



# Crisis global sí: pero asimétrica. Entender la crisis para tomar medidas a su favor.

Pereyra Terra, Manuel  
*Universidad ORT Uruguay*

Marzo 2009

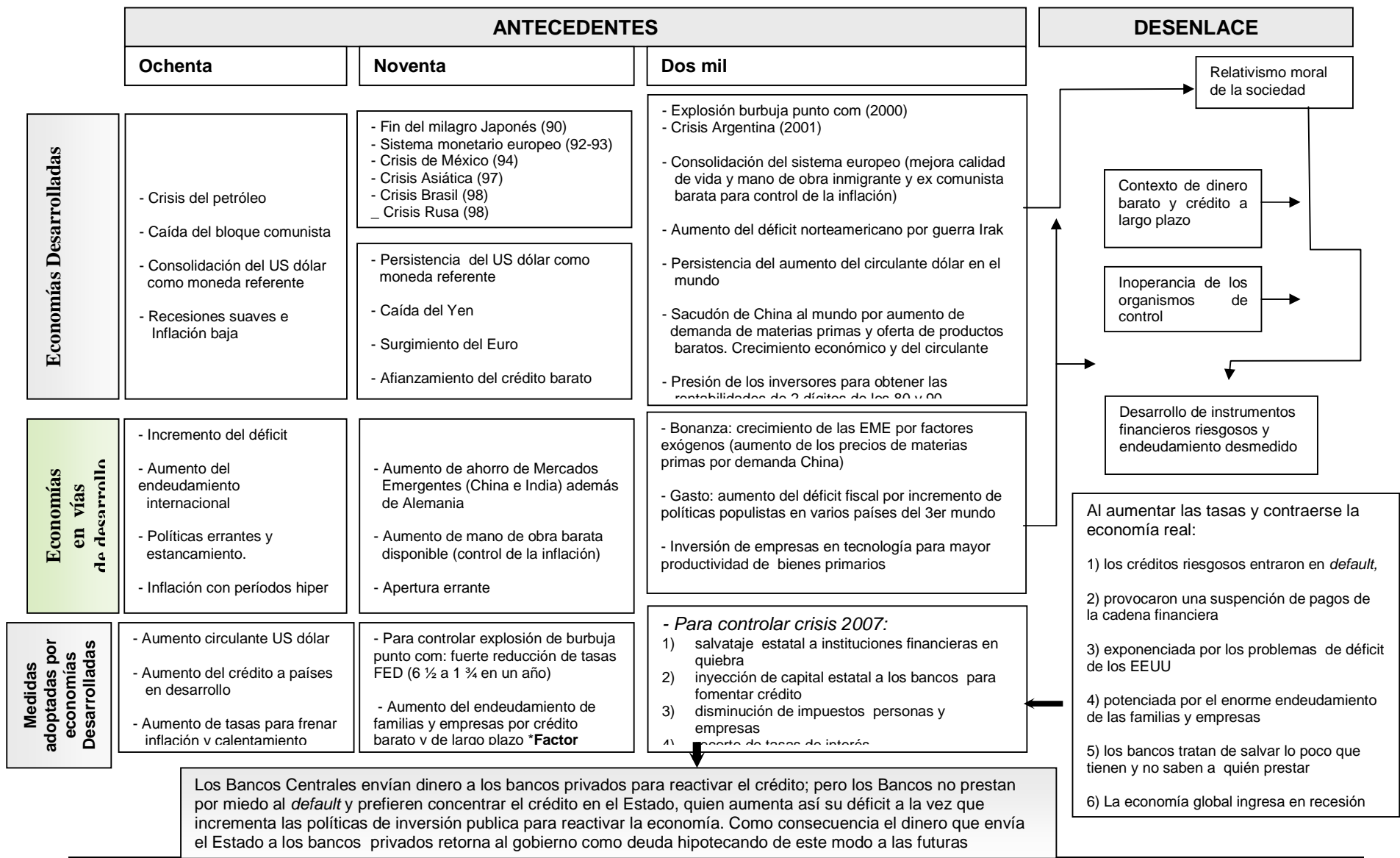
## **Abstract**

El trabajo se propone reflexionar sobre las oportunidades frente a la crisis financiera del año 2007, analizando las principales causas que la provocan y discutiendo aspectos económicos, sociales y empresariales a gestionar para superarla.

Palabras clave: crisis financiera, crisis de 2007, Uruguay

Introducción .....	5
PRIMERA PARTE: .....	8
<i>Antecedentes y causas de la crisis</i> .....	8
<b>I.1) Cuando el gasto es mayor al ingreso</b> .....	9
<b>I.2) Tres décadas de bonanza y de ahorro internacional en dólares</b> .....	9
<b>I.3) El impacto global de la reducción de las tasas internacionales</b> .....	10
<b>I.4) Un escenario propicio para el default</b> .....	12
i) Aumento de la relación Saldo de la Cuenta Corriente PIB. ....	12
ii) Aumento de la base monetaria internacional dólar. ....	12
<b>I.5) Desarrollo de nuevos instrumentos financieros y desenlace de la crisis</b> .....	13
<b>I.6) El efecto dominó</b> .....	15
<b>I.7) Wall Street no es el único responsable</b> .....	16
SEGUNDA PARTE: .....	17
<i>La tentación al oráculo académico</i> .....	17
<b>II.1) ¿Cómo aprovechar la oportunidad que se presenta?</b> .....	17
i) Comprender que la crisis es global pero asimétrica.....	17
ii) Ser optimistas porque el desafío es alcanzable .....	18
iii) Sin esperanza es más difícil tener éxito .....	18
iv) Superar la crisis es una llamada a construir un futuro mejor .....	19
v) La necesaria participación de todos los stakeholders.....	19
vi) Proyectarse al mediano plazo.....	20
<b>II.2) ¿Qué empresas tienen mayor probabilidad de alcanzar el éxito en los próximos años?</b> .....	21
i) Desde una perspectiva financiera .....	21
ii) Desde una perspectiva del sector económico .....	23
iii) Desde una perspectiva del capital humano .....	24
iv) Desde una perspectiva del necesario aprendizaje.....	25
<b>II.3) Aspectos claves del entorno macroeconómico a ser gestionados para salir adelante</b> .....	26
i) Socorrer al sistema financiero.....	26
ii) Detener la senda del endeudamiento fiscal .....	27
iii) Revertir el impacto en términos de intercambio sobre los mercados emergentes.....	27
iv) Anticiparse al encarecimiento del crédito en el mediano y largo plazo.....	28
v) Planificar el ahorro de las familias, las empresas y los gobiernos.....	29
vi) Fomentar una discusión internacional profunda sobre las políticas energéticas .....	29
vii) Evitar la tentación al proteccionismo por las economías desarrolladas.....	30
viii) Una discusión profunda sobre el desarrollo del hombre.....	30
ULTIMA PARTE:.....	34
Conclusiones .....	34
<b>ANEXO 1</b> .....	36
<b>Indicadores Claves seleccionados del</b> .....	36
<b>Reporte del Fondo Monetario Internacional 2008</b> .....	36

# MAPA DE LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL



**PRINCIPALES CAUSAS DE LA CRISIS FINANCIERA DEL 2007:**

Los fondos y los bancos de inversión vieron la oportunidad para ampliar el mercado hipotecario y transferir el riesgo a un mercado ávido de altos retornos como en décadas pasadas. Asumen el riesgo controlado por:

- 1) Garantía con el bien hipotecado.
- 2) Ley de los grandes números (muchos créditos implicaría al igual que una compañía de seguro tener un gran número de asegurados para que la probabilidad de que choquen "todos" al mismo tiempo sea cada vez "menor" a medida que aumenta el número de asegurados.

1

Los dos hechos sucedieron

2

**Sucesos claves concatenados**

- 1) Aumento de tasas crediticias.
- 2) Contracción de la industria.
- 3) Comienzo de desempleo.
- 4) Falla de los organismos reguladores y de control.

3

**Consecuencia:**  
Imposibilidad de las familias más riesgosas de poder pagar sus créditos

**Desenlace:**  
Default de las familias NSE más bajas.

**Desenlace:**  
Ajuste de los precios inmobiliarios con el fin de la abundancia USD.

**Desenlace:**  
Default de los instrumentos financieros (cuyos activos eran los créditos a las familias con colateral propiedad sobre valorada).

**Desenlace:**  
Default de bancos e instituciones financieras crediticias.

**Desenlace:**  
Default de bancos e instituciones inversoras.

¿Qué medidas tomar?

