

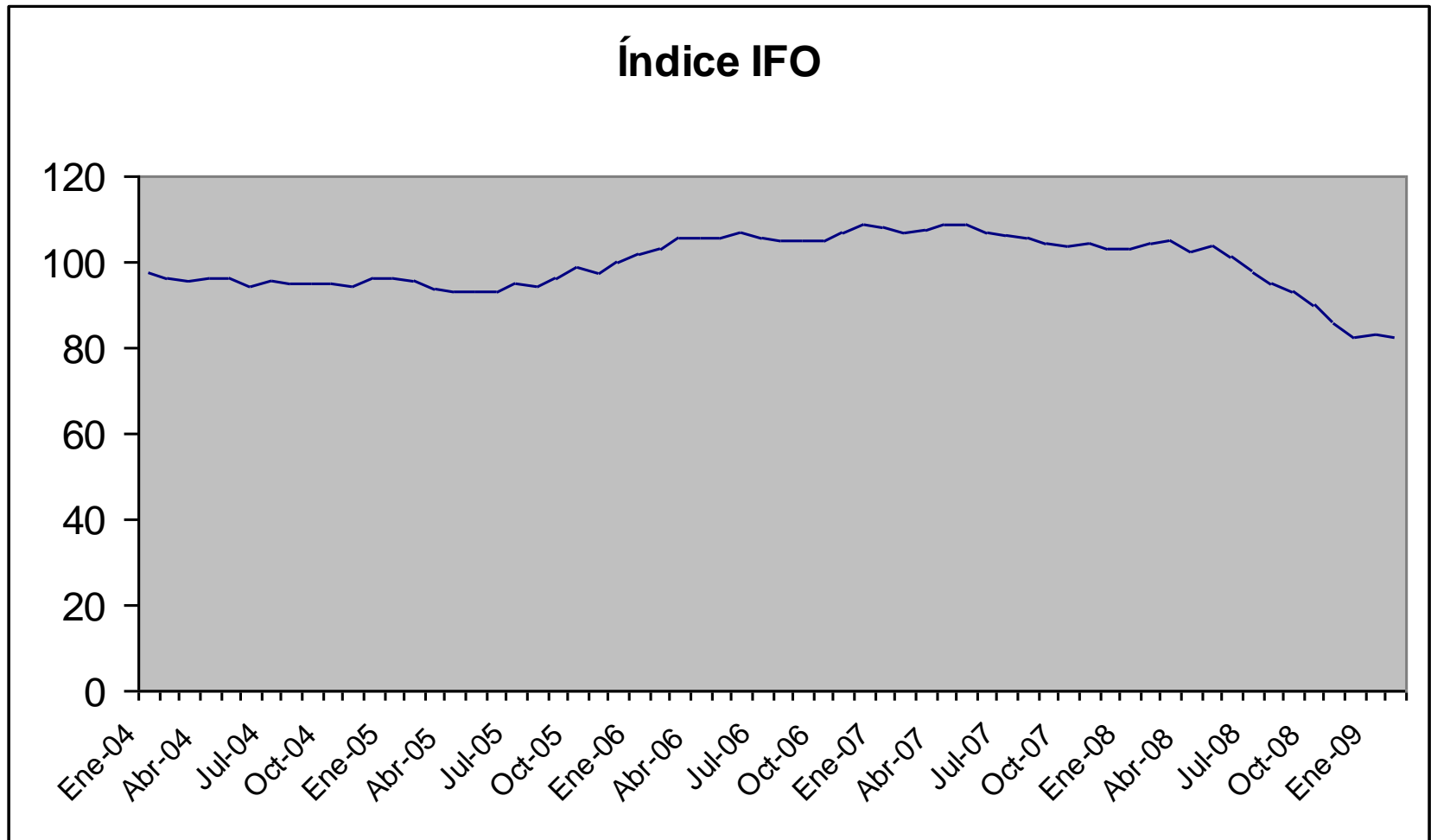
Crisis: la ruptura de la confianza



Crisis: la ruptura de la confianza



Crisis: la ruptura de la confianza



Confianza en el análisis económico

Confianza en el análisis económico

- Keynes: *Animal Spirits* (1936)
- Akerlof y Shiller (2009)
 - “un estado emocional que descarta dudas sobre las otras personas”
 - Los economistas no han dado importancia académica al tema según Akerlof y Shiller.
 - Racionalidad acotada y *behavioural economics*

Economía y Psicología

Economía y Psicología

- *Tiempos de confluencia.*
 - Adam Smith (1759) “Teoría de los sentimientos morales”
 - Marshall, “Principios de Economía”: “La economía es una ciencia psicológica”.
- *Tiempos de distanciamiento*
 - *Epistemológico*
 - *Matemáticas*

Economía y Psicología

- *Tiempos de nueva confluencia*
 - *Behavioural Economics* (Simon, Allais, Thaler, Kahneman).

Niveles de confianza

Niveles de confianza

- Esencial en la construcción de las relaciones humanas.
- Complejo y Abstracto.
- Interdisciplinario: psicosocial, sociológico, ciencia política, economía.

Niveles de confianza

- **Individual** (relaciones interpersonales)
- **Grupal** (colectivas y que se asienta en valores)
- **Sistémica** (las instituciones)

Enfoque psicosocial de la confianza

- **¿qué es la confianza?**
 - La disposición que uno adopta para ser vulnerable a las acciones de otro, basado en la expectativa que el otro actuará en la forma esperada por el que confía, sin necesidad de controlarlo (individual)

Enfoque psicosocial de la confianza

- **¿qué es la confianza?**
 - Valores compartidos (grupales).
 - Sistémica, sociológicamente como la cualidad necesaria para mantener el orden dentro del sistema.

Confianza y liderazgo

Confianza y liderazgo

- Correlación positiva entre liderazgo y confianza.
- Tres factores claves en esta asociación:
 - Correlación entre palabras y hechos.
 - Ser competente
 - Preocuparse sinceramente por el bienestar de los demás.

Modelizando la confianza

Peters, Covello y McCallum (1987)

- a. Conocimiento y Competencia
- b. Apertura y Honestidad
- c. Preocupación y Cuidado

¿Cómo generar o perder
confianza?

¿Cómo generar o perder confianza?

- La confianza tiene sentido en situaciones inciertas y, por lo tanto, riesgosas.
- Para que se construya una relación de confianza son indispensables una serie de comportamientos tomadores de riesgo.
- Se ha hallado que el mayor obstáculo en la construcción de la confianza es la ausencia de confianza que se da en el estadio inicial de toda relación

¿Cómo generar o perder confianza?

- Un primer movimiento unilateral de una de las partes, con su consiguiente riesgo, es necesario para quebrar la ausencia de confianza inicial. Una metodología ampliamente aplicada es el GRIT (Osgood, 1962).
- Si bien muchas veces se distinguen varios niveles de confianza como pueden ser confianza interpersonal, confianza grupal y confianza sistémica, todos ellos son muy complementarios, aunque pueden ser de alguna utilidad para una comprensión más acabada de un fenómeno tan complejo y multidimensional como el que nos ocupa.

¿Cómo generar o perder confianza?

- El mecanismo psicosocial de identidad social provee de una base de confianza a extraños, por lo que muy posiblemente funcione como un heurístico efectivo para la generación de confianza, reduciendo el riesgo en situaciones de incertidumbre.
- En ausencia de información diagnóstica fiable sobre una persona, la gente tiende a basar su confianza y cooperación en la percepción de la similitud de valores.
- Un estudio de los beneficios obtenidos, sumado a los valores de la empresa o institución y su cultura organizacional pueden completar un diagnóstico más fiable y, por lo tanto, generar más confianza.

¿Cómo generar o perder confianza?

- Se ha hallado que el liderazgo se relaciona positivamente con la generación de confianza si el líder demuestra: sus palabras con hechos, ser competente, y preocuparse sinceramente por el bienestar de sus seguidores.
- Tal como se ha visto para el caso de Brent Spar, las campañas informativas enfatizando las competencias y experiencia en acciones pasadas suelen ser menos útiles para generar confianza, frente a campañas que enfatizan aspectos de valores morales.

¿Cómo generar o perder confianza?

- Los resultados de las acciones del depositario de confianza retroalimentan constantemente y someten a evaluación su imagen inicial (factores de confiabilidad percibida según Mayer et al., 1995). Esto demuestra que la confianza en una relación es un proceso dinámico.

Administración Obama y comienzo de la restauración de la confianza

Administración Obama y comienzo de la restauración de la confianza

- Ejercicio del liderazgo
- Recuperación de los valores
- Percepción de apertura
- Conocimiento y competencia

Administración Obama y comienzo de la restauración de la confianza

- Según investigaciones los tres retos más importantes son:
 - a. Corrupción en el gobierno y en las empresas privadas.
 - b. Exacerbación de la codicia y el materialismo
 - c. Necesidad de que padres inculquen valores.

2008 CORRUPTION PERCEPTIONS INDEX

country rank	country	2008 CPI score	surveys used	confidence range
1	Denmark	9,3	6	9.1 - 9.4
1	New Zealand	9,3	6	9.2 - 9.5
1	Sweden	9,3	6	9.2 - 9.4
4	Singapore	9,2	9	9.0 - 9.3
5	Finland	9,0	6	8.4 - 9.4
5	Switzerland	9,0	6	8.7 - 9.2
7	Iceland	8,9	5	8.1 - 9.4
7	Netherlands	8,9	6	8.5 - 9.1
9	Australia	8,7	8	8.2 - 9.1
9	Canada	8,7	6	8.4 - 9.1
11	Luxembourg	8,3	6	7.8 - 8.8
12	Austria	8,1	6	7.6 - 8.6

12	Hong Kong	8,1	8	7.5 - 8.6
14	Germany	7,9	6	7.5 - 8.2
14	Norway	7,9	6	7.5 - 8.3
16	Ireland	7,7	6	7.5 - 7.9
16	United Kingdom	7,7	6	7.2 - 8.1
18	Belgium	7,3	6	7.2 - 7.4
18	Japan	7,3	8	7.0 - 7.6
18	USA	7,3	8	6.7 - 7.7
21	Saint Lucia	7,1	3	6.6 - 7.3
22	Barbados	7,0	4	6.5 - 7.3
23	Chile	6,9	7	6.5 - 7.2
23	France	6,9	6	6.5 - 7.3
23	Uruguay	6,9	5	6.5 - 7.2
26	Slovenia	6,7	8	6.5 - 7.0
27	Estonia	6,6	8	6.2 - 6.9

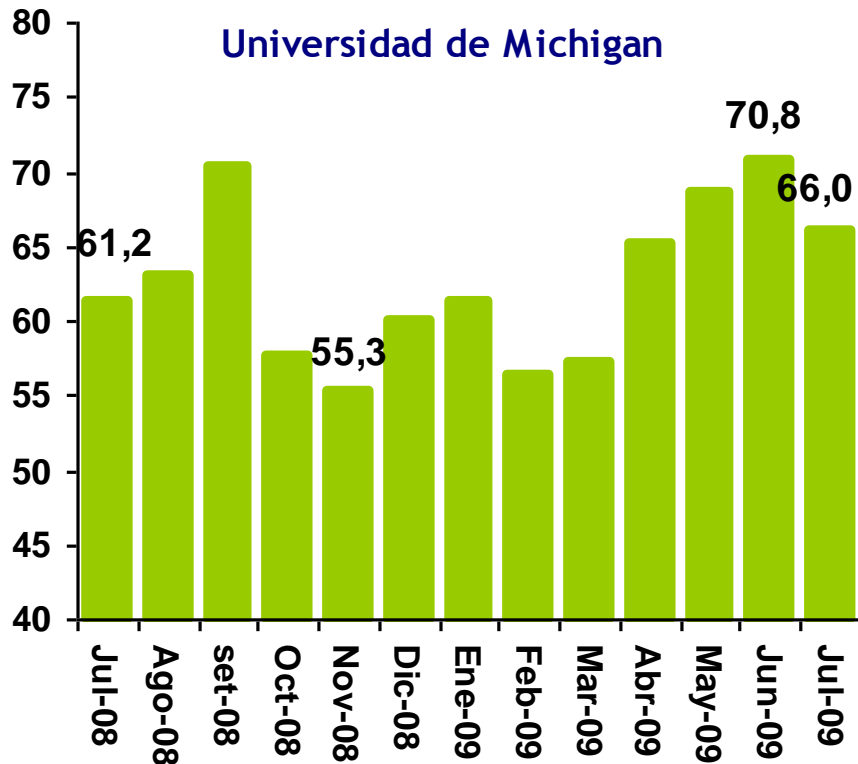
Administración Obama y comienzo de la restauración de la confianza

- La estrategia
 - Fiscal
 - Monetaria
 - Sistema financiero
 - Regulaciones

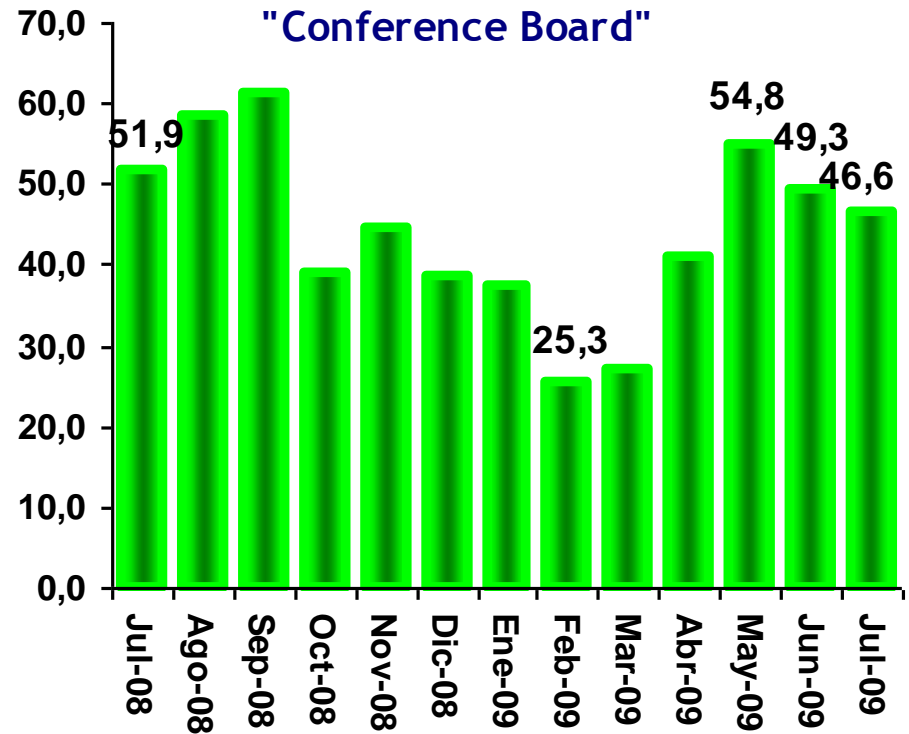
¿Qué pasó con la confianza
sistémica?

¿Qué pasó con la confianza sistémica?

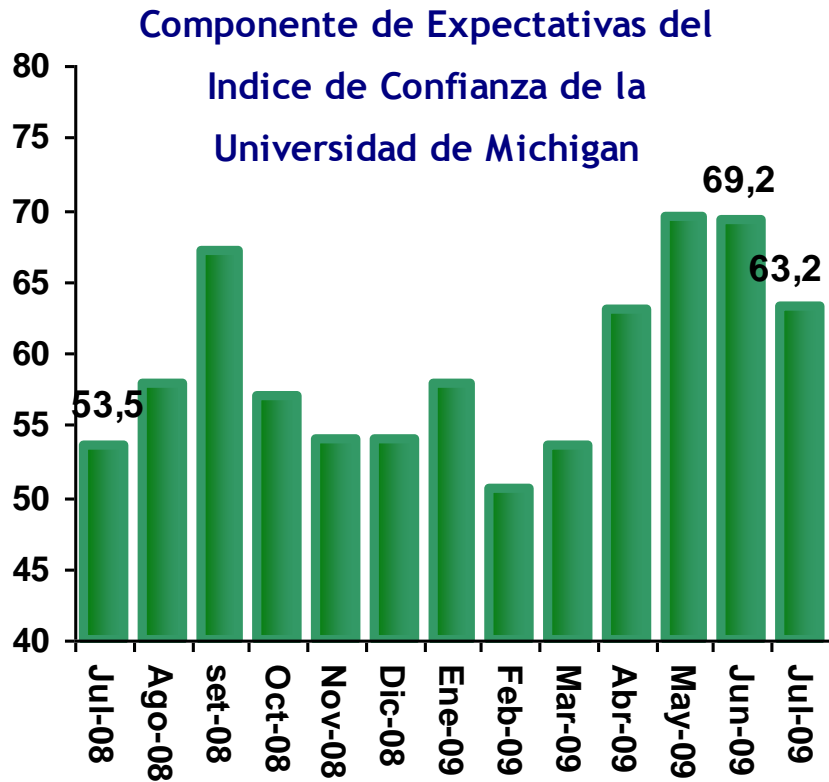
Indice de Confianza de la Universidad de Michigan



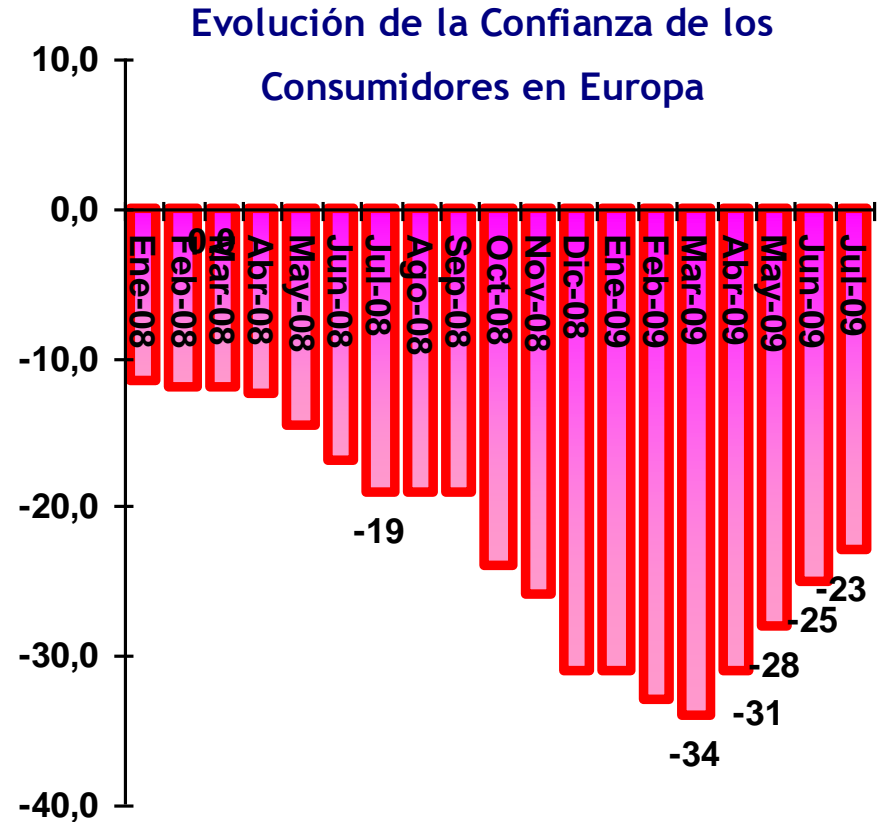
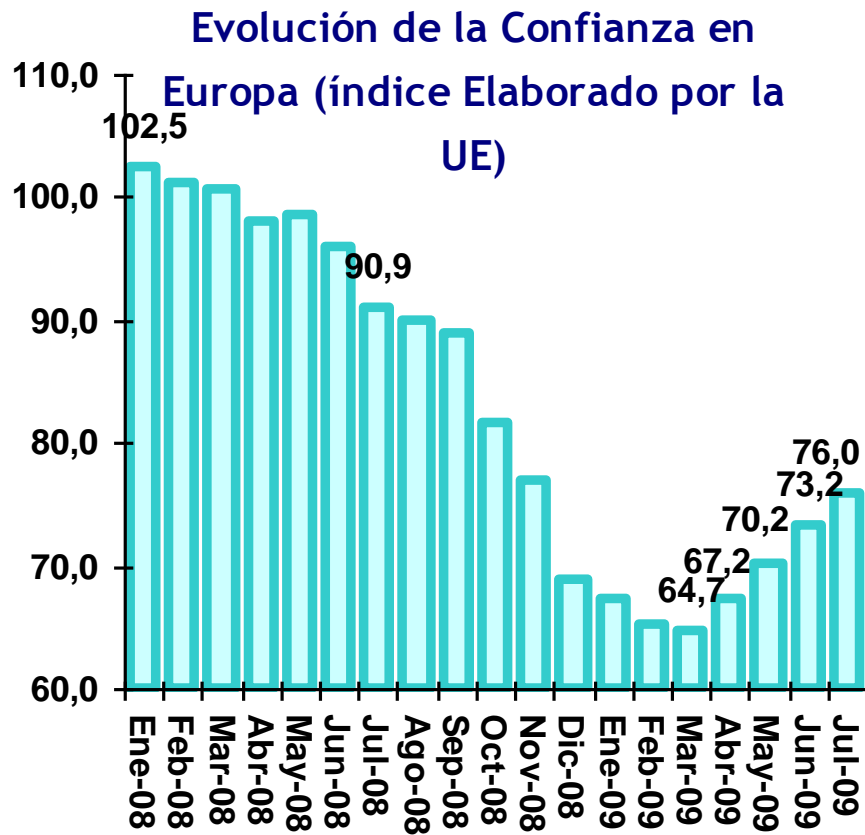
Indice de Confianza del "Conference Board"



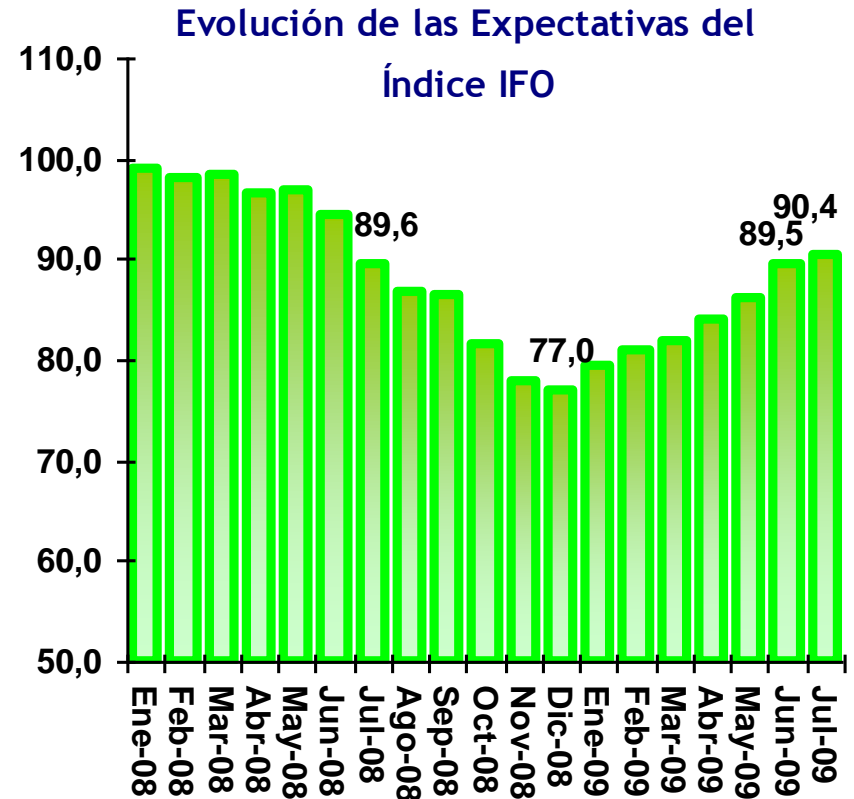
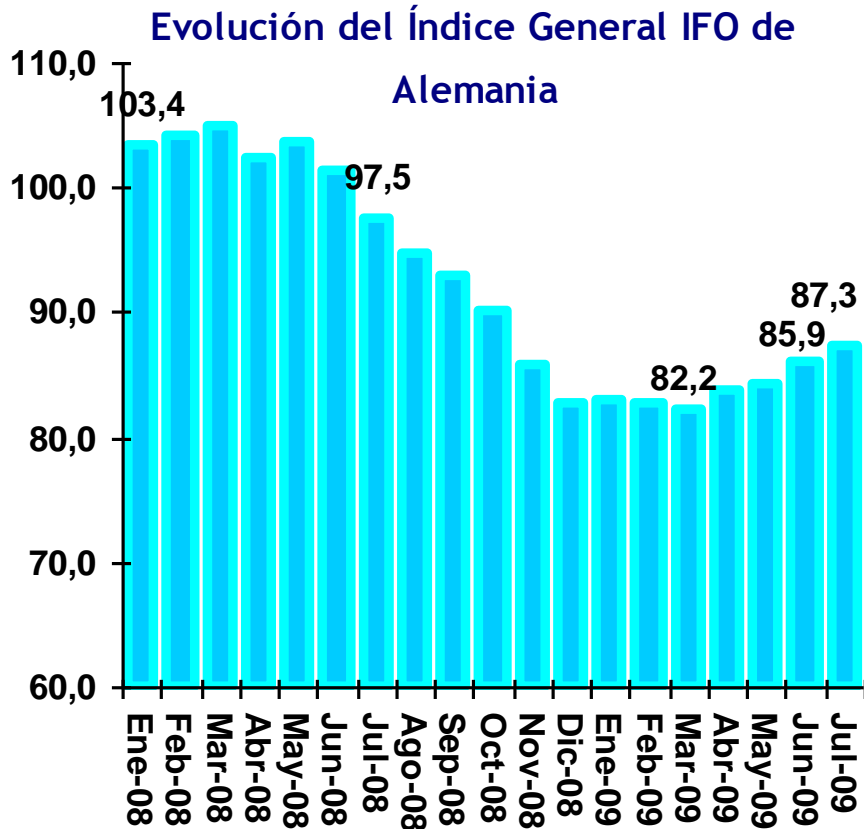
¿Qué pasó con la confianza sistémica?



¿Qué pasó con la confianza sistémica?

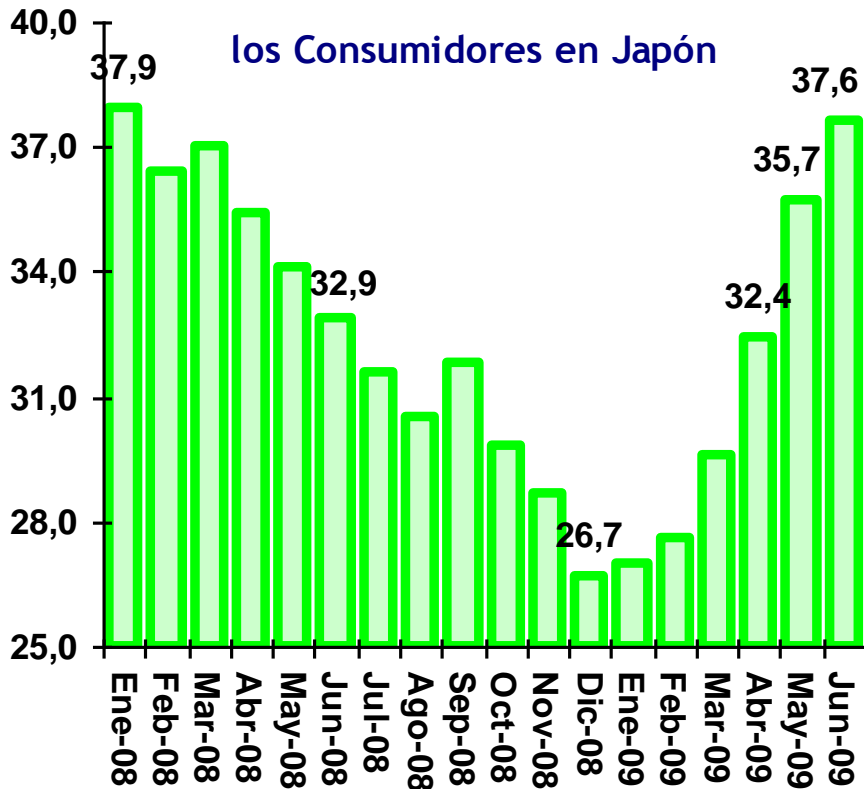


¿Qué pasó con la confianza sistémica?

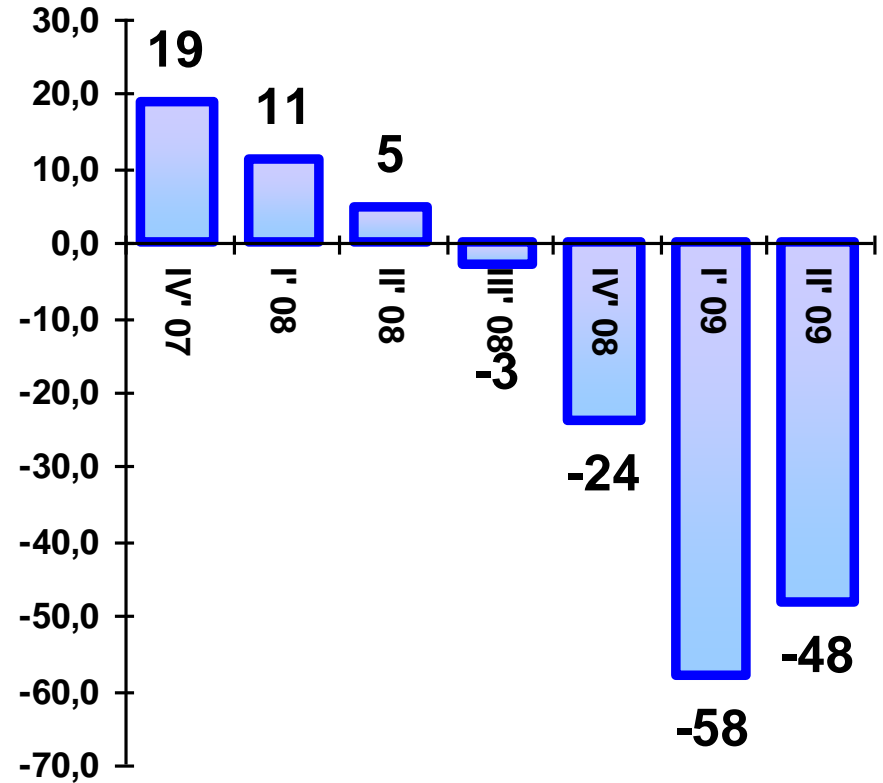


¿Qué pasó con la confianza sistémica?