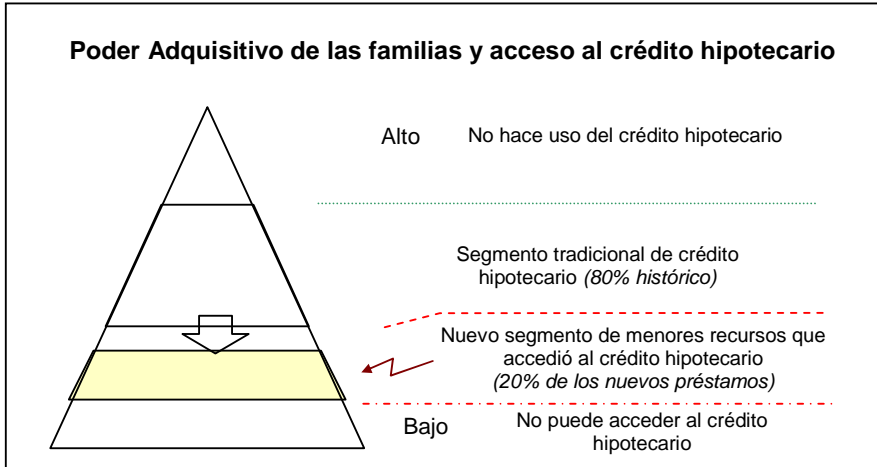
4

1) Recuperar la economía y la

5

2) Ir contra las garantías crediticias

6



**Problemas:**

- 1) Los Bancos Centrales envían dinero a los bancos privados para reactivar el crédito.
- 2) Pero los Bancos no prestan por miedo al default y prefieren prestarle al Estado.
- 3) Quien aumenta así su déficit a la vez que incrementa las políticas de inversión pública para reactivar la economía: hipotecando las futuras generaciones.

**Problemas:**

- 1) Al ajustarse su precio hacia abajo: la liquidación no cubre el crédito otorgado.
- 2) Además habría un profundo impacto social: la 5ta parte de los créditos fueron a familias de bajos recursos. Son las primeras en sufrir el desempleo y al quitarles la vivienda pueden caer en indigencia (preámbulo de crisis social y aumento del déficit).

## **Introducción**

Estimado lector: en primer lugar permíteme agradecerte por el tiempo que destinarás a dialogar sobre las oportunidades que tenemos frente a la actual crisis financiera; para ello te propongo que analicemos las principales causas que la provocaron y luego discutamos sobre los aspectos económicos, sociales y empresariales que no podemos dejar abordar en el corto plazo.

Antes de avanzar, permíteme exponerte que *la actual crisis financiera no es una crisis del capitalismo*; y si bien encontraremos muchas reacciones en este sentido: no tengo dudas que a la fecha el capitalismo continúa siendo la mejor alternativa que poseemos los seres humanos para desarrollarnos y realizarnos como individuos sociales y comunitarios.

Dicho esto: solo me resta invitarte a reflexionar y animarte para que me hagas llegar tus comentarios a [manuel.pereyra@iese.net](mailto:manuel.pereyra@iese.net)

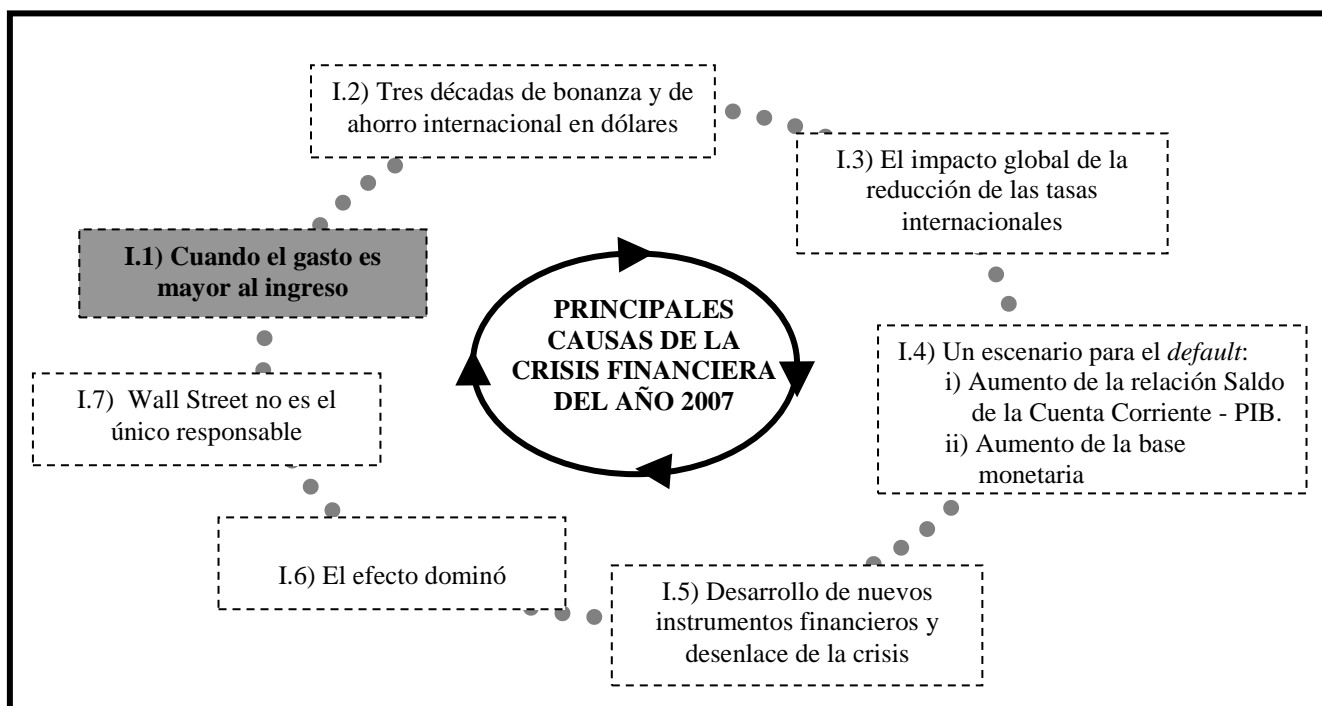
Me comprometo a reflexionar tu perspectiva y responderte a la brevedad.

*Manuel Pereyra Terra;*

*Abril de 2009*

A continuación encontrarás dos esquemas, el primero resume la propuesta de la parte uno del análisis y permíteme compartir contigo una moraleja del Prof. del IESE Antonio Argandoña que nos preparará para entender que somos hombres en el siglo XXI inmersos en una evolución del pensamiento económico: “A la vista de la historia de los últimos siglos, la mejor profecía que podemos hacer es que la crisis se repetirá, porque el hombre es el único animal que tropieza muchas veces con la misma piedra. Lo máximo que podemos esperar es que el próximo tropiezo tarde mucho en producirse, y que sus consecuencias sean menos negativas que la crisis actual” Argandoña, Antonio<sup>1</sup>.

## PRIMERA PARTE: *Antecedentes y causas de la crisis*



<sup>1</sup> Argandoña, Antonio., Panorama macroeconómico de la economía occidental y la crisis financiera, *Occasional Paper* IESE Business School, OP-160, 2009

## SEGUNDA PARTE: *La tentación al oráculo académico*

### II.1) ¿Cómo aprovechar la oportunidad que se presenta?

- i) La crisis es global pero asimétrica.
- ii) Sin optimismo es más difícil
- iii) Esperanza para tener éxito
- iv) Superar la crisis es luchar por el futuro
- v) Participación de todos los *stakeholders*
- vi) Proyectarse al mediano plazo

### II.2) ¿Qué empresas tienen mayor probabilidad de alcanzar el éxito en los próximos años?

- i) Desde una perspectiva financiera
- ii) Desde una perspectiva del sector
- iii) Desde una perspectiva del capital humano
- iv) Desde una perspectiva del aprendizaje

### CONCLUSIONES

- Gestión profesional de la ingeniería financiera de la empresa: *administrar el cash flow como lo hicieron los abuelos.*
- Valores sólidos bajo un paraguas ético que llene de orgullo a las personas.
- Liderazgo eficaz con un mensaje *positivo, creíble y realista.*
- Esfuerzo para ser innovadores y cada vez más productivos.
- Flexibilidad para adelantarse a los futuros escenarios.
- Asimilar que la responsabilidad es del conjunto de los habitantes y no del gobierno de turno.
- Rápidas políticas de sostén para quienes van al desempleo
- Alivianar carga fiscal a las empresas y mensaje a inversores internacionales.
- Reconstruir la confianza para que el crédito fluya hacia las empresas y las familias.

### II.3) Aspectos claves del entorno macroeconómico a gestionar para salir adelante

- i) Socorrer al sistema financiero
- ii) Detener el endeudamiento fiscal
- iii) Anticiparse al encarecimiento del crédito
- iv) Planificar el ahorro familiar y de empresas
- v) Fomentar una discusión internacional energética
- vi) Evitar el proteccionismo de economías desarrolladas.
- vii) Discusión profunda sobre el desarrollo del hombre.

## **PRIMERA PARTE:**

### *Antecedentes y causas de la crisis*

En el diccionario de la Real Academia de la Lengua Española, la palabra crisis proviene del latín *crisis*; y refiere al momento decisivo de un negocio grave y de consecuencias importantes. En este sentido: crisis financiera referirá a una situación en la que están en peligro de desaparecer un importante número de instituciones en el mundo, a tal punto que pueden comprometer el funcionamiento del sistema económico global.