Evolución del Índice de Confianza de los Consumidores en Japón



Evolución del Índice Tankan

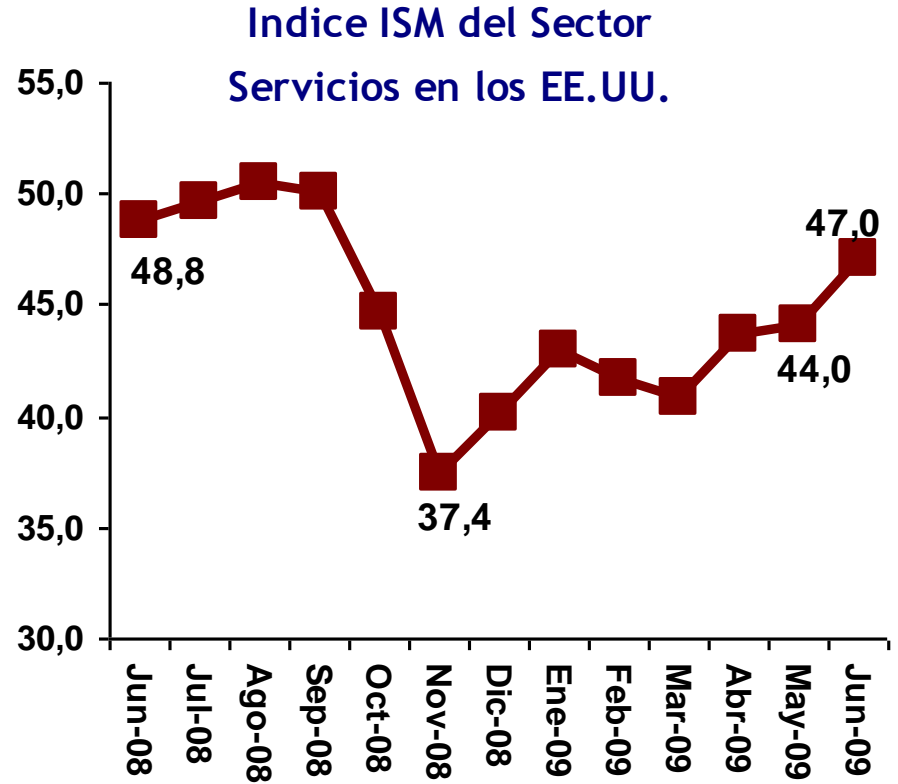
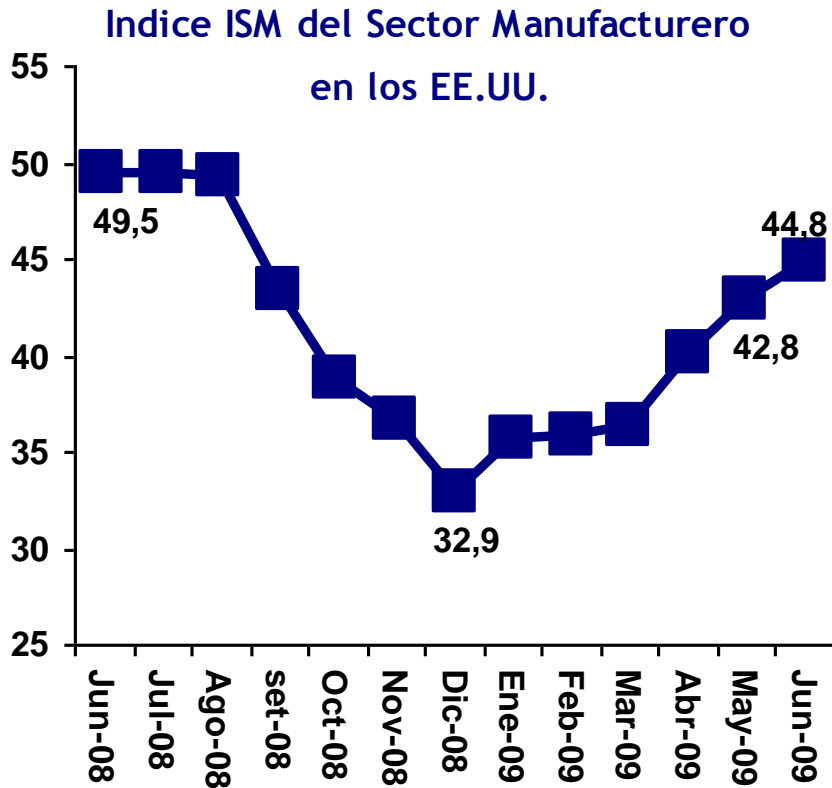


¿Qué pasó con la economía real?

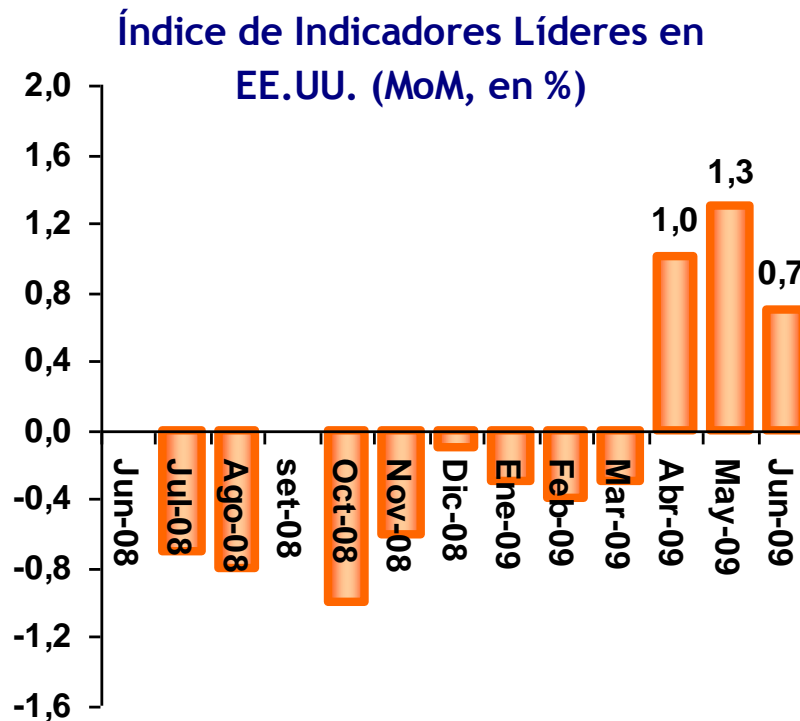
¿Qué pasó con la economía real?

- A comienzos del segundo semestre de 2009, los indicadores económicos muestran que:
 - i. Se ha producido una desaceleración notoria en el ritmo de contracción económica en los países desarrollados en general y en los EE.UU. en particular.
 - ii. La economía china esta dando señales de reaceleración del crecimiento.
 - iii. Ha mejorado de manera significativa la confianza de los consumidores, empresarios e inversores, que en muchos casos retornó a niveles similares a los de setiembre de 2008, antes de la quiebra de Lehman Brothers.

¿Qué pasó con la economía real?



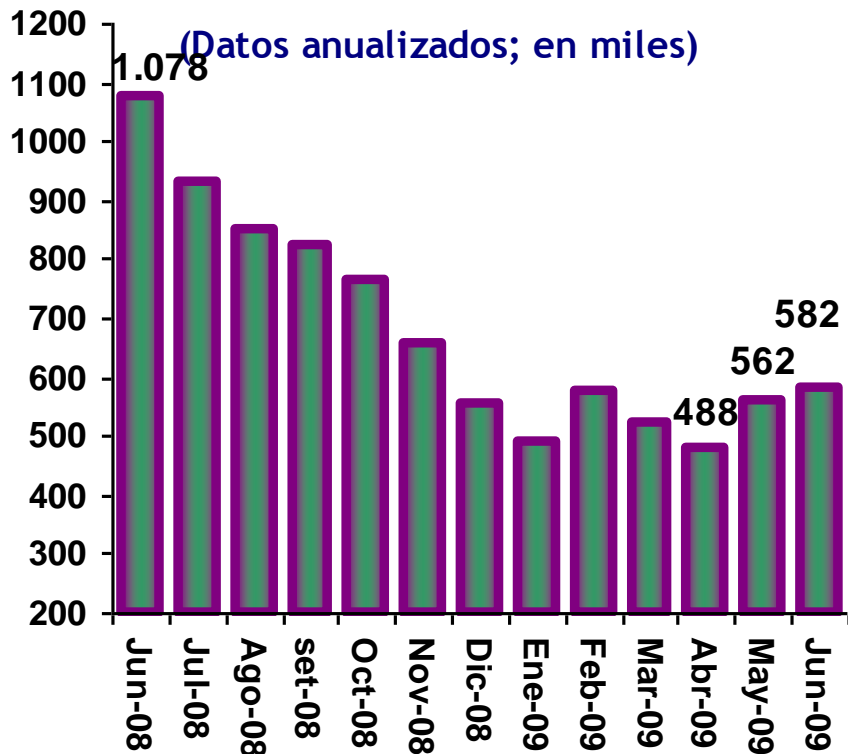
¿Qué pasó con la economía real?



¿Qué pasó con la economía real?

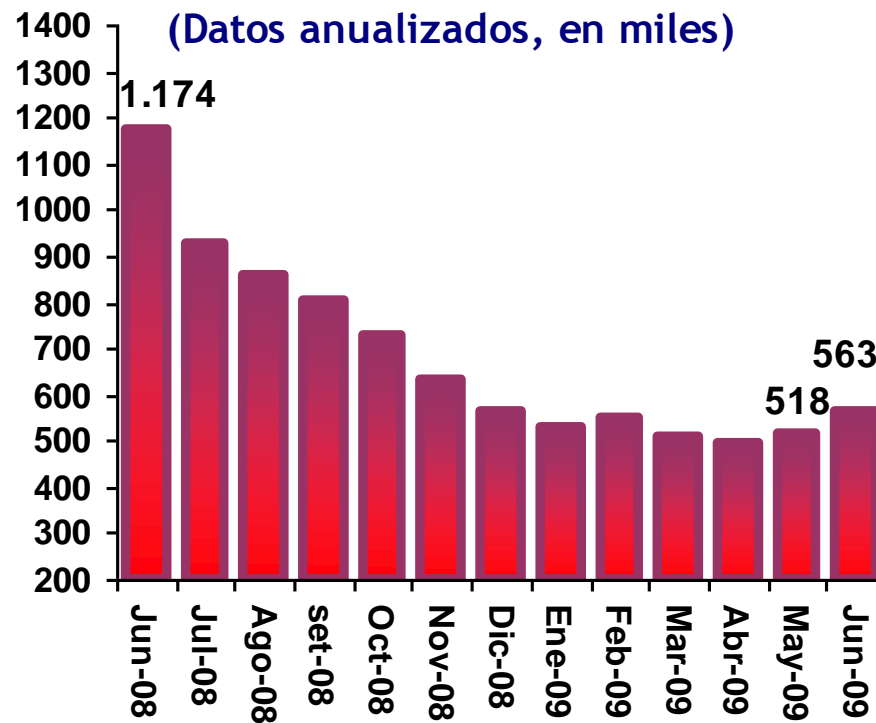
Inicio de Nuevas Construcciones

(Datos anualizados; en miles)

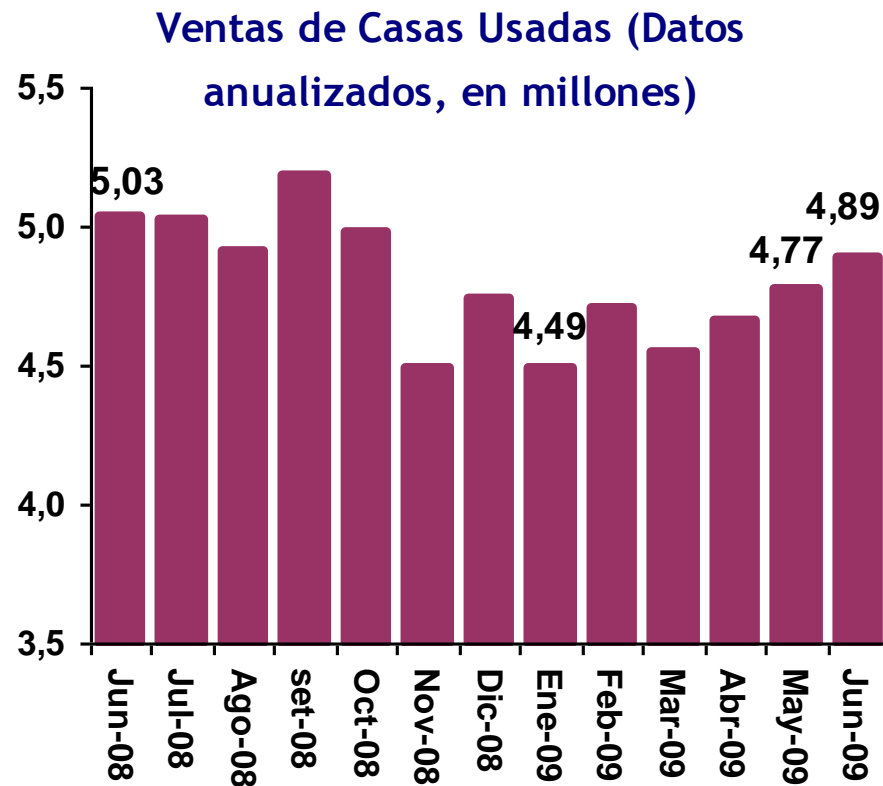
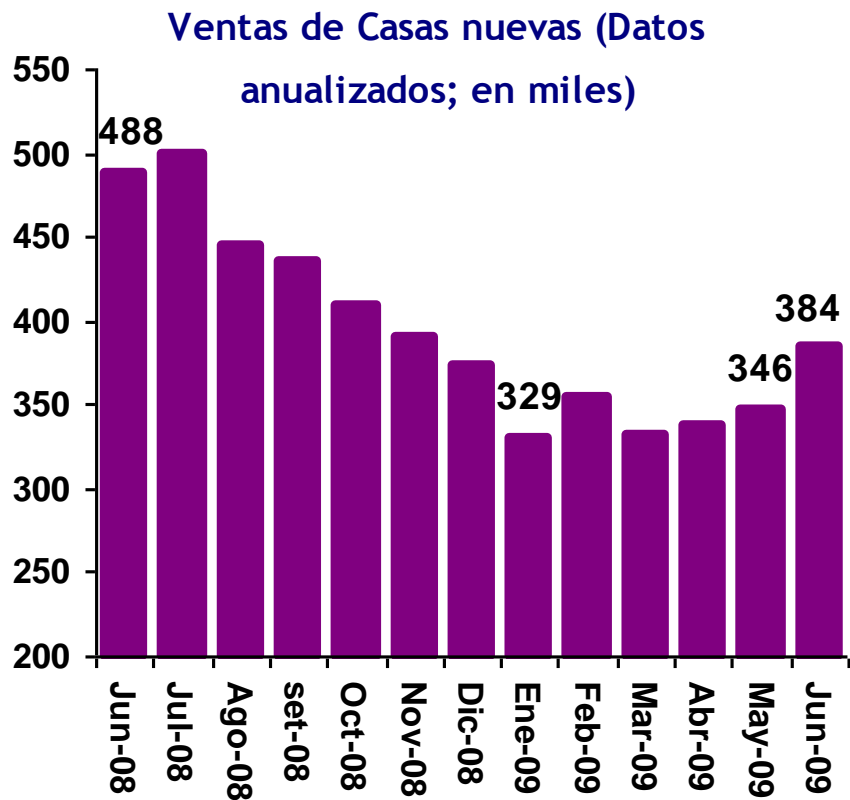