La actual crisis financiera, al igual que todas las anteriores que hemos visto, no posee un único hecho que la provoca sino un conjunto de sucesos concatenados por uno o más factores. El objetivo del presente documento es comprender las principales causas que nos llevaron al actual contexto, y a partir de ellas mirar hacia adelante para que las empresas maximicen sus fortalezas y puedan explotar eficientemente sus ventajas competitivas al momento de salir del actual contexto financiero, comercial y económico.



## **I.1) Cuando el gasto es mayor al ingreso**

Una de las causas principales de la crisis financiera fue la evolución creciente del déficit del gobierno de los Estados Unidos. En este sentido, el Prof. de *Princeton University* Paul Krugman, en el año 2003 publicó el libro *The Great Unravelling* (el gran engaño); cuya tesis giró en torno a que el déficit acumulado por la administración Bush -debido al recorte de impuestos y al aumento del gasto público provocado esencialmente por la guerra- sería insostenible y llevaría al país a una crisis financiera.

Paralelamente, como veremos más adelante, el déficit se exacerbó en la última década no solo por un aumento desmedido del gasto, sino además por una contracción del ahorro de los países, provocado fundamentalmente por políticas llevada a cabo por la Reserva Federal en los Estados Unidos, que fueron imitadas por los Bancos Centrales de Europa y Japón generando un ambiente propicio para la desestabilización global.

## **I.2) Tres décadas de bonanza y de ahorro internacional en dólares**

El largo viento de popa de los años ochenta, noventa y dos mil (posteriores a la crisis del petróleo de los setenta), fue en gran parte producto del ajuste de los ochenta. Estas medidas correctivas determinaron períodos de expansiones largas, recesiones suaves y tasas de inflación bajas en los países de economías desarrolladas.

No obstante ello, al mirar con mayor detenimiento esta época: veremos grandes sobresaltos económicos que fueron controlados a medida que se sucedían. Experimentamos la caída de las bolsas en 1987, el fin del milagro Japonés a comienzos de los noventa, el sistema monetario europeo (1992-1993), la crisis de México de 1994, la crisis asiática de 1997, Brasil y Rusia en 1998, la explosión de la burbuja *punto com* en el año 2000 y el default de la Argentina en el año 2001. Sin embargo a pesar de las crisis mencionadas: el conjunto de los países miembros de la OCDE crecieron a un ritmo del 3% anual en el período 1984 - 2006<sup>2</sup>.

La ausencia de profundos vaivenes económicos, debido esencialmente a dos factores: a) por un lado la rebaja de las tasas de interés mundial producto de la abundancia de ahorro global (en este período a los tradicionales países de familias ahorristas Alemania y Japón se le sumaron los ahorros gubernamentales de países emergentes relevantes como China e India); y por otro lado en segundo lugar (b) una política monetaria expansiva de los Estados Unidos - que no derivó en un contexto inflacionario gracias al incremento de la mano de obra dispuesta a trabajar a baja remuneración proveniente del bloque comunista - explica el hecho de que la inflación en los Estados Unidos fuese del 2,4% y del 1,9% en la zona Euro para el período 1995 – 2007.

---

<sup>2</sup> Cfr. Argandoña Antonio (2009) <http://www.iese.edu/research/pdfs/OP-0163.pdf>

Con lo cual: en un contexto de abundancia de ahorro internacional, altas tasas de crecimiento global e inflación controlada por factores exógenos: los bancos centrales no tuvieron la necesidad de incrementar las tasas de interés sino que por el contrario: las bajaron aún más, abonando de esta manera el período de fertilidad económica. (Ver anexo 1: situación de los bancos en los Estados Unidos)

Esta situación tiene como desventaja que puede derivar en lo que finalmente sucedió: la creación de burbujas especulativas, o lo que es lo mismo: el incremento de los precios de determinados activos sin una justificación a través de las variables fundamentales que luego se ajustan de manera abrupta.

### **I.3) El impacto global de la reducción de las tasas internacionales**

A fines de los noventa explotó la burbuja de las empresas *punto com* en los Estados Unidos y para recuperar la economía la Reserva Federal optó por bajar drásticamente las tasas de interés llevando en un solo año la tasa de los fondos federales de  $6^{1/2}$  a  $1^{3/4}$

Al situar las tasas en el orden del 1% anual (período el 2003 y 2005) el desenlace fue un incremento de la deuda de las familias de los países desarrollados y un incremento de su consumo, de modo que la medida tomada fue eficaz e hizo crecer la economía de un modo sostenible<sup>3</sup> producto del crecimiento del consumo interno; pero a la vista de lo sucedido en el mercado financiero internacional hoy podemos aprender que no fue una medida eficiente al fracasar los sistemas de control de los organismos responsables de ello.

La consecuencia de la reducción de las tasas posee dos aristas, una por el lado de la oferta y otra por el lado de la demanda.

- a) Por el lado de la demanda se aprecia un fuerte endeudamiento de las familias e incremento del gasto, en muchos casos más allá de sus posibilidades económicas, producto de la estabilidad proyectada por los bancos que ofrecían tasas fijas a largo plazo. Así: las familias pudieron endeudarse a una tasa de un dígito con plazos de hasta cinco décadas; lo cual naturalmente derivó en una burbuja inmobiliaria, ya que según los reportes de BBVA de entonces “una década era el promedio de ingresos que una familia necesitaba para adquirir una vivienda”. Al quintuplicarse la fuente de ingresos familiar por el nuevo crédito de largo plazo, la nueva demanda sencillamente presionó los precios inmobiliarios al alza. El desenlace natural fue un “incremento del precio de la vivienda entre 1997 y 2007 del 401% en Sudáfrica, 220% en Irlanda, 195% en España, 174% en Australia, 150% en Suecia y Francia; además de superar el

---

<sup>3</sup> Año tras año se felicitó al presidente del FED por su gestión y altos retornos en Wall Street, lo destaco porque en la actualidad Alan Greenspan es cuestionado por las políticas monetarias que emprendió, y si bien reconoce que hubo una falencia de los organismos de control al depositar en el mercado una responsabilidad que no le correspondía como la

100% en los Estados Unidos en dicho período” (Argandoña 2009). Ver Anexo 1.1: Evolución del endeudamiento de las familias.

- b) Por el lado de la oferta monetaria el factor determinante fue la presión de los accionistas para obtener altas tasas de retorno para sus colocaciones. Esta avidez sencillamente llevó al desarrollo por parte de los agentes financieros a inversiones cada vez más rentables, y naturalmente más riesgosas. El contexto *gambling*<sup>4</sup> desatado entre fines de los noventa y mediados del dos mil fue propiciado por el surgimiento de un nuevo agente con dinero: las familias de clase media norteamericana que no eran inversoras sino apostadoras en lo que pasó a ser la ruleta de la bolsa de valores.

En este punto se aprecia una vez más la falla de los organismos de control al permitir sin reparos el cambio de razón de ser de la bolsa de valores, que veía como sus miembros aceptaban gustosamente el enorme flujo de capitales puramente especulativo proveniente de los ahorros familiares (y en consecuencia muy corto placista), dejando de lado la misión de la bolsa de ser el motor de la economía para financiar proyectos empresariales de largo plazo y construir valor en la sociedad generando bienes, trabajo y empleos<sup>5</sup>.

El contexto fue entonces propicio para dar rienda suelta a la creatividad de los agentes financieros, quienes desarrollaron inversiones cada vez más rentables, naturalmente incrementando el riesgo de las mismas; por lo que a medida que las necesidades de las clases medianas y altas se fueron satisfaciendo: el descremamiento<sup>6</sup> de mercado se hacía necesario para alcanzar los sectores con menores recursos, y sencillamente se avanzó otorgando créditos a las clases que otrora no podían acceder a ellos (figura 3).

---

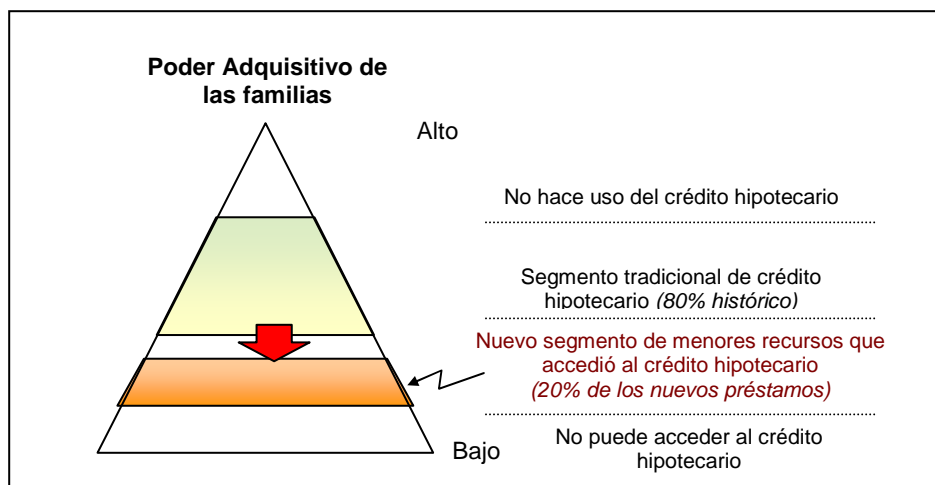
regulación del sistema financiero: seríamos inconsistentes si no reconociésemos que todo el mundo financiero lo aplaudió por los resultados que se obtenían año tras año en Wall Street entonces; me incluyo.