Permisos de Construcción

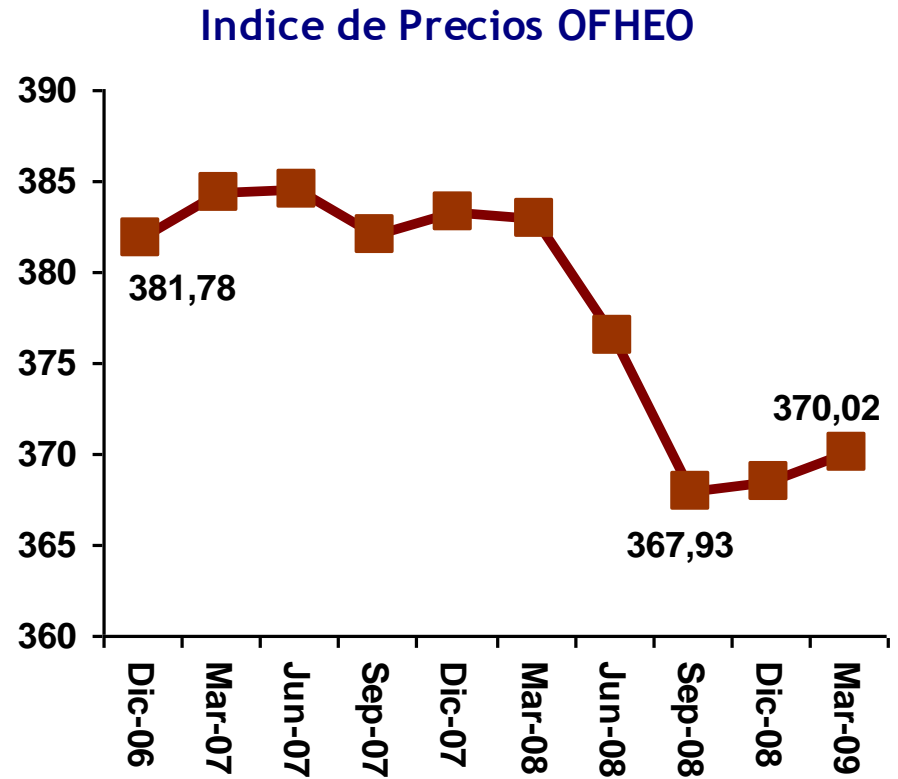
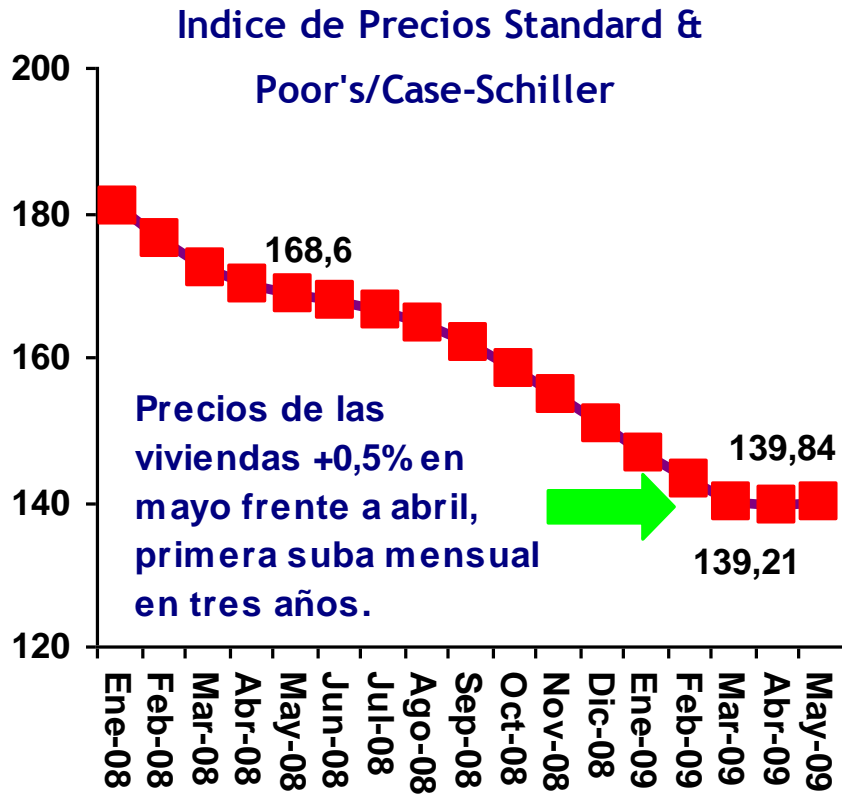
(Datos anualizados, en miles)



¿Qué pasó con la economía real?

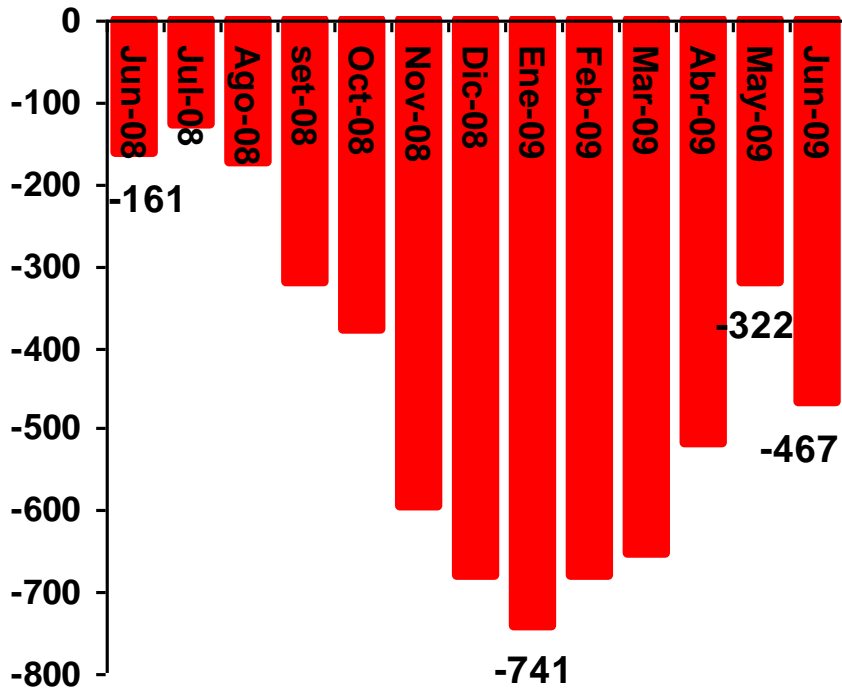


¿Qué pasó con la economía real?

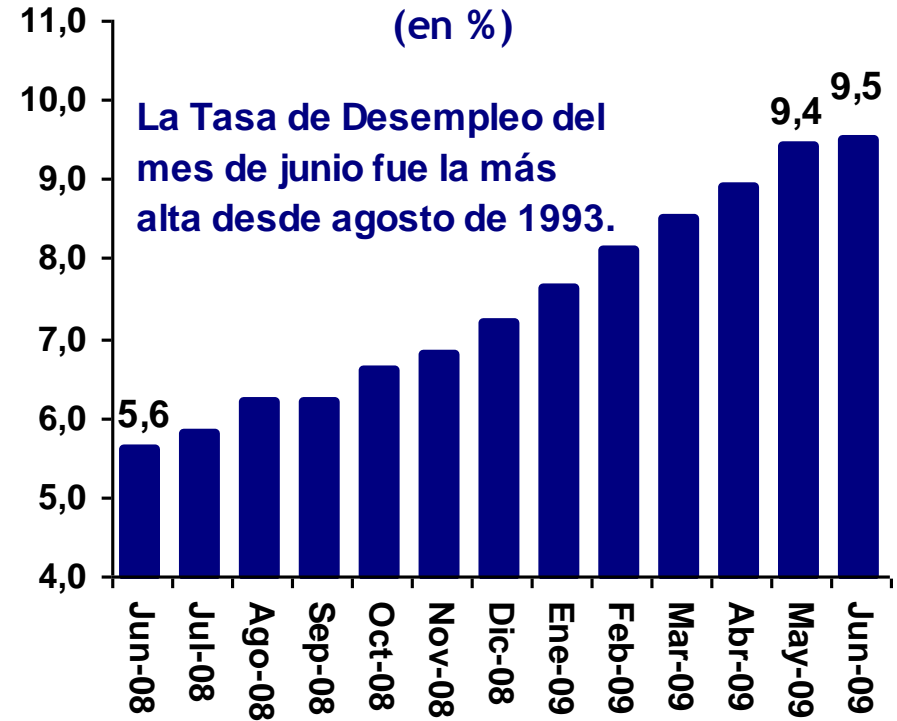


¿Qué pasó con la economía real?

Cambio de Nóminas en el Sector No Agrícola de EE.UU. (en miles)

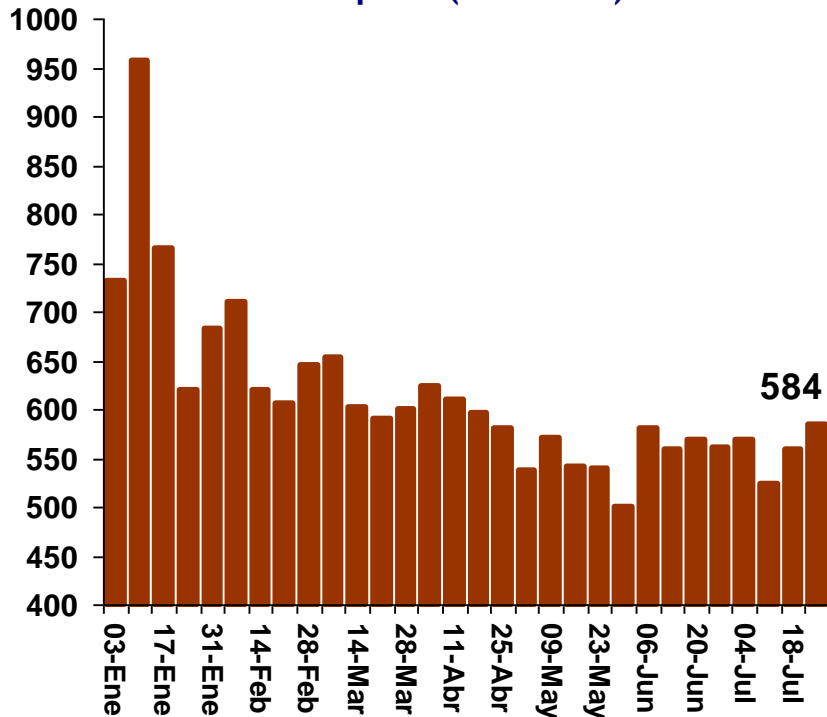


Tasa de Desempleo en EE.UU. (en %)

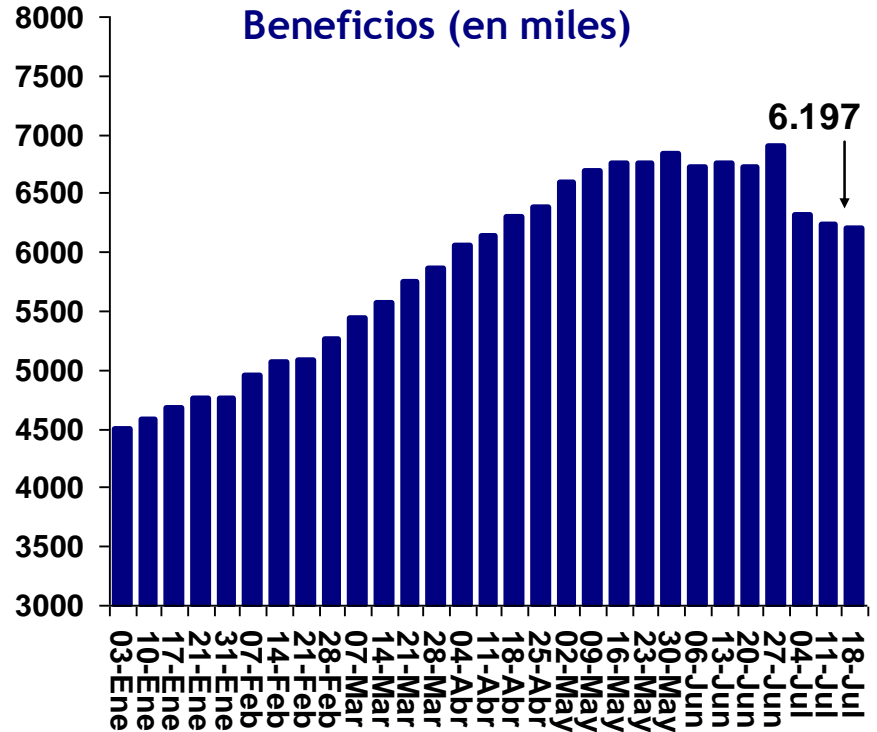


¿Qué pasó con la economía real?

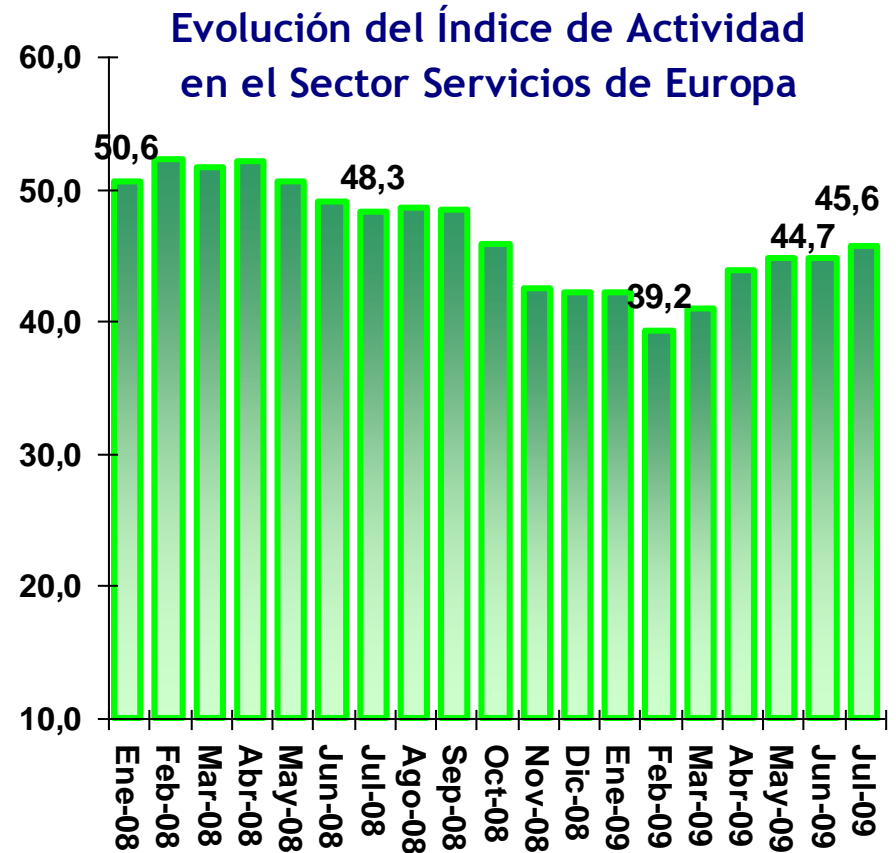
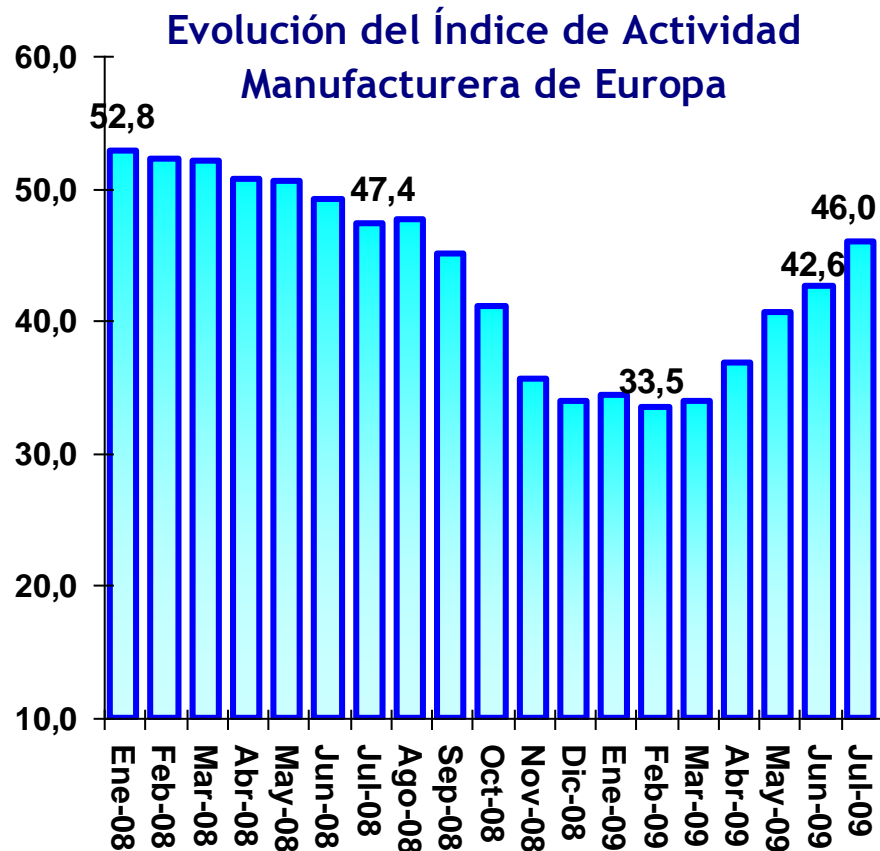
Pedidos Iniciales de Beneficios por Desempleo (en miles)



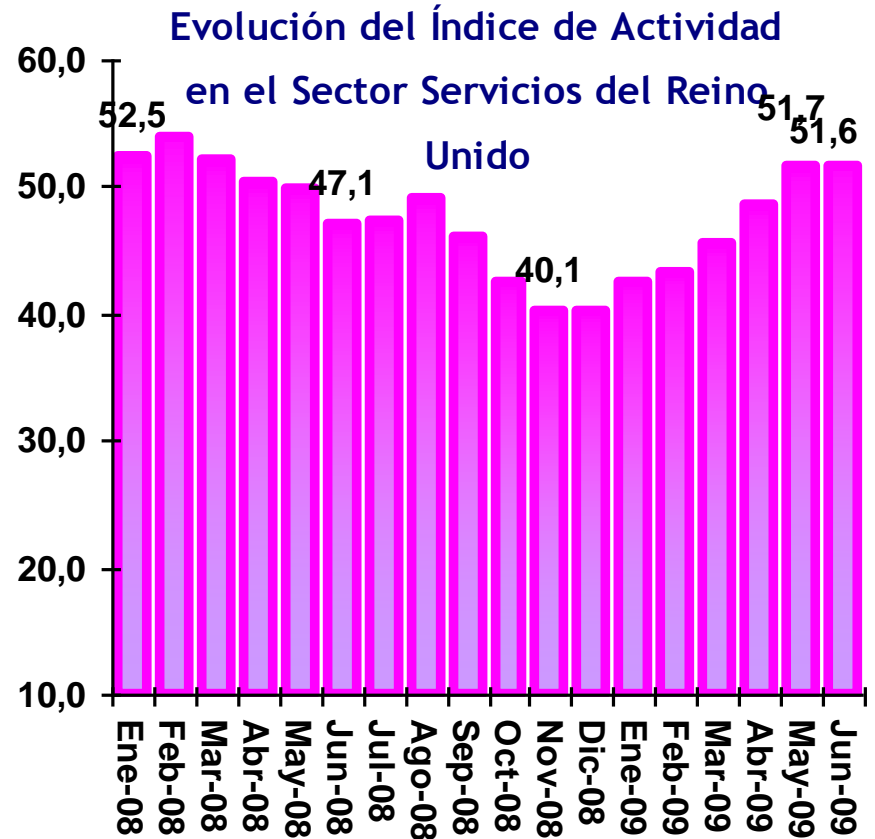
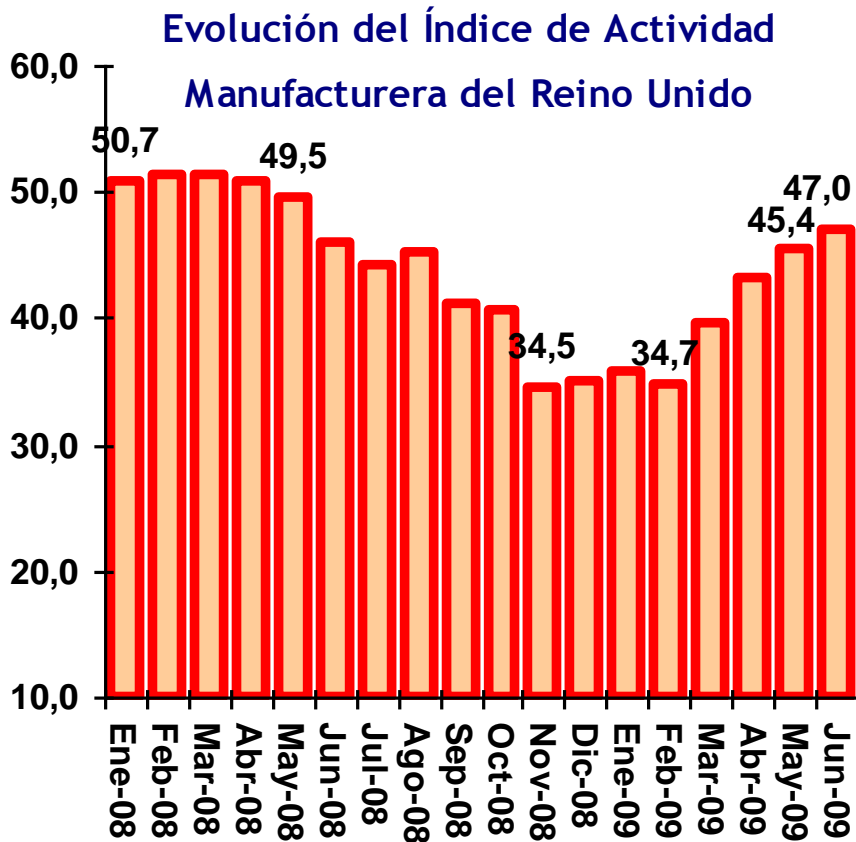
Total de Personas que Reciben Beneficios (en miles)



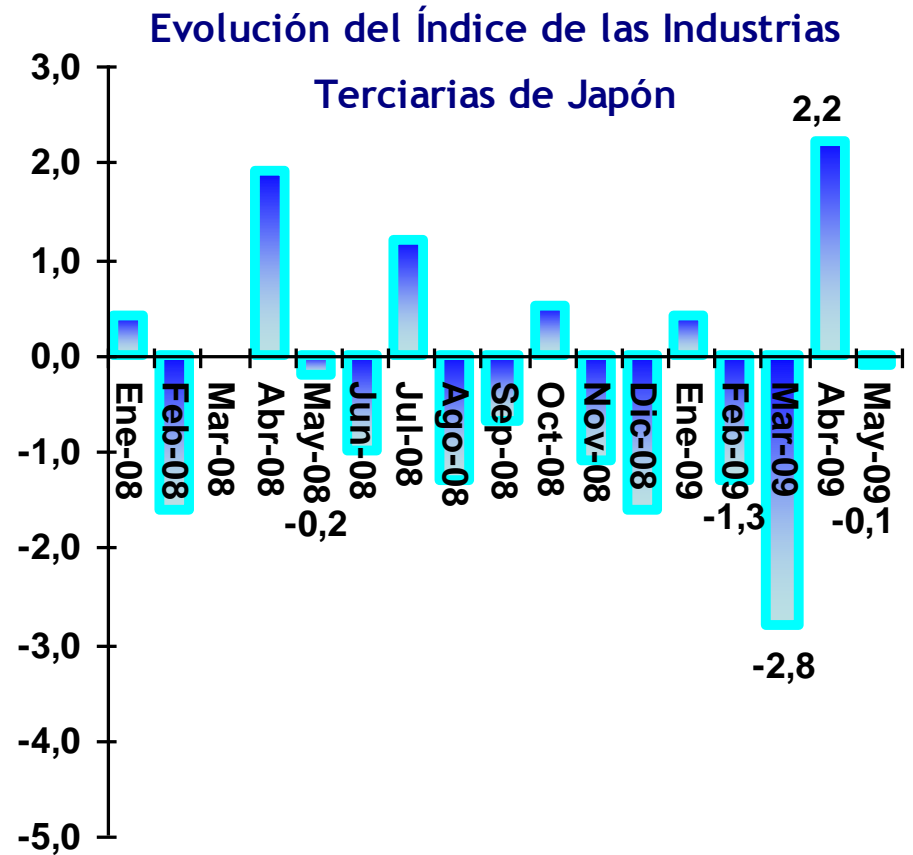
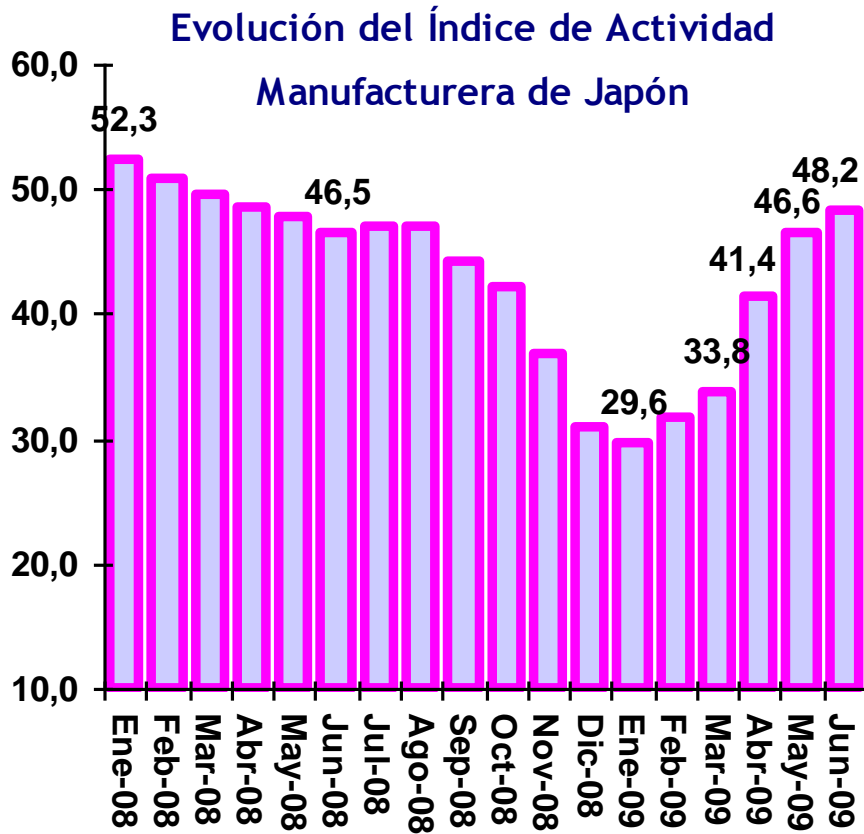
¿Qué pasó con la economía real?



¿Qué pasó con la economía real?

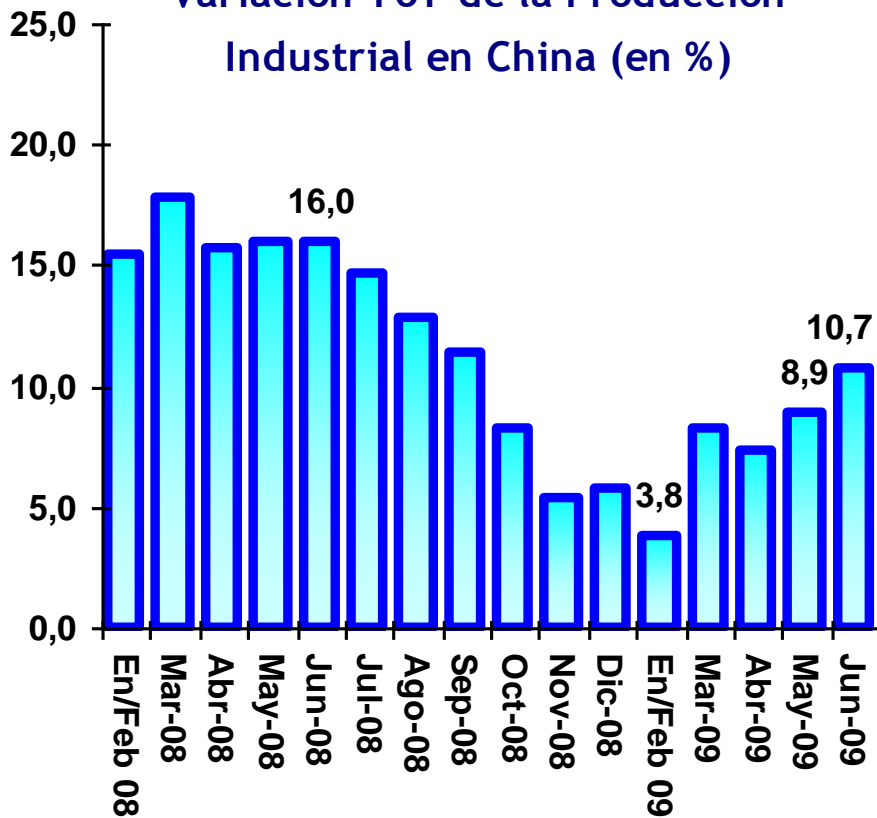


¿Qué pasó con la economía real?

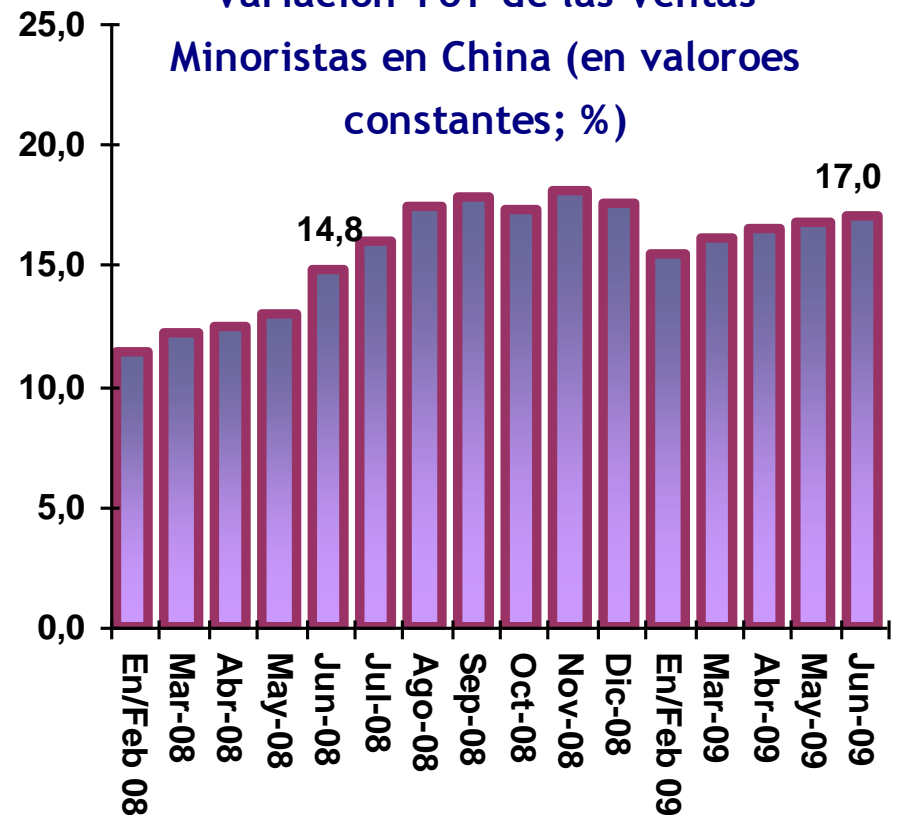


¿Qué pasó con la economía real?