<sup>4</sup> Expresión en inglés que manifiesta el modo de vida del apostador, usualmente de cartas.

<sup>5</sup> Al dejar a tras la bolsa de valores su misión de ser una fuente de enlace entre el accionista y la sociedad a través de la empresa que produce bienes y brinda trabajo, y convertirse en un casino donde las familias compran y venden acciones sin el objetivo de largo plazo de desarrollo de la sociedad: el desenlace es fatal. El enorme capital disperso en millones de decisores (familias de clase media norte americana) que entran y salen de las acciones con poco sentido social de largo plazo y puramente especulativo cortoplacista, implica que ante una estampida las posibilidades de control de todas estas familias es sencillamente imposible, como se evidenció en 1929; por lo que desafortunadamente los organismos de control fracasaron en no manifestar que se cometía el mismo error que a principios del siglo XX. De todos modos, al preguntarnos de quién es la culpa, deberíamos responder: *de todos los stakeholders!*

<sup>6</sup> Término empleado en marketing que refiere a la modalidad empresarial de ir satisfaciendo las necesidades de los consumidores de clases altas primero, luego cuando éste segmento de mercado se colma bajar al escalón socio-económico que le sigue; y así sucesivamente. Esta modalidad fue puesta en práctica inicialmente a principios de los setenta por la empresa Texas Instrument (Kotler 2003)

**Figura 3 – El 20% de los nuevos créditos hipotecarios fue otorgado a familias de recursos bajos.<sup>7</sup>**



#### **I.4) Un escenario propicio para el *default***

##### **i) Aumento de la relación Saldo de la Cuenta Corriente PIB.**

En el contexto global de dinero barato el impacto de mas gasto y menos ahorro fiscal fue relevante en las Cuentas Corrientes de los gobiernos y fue creciendo año tras año.

En los Estados Unidos en el período 2003-2007 el saldo promedio de la Cuenta Corriente fue del 5,8% del PIB; mientras que en Australia alcanzó el 5,4% y en Islandia cifras preocupante como el 11,6%.

##### **ii) Aumento de la base monetaria internacional dólar.**

El nuevo escenario económico tuvo además un impacto relevante en la máquina impresora estatal de dólares en los Estados Unidos; la demanda explosiva obedece sus causas a dos razones fundamentales:

- a) Por un lado los países productores de petróleo comenzaron a demandar la moneda norteamericana como salvaguarda de ahorro seguro, a la vez que lograban tener mayores posibilidades de compra de esta por el aumento del precio internacional de su materia prima. El precio del barril de petróleo evolucionó de USD 20 en 1998 a USD 147 una década mas tarde. Las consecuencias se apreciaron de manera inmediata en países del tercer mundo, donde por ejemplo el presidente de Venezuela

<sup>7</sup> Cfr. Cfr. Argandoña Antonio (2009)

Hugo Chávez pasó a tener una caja de petrodólares que le permitió influenciar en la región de una manera relevante (The Economist<sup>8</sup>).

b) En segundo lugar, el dólar también fue muy bien recibido por economías emergentes que crecieron a tasas explosivas (particularmente China y sus proveedores de materias primas y alimentos). Estos países no solo buscaron en el dólar un ahorro seguro sino que además para evitar la apreciación de su moneda local con el crecimiento económico debieron comprar masivamente la moneda norteamericana presionando así a su demanda.

En este escenario de abundancia de ahorro global internacional e incremento del circulante dólar los principales agentes inversores del primer mundo vieron en los países emergentes –especialmente en los proveedores de materias primas para China como alimentos, minerales y petróleo - una oportunidad para volver a obtener altas rentabilidades semejantes a las cifras de dos y tres dígitos que recibían en la era *punto com*; por lo que destinaron su capital hacia dichos mercados.

La consecuencia de este escenario internacional fue un contexto sumamente favorable para las economías emergentes (EME), quienes recibieron en los últimos años un flujo de fondos creciente. Desafortunadamente en la mayoría de los países latinoamericanos este flujo de fondos se empleó para incrementar el gasto público y propiciar gobiernos de corte populista en lugar de aprovechar el contexto favorable y desarrollar capacidades productivas mas eficientes para el futuro.

## **I.5) Desarrollo de nuevos instrumentos financieros y desenlace de la crisis**

En el océano de altos retornos de las inversiones y abundancia de ahorro global: los bancos y fundamentalmente las entidades financieras de inversión, aprovecharon el momento para desarrollar títulos valores de alta rentabilidad (y por supuesto alto riesgo) de una manera ingeniosa; trasladando el riesgo al mercado inversor que deseaba asumirlo como es la razón de ser una institución intermediaria.

Con el objetivo de quitarse el riesgo *sub-prime* generado al ir prestando a familias con mayor riesgo de *default* se elaboraron instrumentos financieros con colaterales de inestable calidad y alto riesgo: los préstamos hipotecarios otorgados a familias con baja capacidad de repago. Éstos nuevos créditos significaron la quinta parte del total de los préstamos del sistema hipotecario<sup>9</sup>, de modo que al subir las tasas de intereses y al contraerse la economía y comenzar el desempleo: las cuotas de las hipotecas comenzaron a dejar de pagarse porque los nuevos intereses estaban más allá de las posibilidades de las familias endeudadas, de modo que

---

<sup>8</sup> [http://www.economist.com/displayStory.cfm?Story\\_ID=E1\\_TDNVNDG](http://www.economist.com/displayStory.cfm?Story_ID=E1_TDNVNDG) Accedido On Line 24/04/09

<sup>9</sup> <http://www.nytimes.com/2009/03/23/opinion/23krugman.html> Accedido On Line 26/03/09

sencillamente comenzó un espiral de Arquímedes<sup>10</sup> de incobrables en las familias con menos recursos, que encendió el polvorín y llevó a perder cuantiosas sumas a los agentes que habían invertido en dichos instrumentos.

Otro de los problemas vividos en este contexto fue la calificación de los colaterales a los títulos emitidos por las instituciones de inversión; evidenciando en este aspecto una vez más el fracaso de los organismos de control.

Al construirse títulos con diferentes riesgos se ofreció una mezcla al inversor inexperto tan absurda como poner una mano en dos cubos, uno repleto de agua con hilo y el otro con agua hirviendo, con la premisa de que en el promedio la temperatura era agradable. Naturalmente que eso sucede solo si las aguas están mezcladas, de otro modo se congelará una mano y tendrá una quemadura de primer grado en la otra. Cabe destacar que este riesgo lo vieron muy pocos académicos, ya que el *momento* era para ser positivos y maximizar las rentabilidades en lugar de ser alarmistas<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> Curva generada por la combinación de dos movimientos uniformes: uno rectilíneo y otro simultáneamente rotacional. Es la curva que por ejemplo describiría una persona al caminar sobre una tabla que rota fija en un extremo, mientras se aleja de dicho punto hacia el otro extremo.



Espiral de Arquímedes <http://mathworld.wolfram.com/ArchimedeanSpiral.html> Accedido On Line 08 Abril