Variación YoY de la Producción Industrial en China (en %)

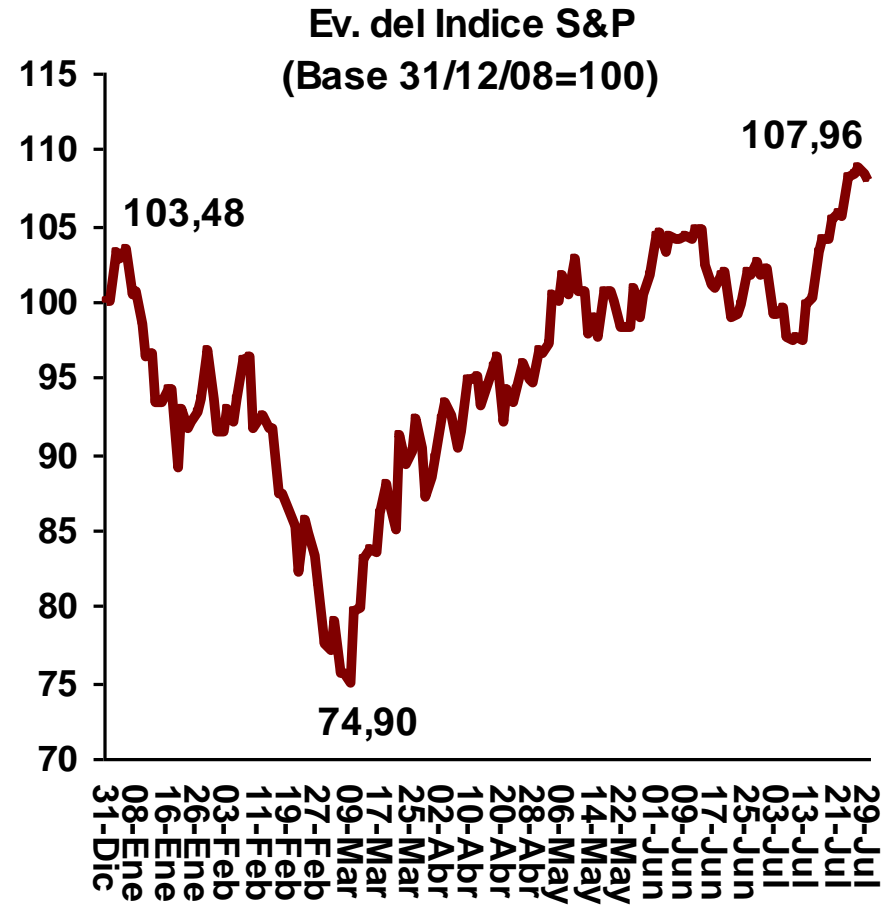
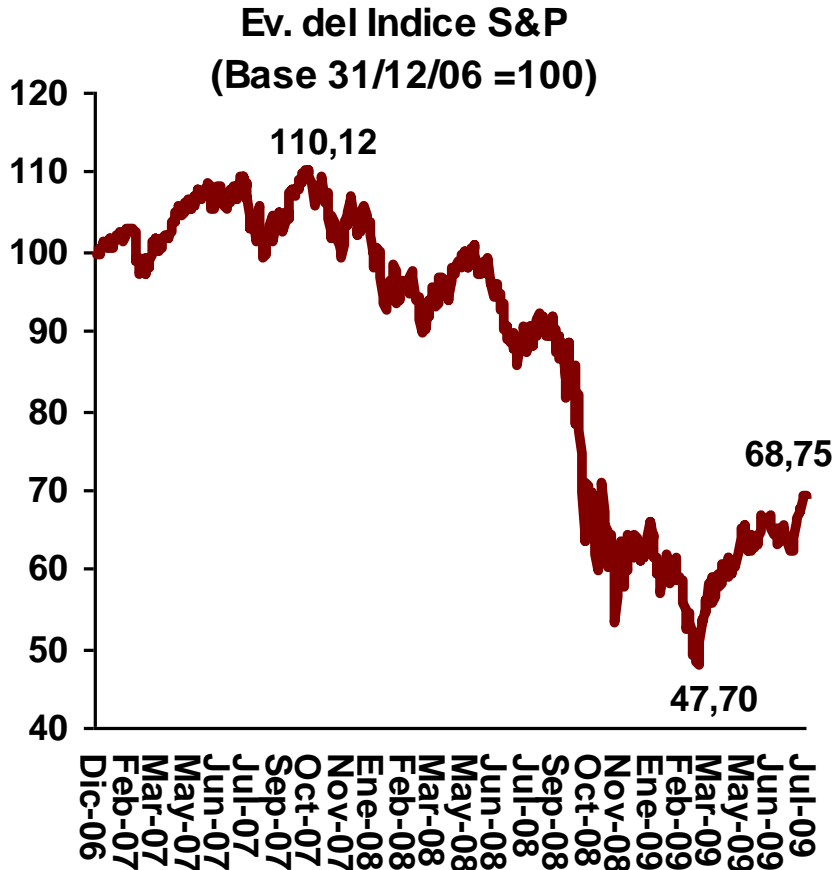


Variación YoY de las Ventas Minoristas en China (en valores constantes; %)

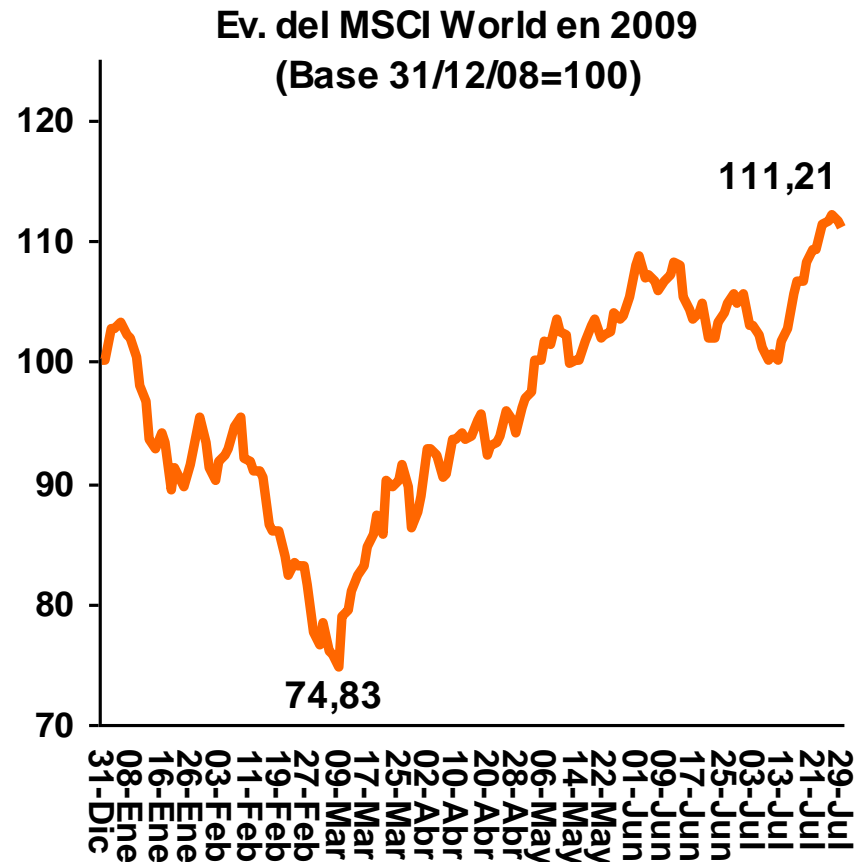
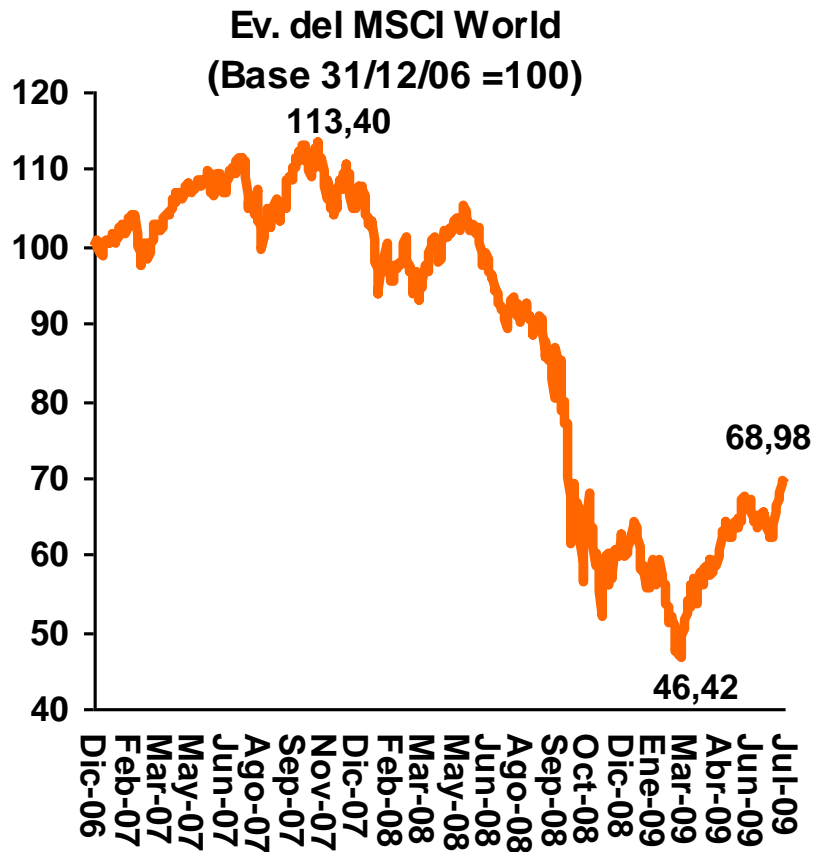


¿Qué pasó con los mercados
financieros?

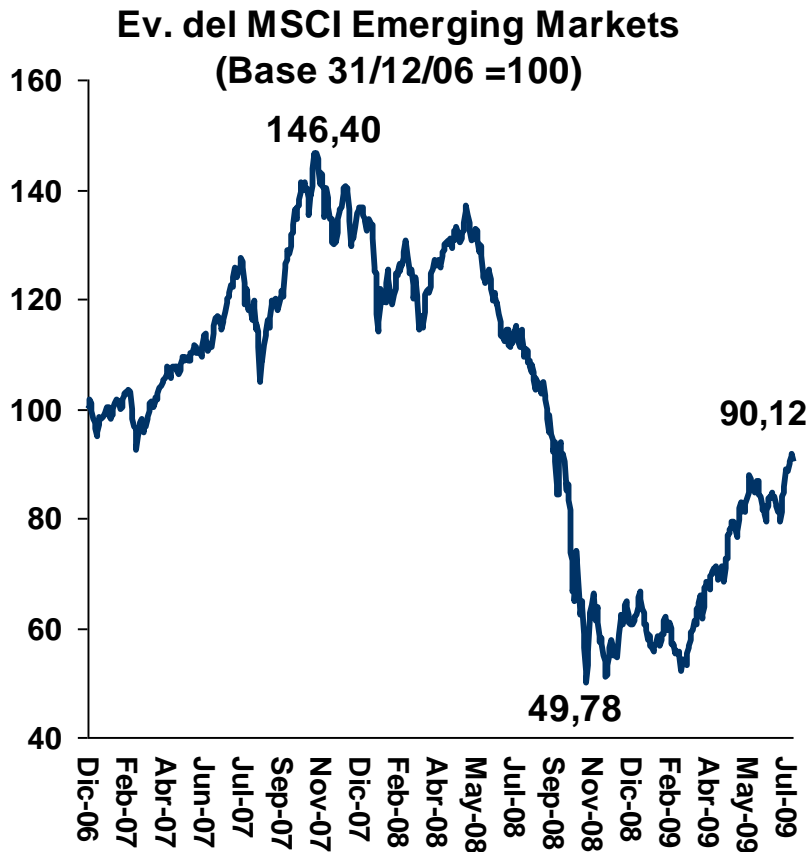
¿qué pasó con los mercados financieros?



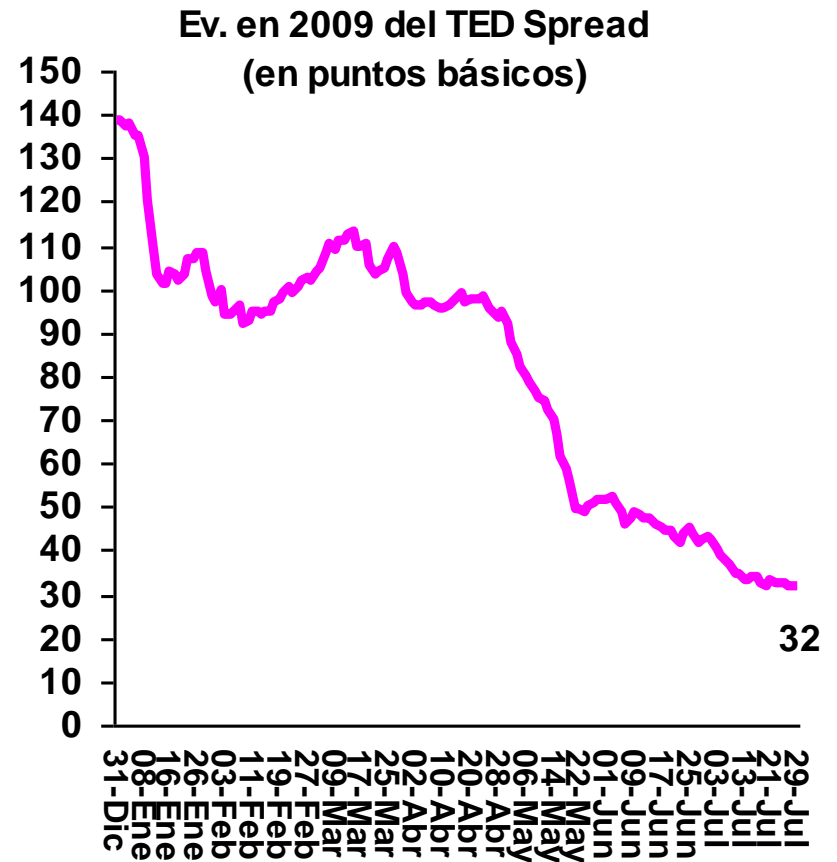
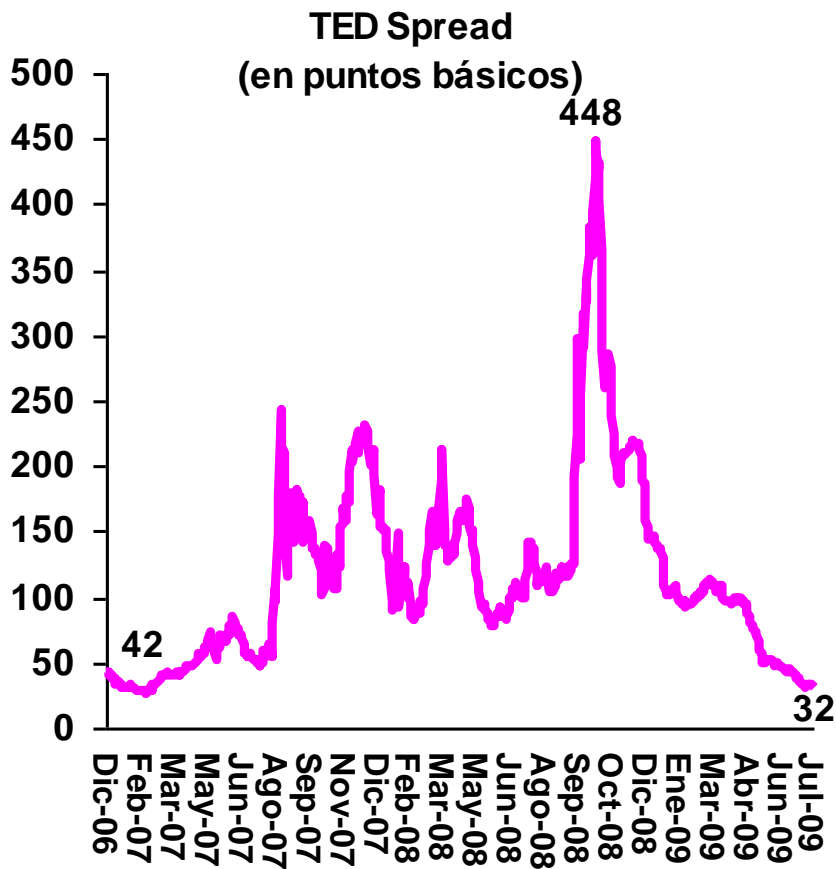
¿qué pasó con los mercados financieros?



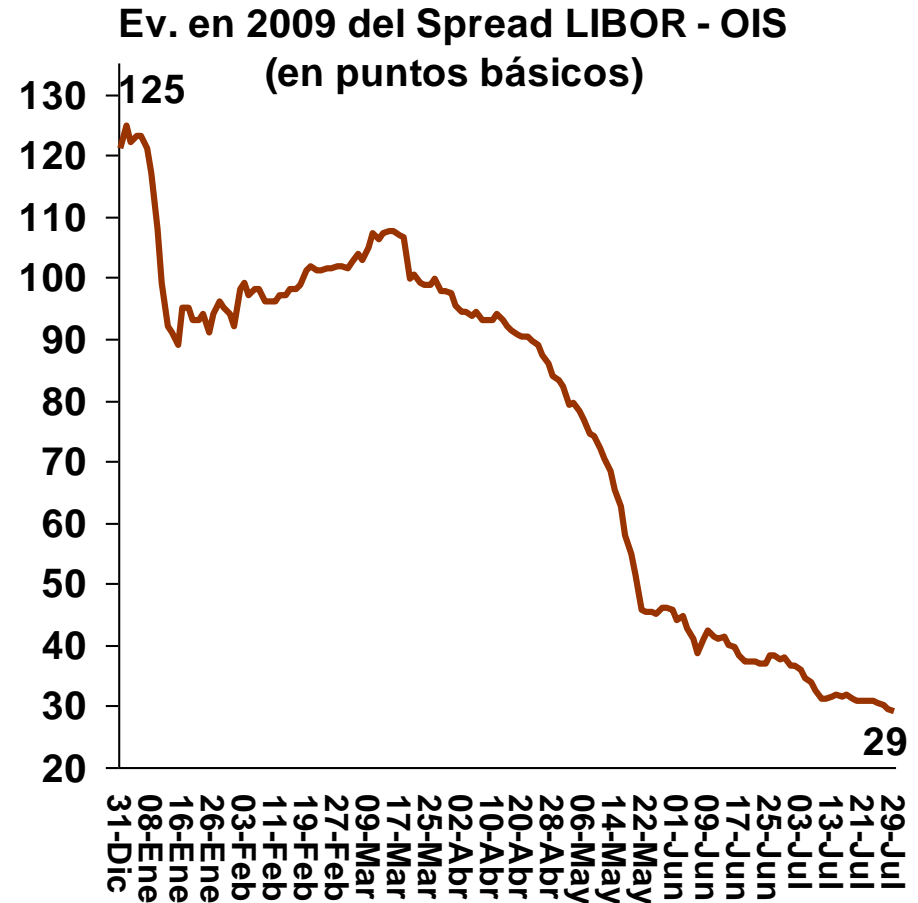
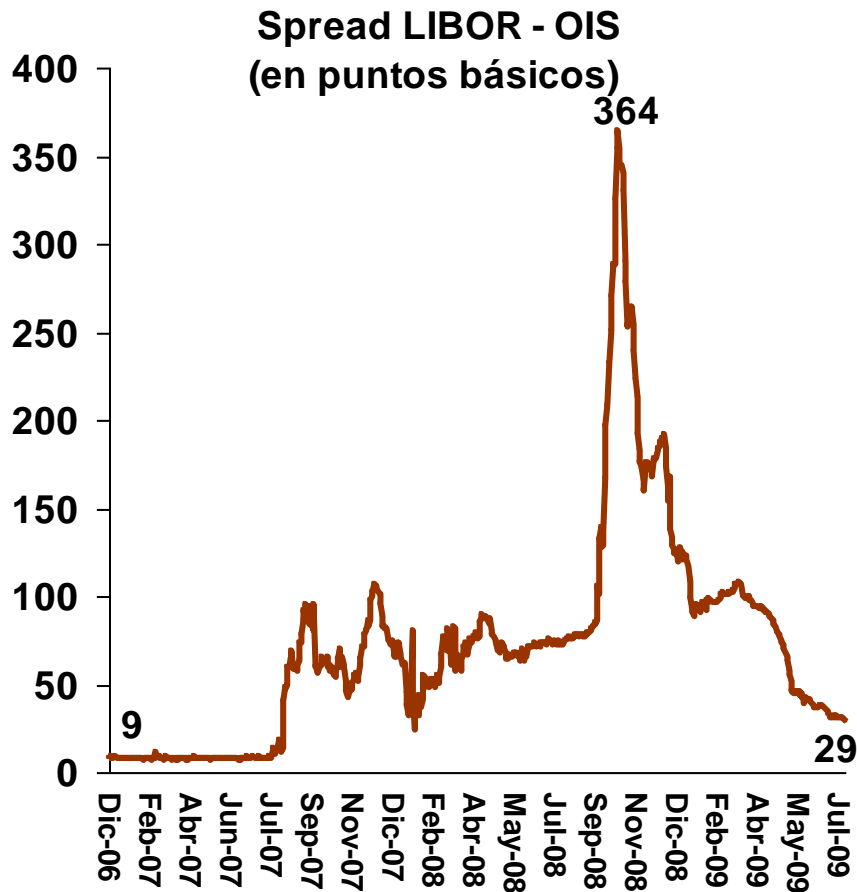
¿qué pasó con los mercados financieros?



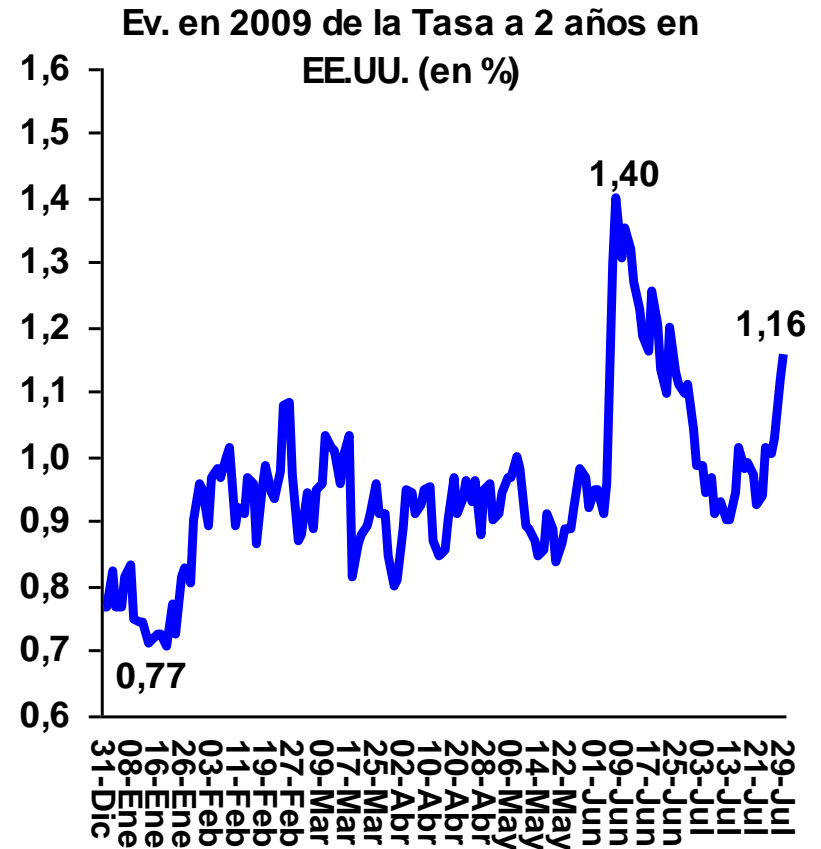
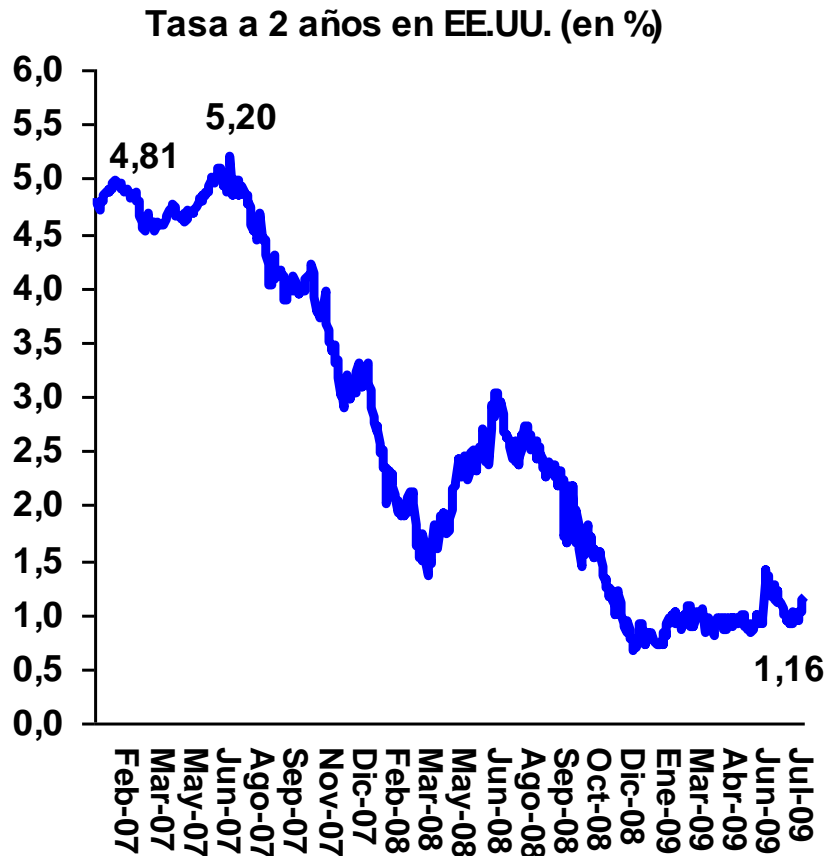
¿qué pasó con los mercados financieros?



¿qué pasó con los mercados financieros?



¿qué pasó con los mercados financieros?

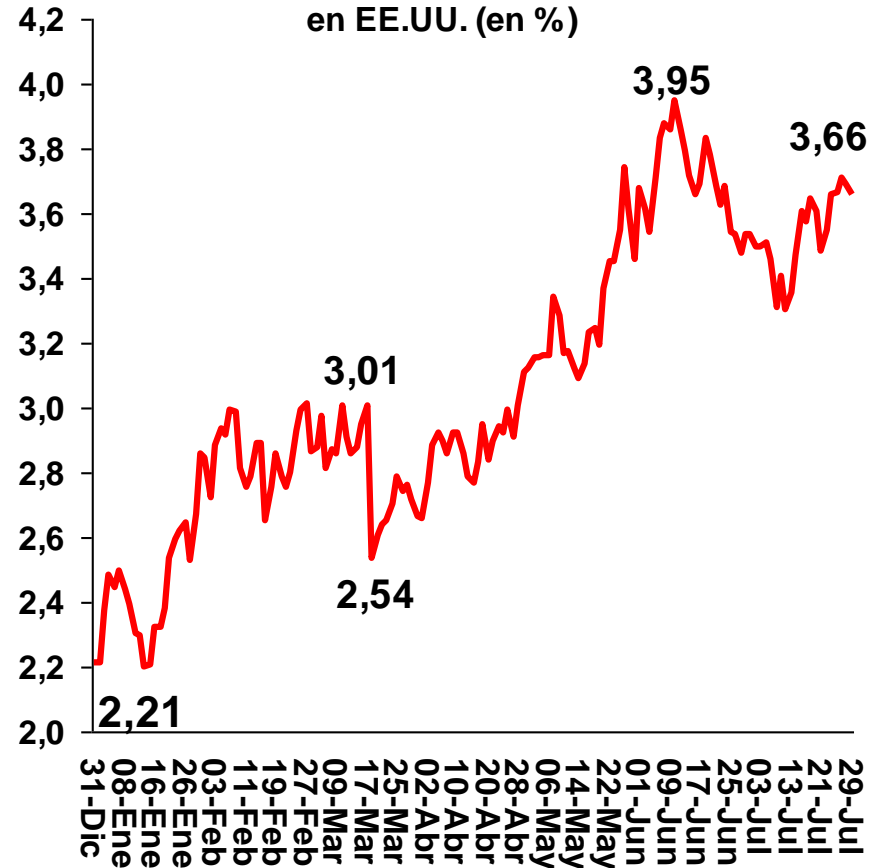


¿qué pasó con los mercados financieros?

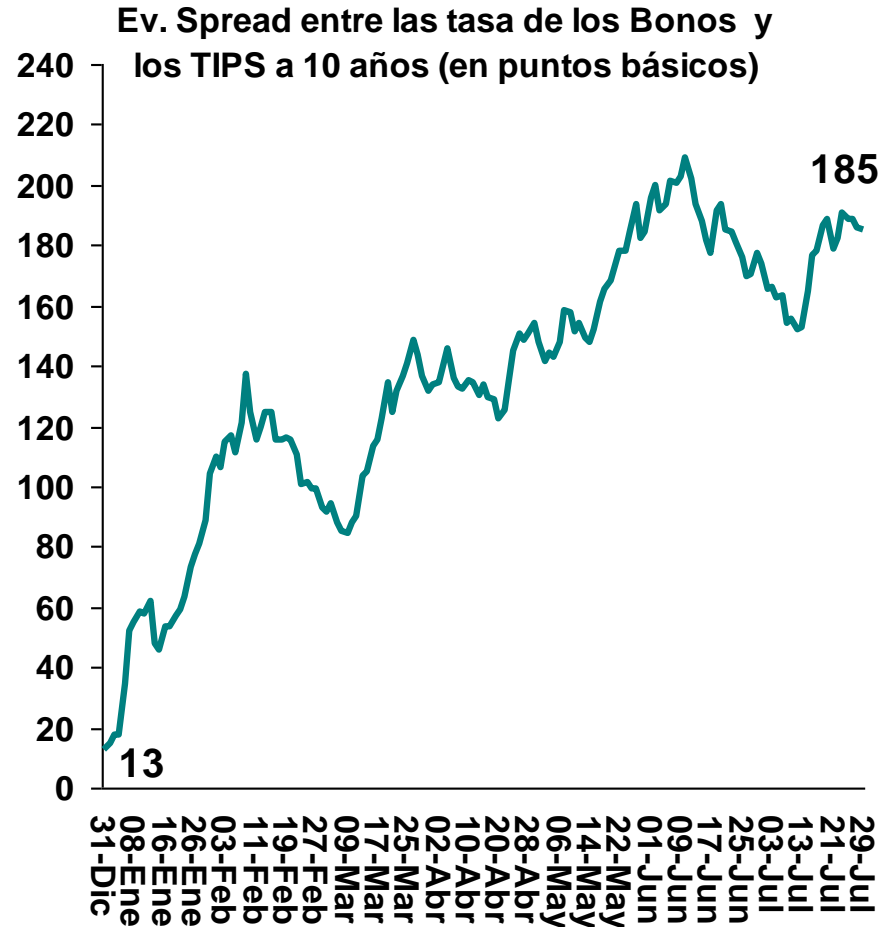
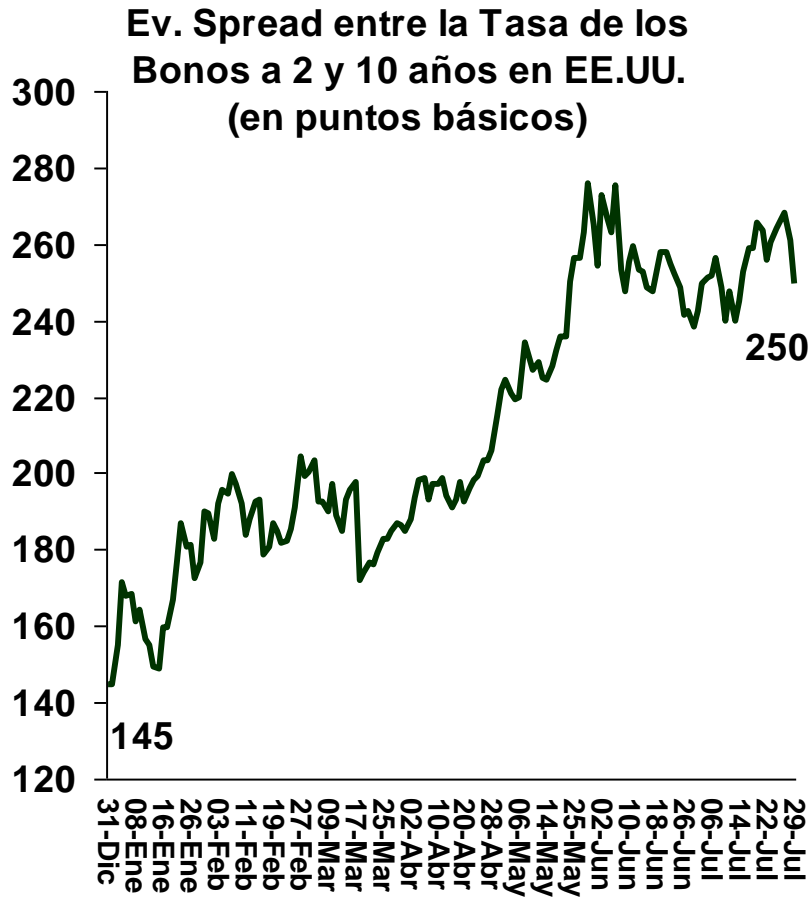
Tasa a 10 años en EE.UU. (en %)