2009

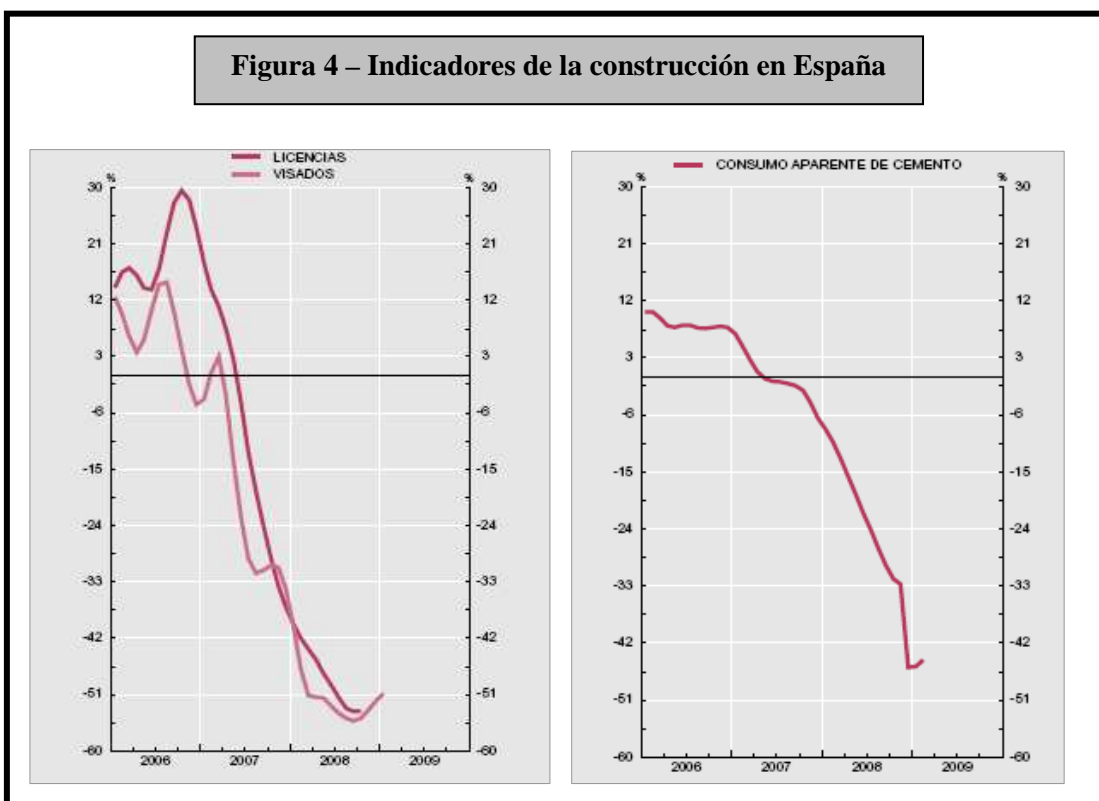
<sup>11</sup> Veamos lo sucedido a través de un ejemplo con un título cuya promesa de valor final a 10 años es de USD 1.000. Si ese título está compuesto en un 20% por USD 200 de créditos a familias de clase alta que poseen una baja morosidad: esa parte será calificada "A". Luego supongamos hay un el 30% (USD300) que es prestado a familias de menor solvencia y mayor morosidad, ésta cuota parte se calificará "B"; Y así sucesivamente hasta ir armando un portafolio cuyo valor final de los títulos emitidos sea de USD 1.000 a 10 años. La belleza del sistema financiero es que el bono se comercializará como de "bajo riesgo" (A); naturalmente que advirtiéndole al inversor que podrá adquirir tres partes de este título: I, II y III, con tasas de retorno ( $K_i$ ) diferentes, ya que los títulos obviamente tienen riesgos diferentes; por lo que el 20% del A ofrecerá un  $K_I$ ; luego el 30% B ofrecerá un  $K_{II}$ ; y finalmente el 50% restante del C un  $K_{III}$ ; donde  $K_I < K_{II} < K_{III}$ .

Por supuesto que el inversor necesita los rendimientos que promete el 50% del III, y como un título de bajo riesgo (A), una vez más nos encontramos frente a la maravilla del sistema financiero que nos permite utilizar la inteligencia para ganar más que aquellos pobres mortales que trabajan 8 horas por día porque no son tan inteligentes como yo que invierto en la bolsa y gano dinero sin trabajar.

## I.6) El efecto dominó

Finalmente, no ha sido menor el efecto dominó que la crisis hipotecaria ha tenido sobre la economía real provocando una fuerte contracción del sector inmobiliario y de la construcción; sectores económicos que constituyen el resguardo natural de las familias menos propensas a tomar riesgos con sus ahorros. Usted como inversor, si los bancos quebrasen: ¿dónde invertiría para al menos mantener su riqueza?

Un reflejo de este impacto sobre la economía doméstica mundial se observa en lo sucedido en la economía española y el des aceleramiento del sector inmobiliario.



Fuente: Informe Banco Central de España, Diciembre 2008<sup>12</sup>

<sup>12</sup> Baco Central de España. Accedido On Line 27/04/09. Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento en España. Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 7, 8 y 9.

## I.7) Wall Street no es el único responsable

Luego de lo expuesto, resulta concluyente que no hay un único o principal responsable del colapso; no obstante ello es común encontrar posiciones como las de Stiglitz<sup>13</sup> que sostiene que las raíces de la crisis están en que los Estados Unidos quisieron imponer su sistema financiero. Estas aseveraciones son extremas y erróneas. No existe un único culpable ya que entre otros aspectos los Bancos Centrales del resto del mundo fueron quienes imitaron la política de bajar tasas e incrementar el déficit de las cuentas corrientes en sus naciones; quiero creer que los gobiernos de los países con economías desarrolladas del siglo XXI son lo suficientemente autónomos para cumplir su rol de proteger a sus ciudadanos.

En igual sentido cuando Stiglitz asevera que “el mercado financiero norteamericano asignó cientos de miles de viviendas que estaban más allá de la capacidad de pago de esas personas. No administramos el riesgo sino que lo creamos” también discrepo, porque un sistema no asigna un crédito, quienes los otorgan son las entidades con nombre y apellido; en consecuencia el error no es el fracaso del sistema financiero por el crédito otorgado sino el querer cambiar las reglas del mercado libre en beneficio de unos pocos. Esto mi estimado lector no es capitalismo y la frase acuñada por quienes critican el liberalismo “la crisis financiera evidenció que en las pérdidas los Estados Unidos son socialistas pero en las ganancias son Capitalistas” refleja el sentimiento global en este nuevo error de los organismos de control. En esta línea de pensamiento es oportuno entender que un valor de un bien nunca está sobre valorado o subvaluado si existe un número relevante de transacciones que lo respaldan; ya que el valor de mercado es el que surge de las expectativas de los agentes en un momento  $t_0$  específico.<sup>14</sup>

En otra afirmación que resume el sentimiento de muchos ciudadanos Stiglitz menciona también como causa relevante de la crisis a que “los malos sistemas de incentivos llevan a malos retornos. El retorno neto del sistema financiero norteamericano desde 2004 en adelante fue negativo. Y aun así los CEOs de estos bancos se han ido con millones de dólares. Hubo falta de transparencia en productos financieros que debían administrar el riesgo. Al lado de esto, los problemas de falta de transparencia que alguna vez le reprochamos a Asia Oriental se ven triviales”. En este sentido coincido con que la falta de control de las entidades estatales que tenían esa misión, sumado a los problemas de gobernabilidad corporativa de las empresas derivó en una secuencia de fallas masivas de los sistemas de control que nos pusieron en esta precaria situación global. Revisar los sistemas de control y unificar estándares y criterios internacionales es el gran desafío. ¿Es el FMI la institución idónea para ello?

---

<sup>13</sup> [http://ar.hsnglobal.com/interior/index.php?p=imprimir\\_notas&idNota=37728](http://ar.hsnglobal.com/interior/index.php?p=imprimir_notas&idNota=37728) Accedido On Line 15/03/2009

<sup>14</sup> Esto es importante de comprender porque si el precio de una casa desciende una vez que la he comprado, al momento de comprarla el banco me otorgó el crédito en función de lo que dicha institución pronosticaba que valía el bien: “con la información que poseía en  $t_0$  y proyectaba para  $t_{+1}$ ”. Este error es muy común y mucha gente cree que una decisión es errónea por el resultado de la misma, y no es así: una decisión es acertada o no lo es si se tomó adecuadamente con toda la información en  $t_0$ , no por el resultado favorable o desfavorable de la misma en  $t_{+1}$ .



## SEGUNDA PARTE:

### *La tentación al oráculo académico*

#### **II.1) ¿Cómo aprovechar la oportunidad que se presenta?**

##### **i) Comprender que la crisis es global pero asimétrica.**

Probablemente las tasas de crecimiento global no vuelvan a crecer a los ritmos de la década pasada por varios años más; sin embargo conviene tener presente que esta crisis es global pero *asimétrica*; es decir que hay sectores de la economía que continuarán creciendo a tasas de dos dígitos, e incluso tres.

Por ejemplo si mi negocio es construir carreteras sin duda debería estar en China donde el país continuará creciendo al 9,5% al año hasta el 2020 (*The Economist Business Report*, 2008) y las provincias poseen una alto ratio Población / Superficie que potenciarán la industria de las autopistas y carreteras.

En la China actual las provincias construyen un sistema de arterias de comunicación más vertiginoso que los Estados Unidos en el siglo XIX (Cfr. Bregolat, Eugenio 2008)<sup>15</sup> ; de modo que las posibilidades son

---

<sup>15</sup> Bregolat Eugenio. La segunda revolución China. Ediciones Destino 2008.

maravillosas para aquellos empresarios que se encuentren en el sector adecuado y lleven a cabo su trabajo con profesionalidad y responsabilidad competitiva.

## **ii) Ser optimistas porque el desafío es alcanzable**

Salir exitosos de este escenario adverso es perfectamente posible. En este sentido vuelvo al ejemplo de Europa: un continente que ha vivido momentos literalmente devastadores y complejos pero que gracias al conjunto de empresarios, medios de comunicación, gobiernos, gremios y sobre todo su población: han reflexionado y construido un futuro mejor para las generaciones futuras. En este sentido probablemente Alemania sea el mejor ejemplo de ello y la reconstrucción de Alemania del Este es el fiel reflejo del carácter europeo para superar las adversidades mas atroces en tiempos records (derribe del muro de Berlín 1989 – Reunificación de Alemania 1990).