Ev. en 2009 de la Tasa a 10 años en EE.UU. (en %)

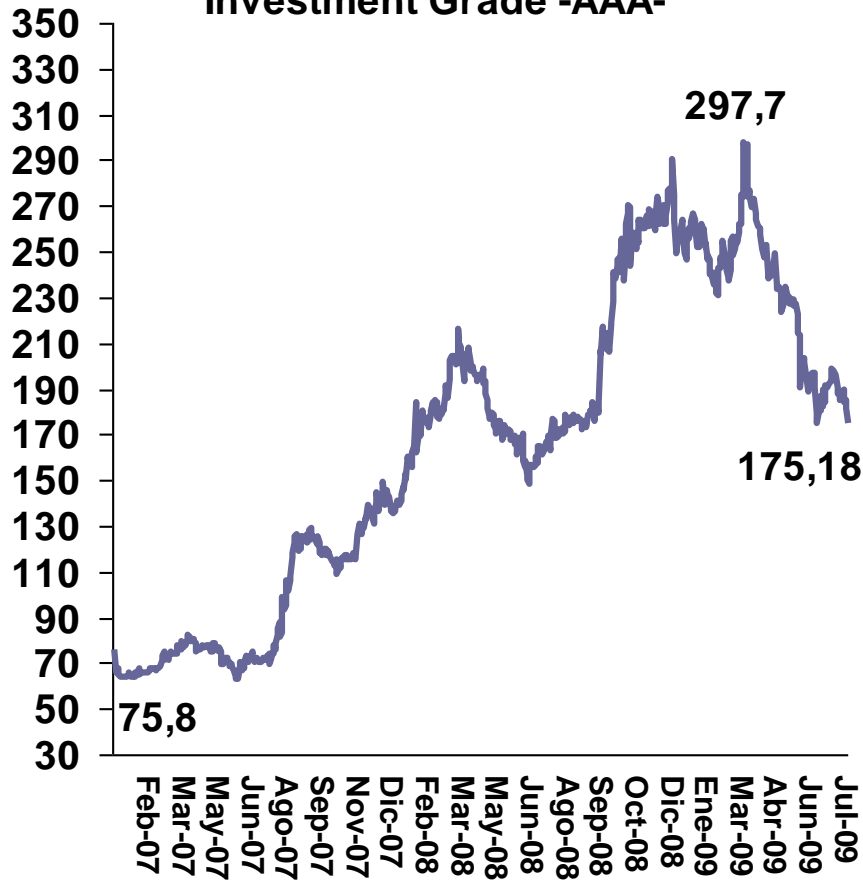


¿qué pasó con los mercados financieros?

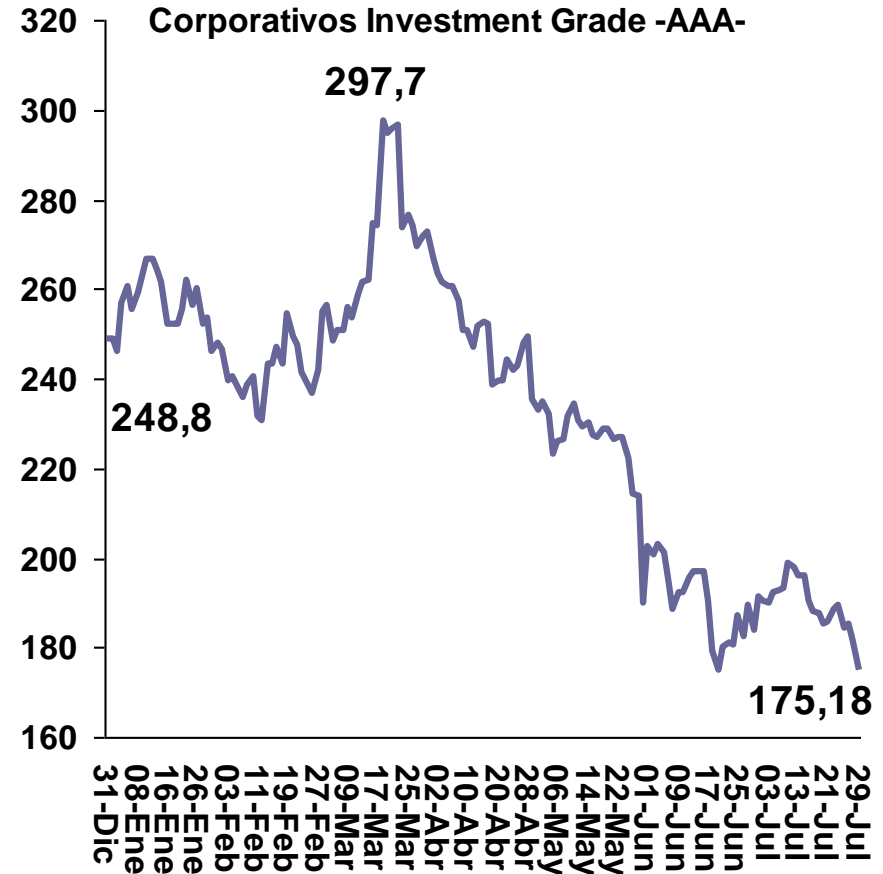


¿qué pasó con los mercados financieros?

Spread de los Bonos Corporativos
Investment Grade -AAA-

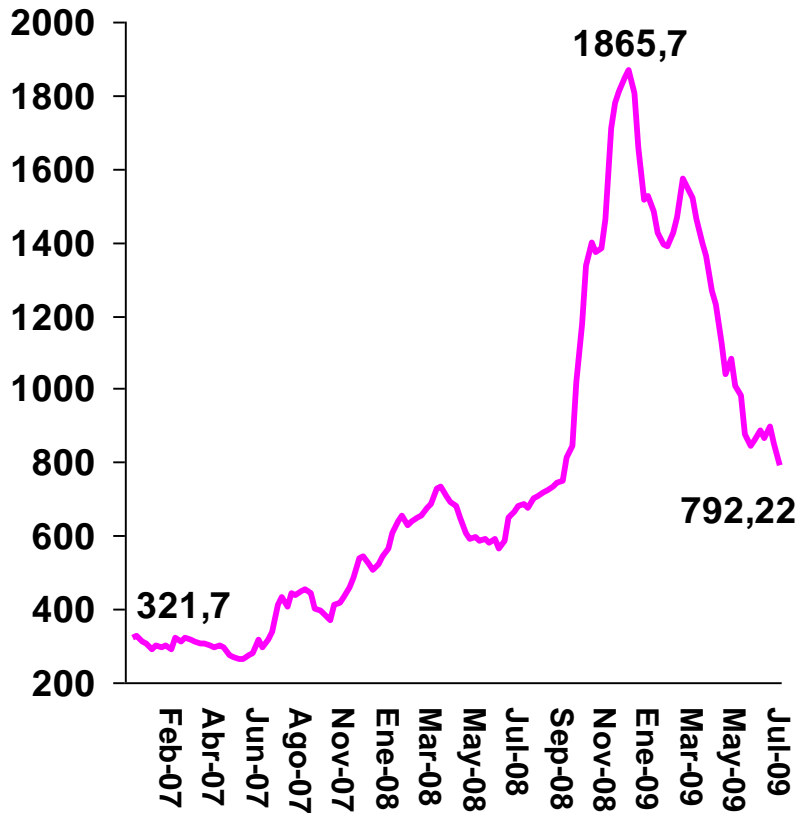


Ev. en 2009 del Spread de los Bonos
Corporativos Investment Grade -AAA-

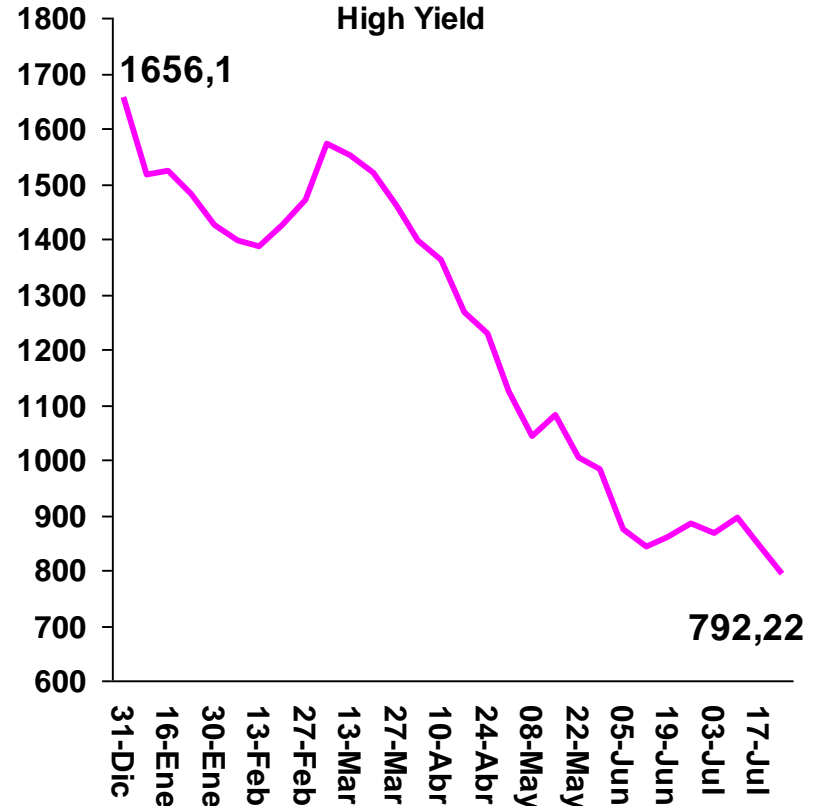


¿qué pasó con los mercados financieros?

Spread de los Bonos High Yield

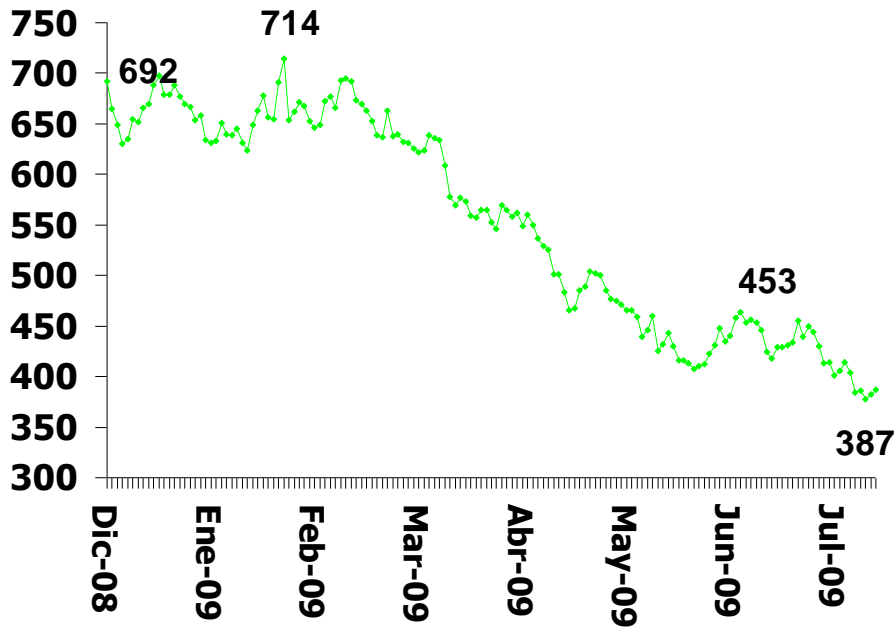


Ev. en 2009 del Spread de los Bonos High Yield

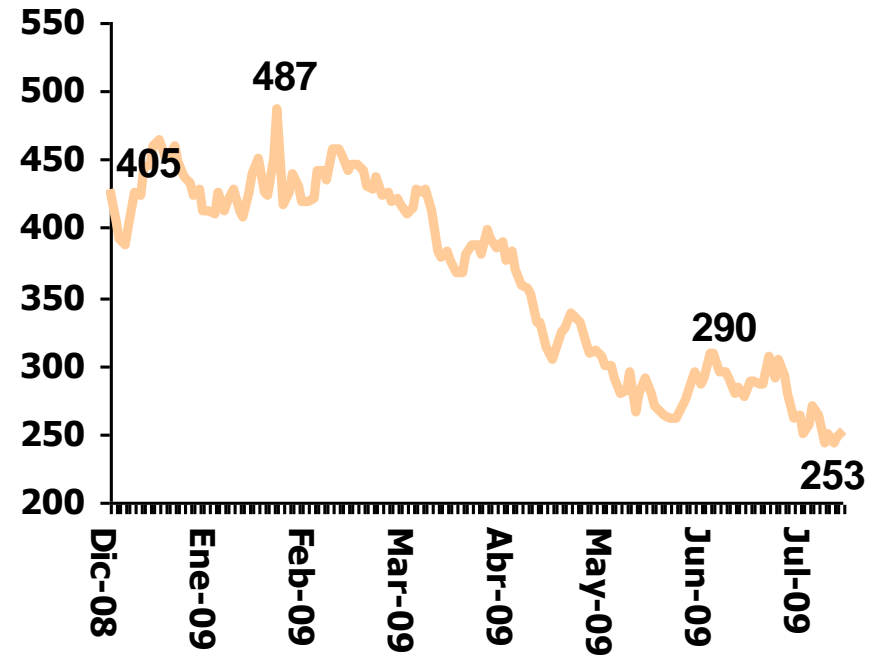


¿qué pasó con los mercados financieros?

Índice EMBI +



Riesgo País de Brasil (Puntos Básicos)



Conclusiones

Conclusiones

- Acciones de los gobiernos pueden construir o destruir la confianza pública.
- Riesgo en finanzas. Tiempos “normales” (varianza, beta)
- Riesgo en finanzas. Tiempos “de crisis”, inmerso en emociones, reacción psicológica a pérdidas potenciales que no le permitan tener flujos de caja futuros

Conclusiones

- La confianza juega un rol central en los riesgos.
- El caso bajo análisis al comienzo
 - Diferencias de valores
 - Incompetencia
 - Corrupción, mala fe y parcialidad.

Conclusiones

- Más recientemente se revirtieron los *animal spirits*.
- Los valores
- "como la gente funciona cuando se advierte que son seres humanos"

Conclusiones

- No hay adecuado bagaje teórico en economía para operar en economías basadas en el conocimiento, impulsadas por las tecnologías de la información y las comunicaciones.

Muchas gracias