Por otro lado, también los Estados Unidos han demostrado ser una nación pujante y capaz de recuperarse de reveses como la crisis de 1929, Pearl Harbor ó incluso Vietnam. Un país construido sobre pilares sumamente fuertes como la igualdad del hombre, la libertad y la democracia, naturalmente que lleva a tener una sociedad capaz de desarrollar una academia líder en él plantea que busca permanentemente la verdad. Estados Unidos es una nación que posee la gran cualidad de mirarse a sí mismo y ello es una enorme fortaleza, pues solamente siendo sincero con uno mismo se es capaz de aprender de los errores propios y mirando al frente se puede avanzar, de otro modo la sociedad se estanca y cada cambio de gobierno se convierte en un revisionismo histórico para culpar al gobierno predecesor de tu incompetencia, práctica habitual en muchos países emergentes.

## **iii) Sin esperanza es más difícil tener éxito**

Sin esperanza y sin optimismo difícilmente hay inversión de modo que los empresarios deben ser optimistas y confiar en sus instintos de que el futuro en breve será mejor; para ello deben cultivar y sacar a flote esa esperanza innata que los diferencia de otras profesiones y que los hace temerarios y a la vez amantes de los desafíos.

Ahora bien: un empresario no es solamente aquel que posee una expectativa de un futuro mejor y logra maximizarla; esto motiva al empresario audaz, pero tenemos innumerables ejemplos a lo largo de la historia de que lanzarse al ruedo empresarial solo con esperanza y sin tener un adecuado plan de negocios es por lo menos un acto demencial y preámbulo de fracaso estrepitoso; por lo tanto “optimismo e ilusión si: pero con un buen *business plan*”.

#### **iv) Superar la crisis es una llamada a construir un futuro mejor**

Probablemente el mayor daño que la crisis podría provocar a nuestra sociedad sería congelar a los empresarios y no permitirles avanzar en su razón de ser: la lucha por nuevas oportunidades de negocio; pero esa hipótesis por suerte es totalmente absurda. He tenido la suerte de tener en mis clases personas brillantes y emprendedoras, y muchas veces daría todo por tener la mitad de la valentía de estos empresarios. El común denominador de todos ellos fue tener una clara visión de a donde querían llegar y supieron como comunicarlo, por lo que lograron comprometer y embarcar en el sueño a sus colegas. Por este motivo es tan importante construir una visión al 2020 ó 2025; luego entonces –en caso de ser necesario- podrá redireccionar sus naves hacia ese futuro.

En este contexto de desafío e incertidumbre es imprescindible verse al espejo para recordar que ser empresario no es otra cosa que luchar contra la adversidad donde otros no han querido, no han podido o sencillamente no han sabido hacerlo. Cuánto antes lo recuerde, antes saldrá del pantano.

*En este contexto de desafío e incertidumbre es imprescindible verse al espejo para recordar que ser empresario no es otra cosa que luchar contra la adversidad donde otros no han querido, no han podido o sencillamente no han sabido hacerlo. Cuánto antes lo recuerde, antes saldrá del pantano.*

Las crisis siempre han sido el mejor escenario para los empresarios exitosos, por ello: aquellos que antes recuerden como fueron sus tiempos de inicio, cuando los flujos de fondos del día a día no le alcanzaban para cubrir los cheques y debía ingeniárselas para ir bajando cada vez mas sus costos pidiendo dinero por aquí y por allá: serán los que enfrentarán la crisis más rápido y lograrán salir fortalecidos para los próximos años del enorme crecimiento mundial que nos esperan en la próxima década.

#### **v) La necesaria participación de todos los stakeholders<sup>16</sup>**

Otro factor clave para salir adelante con éxito es la motivación de esfuerzos conjuntos de accionistas, asociaciones empresariales, industriales y profesionales, clientes, competidores, comunidades donde la empresa tiene operaciones y donde no, empleados, familia, gobiernos internacionales, nacionales, locales o regionales, inversores, ONGs, propietarios, proveedores a la empresa, sindicatos...todos!

---

<sup>16</sup> Strategic Management: A Stakeholder Approach”, (Pitman, 1984). Stakeholder refiere a los agentes que pueden afectar o son afectados por las actividades de una empresa.

Los impulsos motivacionales que necesitamos hoy día, por más pequeños e insignificantes que parezcan, al igual que las grandes cosas: son sencillamente sumatorias de pequeños empujes. Si entendemos que a través de esfuerzos conjuntos seremos capaces de fortalecer las bases de nuestras futuras generaciones: les heredaremos pilares fuertes sobre los que desarrollarán su economía. Es algo tan irracional en el hombre actual como sembrar para que otros recojan los frutos. ¿Era irracional la Madre Teresa?

Nosotros, desde las Escuelas de Negocios, tenemos una gran responsabilidad en estos momentos de acompañar y aconsejar si es necesario a los empresarios que necesiten un ámbito de reflexión para salir fortalecidos de este contexto: por ello cuenten con esa ventaja en sus comunidades y acérquense a las Universidades cuya misión es servir a los empresarios.

#### **vi) proyectarse al mediano plazo**

El camino para salir de la crisis depende de la buena voluntad de los empresarios; en este sentido el punto de partida es reconocer que hay condiciones favorables, y permítanme adelantarles que éstas no existían anteriormente.

Por ejemplo en Europa las condiciones macroeconómicas son muy positivas: hay estabilidad, la inflación es baja, la moneda posee cierta predictibilidad y además se encuentra consolidada en el Euro.

Por otro lado también el mercado común europeo ha derivado en la creación de empresas antes impensables para estos países. Veamos el caso de Irlanda y España donde hay empresas que hoy son líderes en el mundo y antes del mercado común sería impensable que eso sucediese: software, tecnología de la información, automóvil y moda son claros ejemplos de este nuevo escenario. Atrás quedaron los toreros y los destiladores de whiskeys; sin embargo el desafío es si los empresarios europeos están prontos para creer que pueden ser referentes globales; para ello deben invertir más para fortalecer sus ventajas competitivas y salir de esta crisis fuertemente posicionados.

Por otro lado, parte de la proyección a 2020 será revisar la visión de la empresa. Proyectarse al futuro es jugar un par 3 con un hierro 7 y tener esa sensación antes del tiro de ver la pelota entrando en el hoyo en *eagle*<sup>17</sup>. Para lograrlo: tenemos que tener claro qué debemos hacer, y además hacerlo.

---

<sup>17</sup> *Eagle* (águila en inglés) es la denominación a dos golpes bajo par. Saint Andrews golf rules <http://www.standrews.org.uk/golf/index.html> Accedido on Line 24/04/09

## **II.2) ¿Qué empresas tienen mayor probabilidad de alcanzar el éxito en los próximos años?**

Las organizaciones con mayor probabilidad de éxito para salir de esta crisis son aquellas que poseen un fuerte proyecto en común y valores compartidos para enfrentar la adversidad.

*Las organizaciones que tienen mayor probabilidad de éxito para salir de esta crisis son aquellas que poseen un fuerte proyecto en común y valores compartidos.*

Las empresas cuyos líderes sean capaces de transmitir eficazmente una visión clara y realista de su empresa frente a la situación actual y logren convencer a sus colegas respecto a la forma en que aprovecharán las oportunidades cuando el mercado comience a crecer sectorialmente antes que globalmente<sup>18</sup> tendrán mas probabilidad de sobresalir.

A continuación se analizan las principales perspectivas para alcanzar dicho objetivo:

### **i) Desde una perspectiva financiera**

Las empresas que tendrán éxito en la próxima década serán aquellas que logren financiarse y consolidar su posición de caja en esta etapa de adversidad.

Las firmas cuyos gerentes financieros sean lo suficientemente hábiles para des-apalancarse sin traumas operativos, y a la vez logren mover capital hacia las necesidades estratégicas de la ventaja competitiva de la próxima década: serán las que rápidamente ganarán mercado sobre sus competidores que demoren en superar las debilidades financieras que les dejarán los años 2007 a 2009 de recesión.

La sugerencia entonces es que los empresarios maximicen las posibilidades que la ingeniería financiera otorga y se concentren en el cuidado del flujo de fondos.

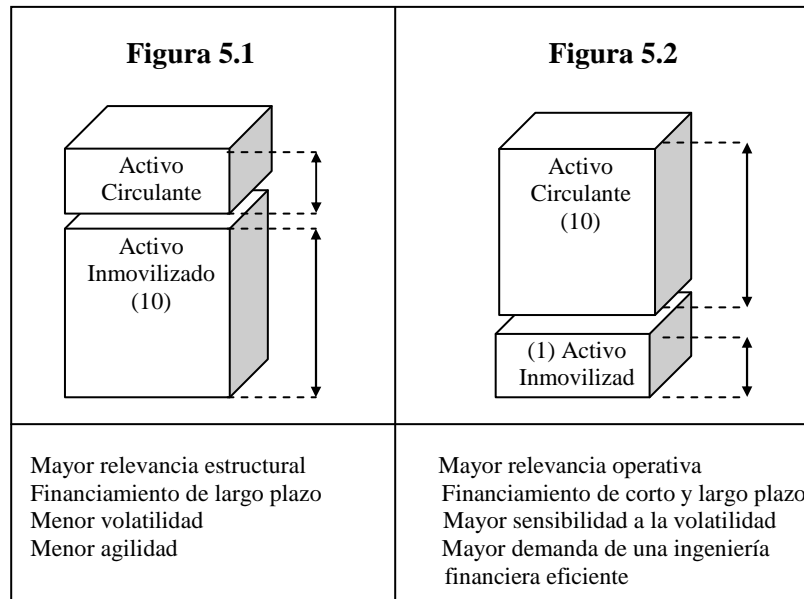
El punto de partida para una adecuada gestión financiera será diferenciar los recursos operativos (activos corrientes) de los estructurales (activos no corrientes). La toma de decisiones directivas demanda conocer la situación presente; ya que no será lo mismo una empresa cuya relación estructural sea de 10 a 1 respecto a la operativa (figura 5.1) que una empresa donde la relación sea inversa 1 a 10 (figura 5.2). Las decisiones de

---

<sup>18</sup> Cuando el crecimiento es global las empresas *llegan tarde* y muchas ya han perdido la oportunidad para diferenciarse y consolidarse en una posición; ó para lograrlo deben destinar mayores recursos económicos una vez establecida la competencia internacional.

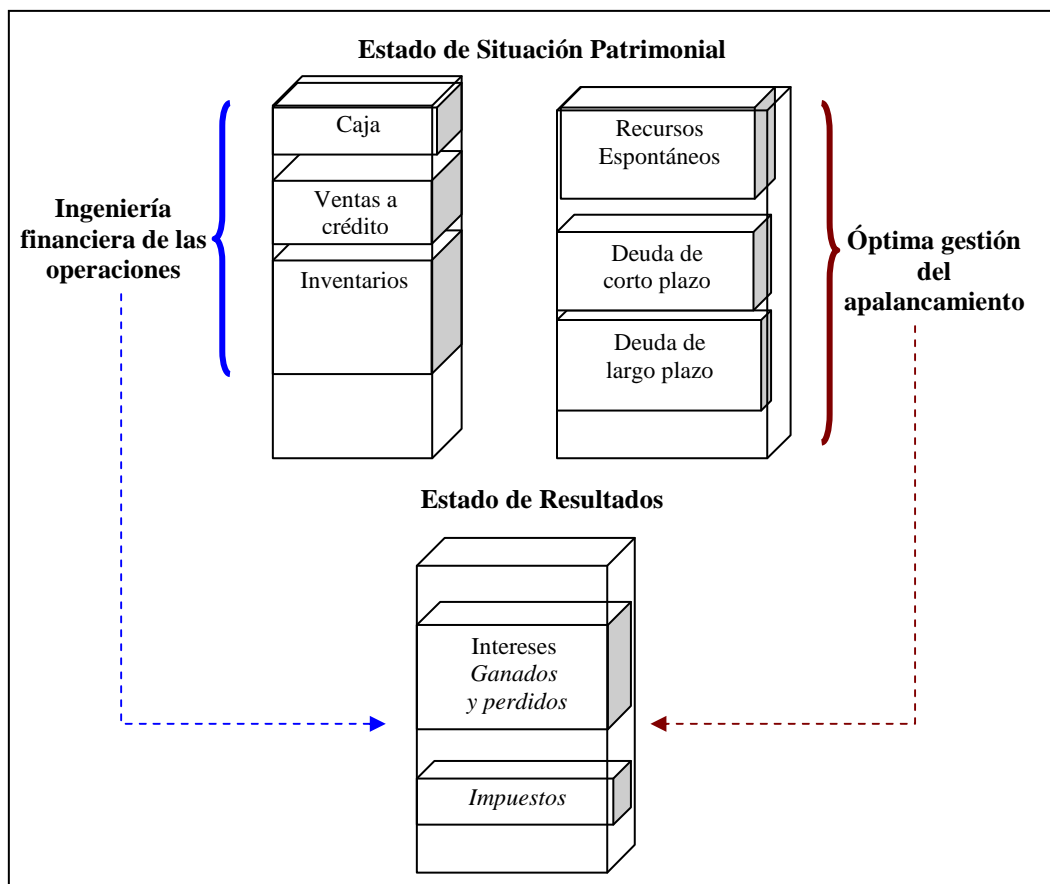
financiamiento serán diferentes y sobre todo el riesgo a las variaciones del mercado serán habitualmente mucho mayores en el segundo caso.

**Figura 5: Gestión financiera operativa versus estructural**



La eficiente gestión de sus recursos operativos (esencialmente caja, ventas a crédito e inventarios), sumada a las políticas de des-apalancamiento (estructural u operativo) que la empresa adopte: condicionarán los músculos de la empresa para llegar en los primeros puestos de la carrera del 2010, ó quedarse en *boxes*.

**Figura 6 – Ingeniería financiera de las operaciones y des-apalancamiento de la empresa**



## ii) Desde una perspectiva del sector económico

Con respecto a qué industrias tienen mayor probabilidad de éxito en los próximos años la opinión se encuentra dividida.

Naturalmente que los industriales alegan que los países deben volver a las raíces industriales que les otorgó otrora una fuerte ventaja competitiva para hacer crecer la economía en torno a ellos, como la Alemania de principios de siglo XX; sin embargo las cámaras no industriales sostienen que la diferenciación vendrá precisamente por el lado de la alta calidad en el servicio que demandan consumidores cada vez más informados y exigentes de un mundo donde la velocidad de la información es cada vez mayor gracias a fenómenos como Facebook o Google que alcanza más de 18 millones de búsqueda por minuto y 113 millones de personas que poseen Gmail frente a 283 millones de Hotmail y 274 millones de Yahoo<sup>19</sup>.

<sup>19</sup> <http://news.bbc.co.uk/2/hi/technology/7907583.stm> Acceso público gratuito el 31/03/2009.

De todos modos: sea del sector industrial o de servicios lo relevante será que las empresas sepan maximizar sus ventajas competitivas y puedan diversificarse en lugar de focalizarse en este contexto.

*Lo relevante será que las empresas sepan maximizar sus ventajas competitivas y puedan diversificarse en lugar de focalizarse en actual contexto.*

### **iii) Desde una perspectiva del capital humano**

Las empresas que primero logren volver a sus raíces fundacionales, es decir a las del esfuerzo, a la de los fundadores, a la del abuelo que trabajaba de sol a sol y cuidaba sus gastos para poder llevar dinero a su familia: ésas serán precisamente las que antes se recuperen.

En este sentido: quienes logren volver al entusiasmo y al atractivo que solo se vive con la adversidad de los primeros tiempos saldrán mejor preparadas de esta crisis; sin embargo aquellas que quieran volver a la nostalgia previa al 2006 que determinó empresas exitosas por factores exógenos sin duda fracasarán porque el mundo no volverá a ser igual.

Respecto a una perspectiva del comportamiento organizacional, confío en que lograrán mejor desempeño aquellas empresas que sean capaces de:

- retener y potenciar sus talentos,
- logren crecer en innovación, y
- sean capaces de generar los espacios de libertad necesarios para que convivan la colaboración entre personas y la tolerancia al fracaso en un mismo plano.

*Lograrán mejor desempeño aquellas empresas que sean capaces de:*

*(a) retener y potenciar sus talentos,*

*(b) crecer en innovación, y*

*(c) generen espacios de libertad para que convivan la colaboración entre personas y la tolerancia al fracaso en un mismo plano.*



#### **iv) Desde una perspectiva del necesario aprendizaje**

En un congreso llevado a cabo recientemente en el IESE Business School de Barcelona se les preguntó a varios CEO's de empresas relevantes de Europa qué habían aprendido sobre la crisis. El común denominador de las respuestas giró en torno al análisis de las megatendencias de los próximos 10 años y la ventaja competitiva que alcanzarían aquellas empresas que lograsen determinar y satisfacer cuáles tendencias serían duraderas y sustentables.

A continuación adjunto los principales aspectos que fueron surgiendo en la discusión del congreso:

En primer lugar el próximo decenio estaría marcado por el incremento de la población. El aumento sería tan importante que por primera vez vivirán mas personas que el número de hijos, por otro lado también se esperaba un importante cambio del perfil poblacional: la proyección para el año 2025 era que el 60% de la población viviría en 20 mega urbes, de modo que cuando esto sucediese se verán afectados sensiblemente factores como el transporte, al agua, la seguridad, la higiene y la medicina.

Consultados sobre las reflexiones que un CEO había extraído de la crisis, sus respuestas fueron sumamente positivas:

- En primer lugar que de la crisis ya quedaba menos, por lo tanto había que ser optimistas.
- En segundo término que el talento era imprescindible en las organizaciones, por lo que la crisis actual era un momento para invertir en él y no limitarlo.
- En tercer lugar que se debía trabajar sobre los valores de las empresas para trabajar con un compromiso de largo plazo.
- En cuarto lugar se debían construir equipos con habilidades de saber escuchar y saber trabajar en grupo.
- Y finalmente alcanzar la madurez directiva para una flexibilización cultural que demandaría poder trabajar globalmente con diferentes culturas, ya que según las proyecciones estadísticas en el 2020 de una muestra de 100 personas 56 iban a ser asiáticos, 16 africanos, 12 europeos (7 de los cuales serán soviéticos), 4 norteamericanos y 3 provendrían de medio oriente.

### **II.3) Aspectos claves del entorno macroeconómico a ser gestionados para salir adelante**

Responder a esta pregunta sin duda es aventurado. En el actual contexto económico difícilmente podemos prever la *consecuencia* de un hecho cuando aún seguimos debatiendo sobre aquello que lo *está provocando*.

No obstante ello, y a pesar de la propuesta de Nassim Nicholas Taleb y su Black Swan<sup>20</sup>, prefiero rescatar los universales de Platón e intentar inferir los sucesos probables de t+1 con la información t-1 de la historia económica a mi alcance; de modo que a continuación analizo algunos aspectos que a mi entender deberían contemplarse en una agenda de análisis para salir de la actual recesión:

#### **i) Socorrer al sistema financiero**

Recomponer el sistema financiero es sustancial. Sería imposible pensar en cualquier medida económica que no contemplase una recomposición del actual sistema monetario.

En este sentido, desafortunadamente las medidas tomadas a la fecha por el país líder mundial en el campo de las finanzas (Estados Unidos) han sido infructuosas. La política de inyección de dinero que continúa impulsando este gobierno seguirá siendo ineficiente por un largo período, hasta que se regenere la confianza nuevamente.

En el actual contexto de incredulidad los depósitos en los Bancos Centrales seguirán aumentando porque el dinero que el gobierno les está otorgando a los bancos privados continuará sin ser prestado por éstos a las familias y a las empresas; simplemente porque aún no pueden determinar a ciencia cierta quién será capaz de devolver el crédito y quién no.

Con lo cual: el dinero que el gobierno impulsa por una ventanilla a los bancos regresa por la ventanilla de al lado como crédito al estado.

Esta seriación me recuerda las épocas inflacionarias de América Latina y las clases de macroeconomía del Prof. Julio de Brun cuando el gobierno emitía pesos en una ventana y la gente al no aceptarlos los devolvía al banco central a través de otra ventanilla para canjearlos por divisa extranjera.

---

<sup>20</sup> The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable; Random House; 1 edition (April 17, 2007)

## **ii) Detener la senda del endeudamiento fiscal**

El mayor problema que comienza a experimentar Europa, y que pronto implementarán los países emergentes - sobre todo América Latina que comienza un período electoral - es que los gobiernos están aumentando sustancialmente el déficit fiscal e hipotecando las futuras generaciones para fomentar la economía doméstica.

Haciendo uso de la política de inyección de dinero a los bancos, los estados que provocaron la crisis financiera por el alto déficit que no pudieron mantener están ahora apostando a que el estado sea el motor de la economía.

Como detallé en el punto anterior el dinero que se dirige a los bancos está retornando a la economía como crédito al sector al público; la fuerte presión a la demanda de bonos norteamericanos es una clara evidencia de que la inyección de capital dirigida al sistema financiero norteamericano para mover la economía es infructuosa. Ver Anexo 1.1.b) Evolución de las inversiones en activos con respaldo estatal.

*La fuerte presión a la demanda de bonos norteamericanos es una clara evidencia de que la inyección de capital dirigida al sistema financiero norteamericano para mover la economía es infructuosa.*

## **iii) Revertir el impacto en términos de intercambio sobre los mercados emergentes**

La dimensión de la crisis internacional es tal que el incumplimiento de los créditos según el FMI superaron los dos mil millones de dólares en el primer bimestre del año 2008<sup>21</sup>. La expectativa es que para fines del año 2009 la cifra neta de las pérdidas del sistema financiero ascienda a los cuatro billones de dólares. Ver Anexo 1.

La consecuencia de esta situación adversa sobre las EME posee dos grandes aristas relevantes que atentan contra el crecimiento futuro de los mercados en desarrollo:

El riesgo país de las EME ha incrementado a la vez que el precio de los *commodities* ha disminuido. La doble imposición de aumento del numerador y disminución del denominador se traduce en una disminución sustancial en los términos de intercambio de estas economías, por lo que el período de bonanza para los ME ha culminado y el crecimiento de apenas 1% del PIB global en el último semestre del año 2008 es el reflejo de una recesión sincronizada de todos los países; adversidad que afecta a todos en mayor o menor medida como se mencionó en el efecto dominó (Punto I.6)

Un ejemplo de este nuevo escenario ocurre a través del impacto en la cadena de transacciones cuando los Estados Unidos disminuyen la demanda de productos Chinos. El país asiático tendrá menos ingresos y a nivel

macro disminuirá la importación de bienes suntuosos (por ejemplo carne), ya que para cuidar sus ahorros las familias consumirán alimentos más baratos; de modo que Argentina y Uruguay verán disminuidas sus exportaciones de alimentos hacia dicho país asiático.

$$\frac{\Delta\sigma_{Emrgente}}{\nabla P_{Commodities}} = \nabla\nabla \text{ en términos de intercambio de los países emergentes}$$

$\Delta\sigma_{Emrgente}$  Incremento del riesgo país en economías emergentes

$\nabla P_{Commodities}$  Contracción del precio de los commodities a nivel internacional

#### iv) Anticiparse al encarecimiento del crédito en el mediano y largo plazo.

La consecuencia del aumento del gasto y del déficit público que los gobiernos están incurriendo probablemente traerán aparejado en un incremento de la prima de riesgo país y un alza de las tasas de crédito global.

Es conveniente recordar el desenlace que sufrieron los gobiernos que se endeudaron en dólares y mas tarde debieron devaluar su moneda como muestra del fracaso de los ochenta de América Latina.

La actual tentación que deberán gestionar los países desarrollados internamente será muy grande ya que muchos economistas se inclinarán a devaluar su moneda doméstica para licuar la deuda interna; alegando que el fracaso de los ochenta fue porque en America Latina los gobiernos de entonces no controlaron el gasto y la devaluación fue exacerbada por lo que derivó en hiperinflaciones, pero como el contexto es diferente: los países desarrollados no cometerán esos errores de modo que no enfrentarán hiper inflaciones por devaluar sus monedas.

Si Estados Unidos optara por hacer lo mismo hoy día (devaluar para licuar su deuda): muy probablemente el paso siguiente sería inflación interna en dicho país; y la sustitución del dólar por un nuevo parámetro económico internacional; espero que esto no suceda porque sin duda perderíamos el rumbo económico del mundo por un largo período hasta que emergiese un triunfador líder y confiable, probablemente la Libra por su relevancia en el mundo financiero y credibilidad demostrada por el Reino Unido en la gestión de esta crisis.

---

<sup>21</sup> <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/02/index.htm> Accedido on line 25/04/09

**v) Planificar el ahorro de las familias, las empresas y los gobiernos**

El escenario más probable para China es que ésta continúe por la senda de construir credibilidad. Una vez alcanzado este desafío en la próxima década logrará dejar atrás la etapa de país productor de bienes baratos y poco confiables. En este nuevo escenario la demanda de consumo de sus nuevos ciudadanos con mayor poder adquisitivo derivará también en un aumento de las tasas de ahorros de las familias de este mercado emergente, disponibilidad económica que se sumará al ahorro de las familias de los países desarrollados como Alemania y Japón.

La consecuencia de este nuevo escenario será un cambio en el mapa de los países demandantes y ofertantes de fondos, por lo que surgirá un nuevo mapa económico que afectará las políticas fiscales de estos países, aumentando de las tasas internacionales del costo de oportunidad por el dinero, y muy probablemente moviendo la balanza de intereses políticos hacia Asia y el sistema comunista Chino, como no lo hemos visto hasta el momento.

**vi) Fomentar una discusión internacional profunda sobre las políticas energéticas**

Aventurarnos en predecir el valor futuro de la principal fuente de energía mundial actual es el deporte de todo analista. Siendo un adepto más a esta gimnasia: me inclino hacia quienes pronostican un incremento del precio del petróleo al salir de esta recesión internacional.

Esta inferencia obedece a dos caudas fundamentales: por un lado la oferta es poco probable que aumente al verse disminuida en el corto plazo las inversiones en exploración ya que el bajo precio actual no justifica las necesarias inversiones que demanda la exploración. En segundo término porque el mayor empuje para salir de la crisis mundial no vendrá desde los países desarrollados sino precisamente desde las economías emergentes que seguirán demandando petróleo y minerales para desarrollar su industria nacional pesada, con lo cual el precio del petróleo probablemente vuelva a subir sustancialmente. Al recuperarse la confianza

*El mayor empuje para salir de la crisis mundial no vendrá desde los países desarrollados, sino desde las economías emergentes que seguirán demandando petróleo y minerales para desarrollar su industria nacional pesada, con lo cual el precio del petróleo probablemente vuelva a subir sustancialmente en el mediano plazo.*

### **vii) Evitar la tentación al proteccionismo por las economías desarrolladas.**

Por otro lado también habrá que incluir en la agenda macroeconómica la gestión del proteccionismo de los países. Si bien es muy poco probable que disminuya el proteccionismo, dicha reducción será paulatina y de una manera asimétrica respecto a los sectores económicos de los países.

No obstante ello, sería poco realista que los mercados emergentes se ilusionasen con que la Zona Euro dejase de proteger con aranceles el ingreso de productos alimentarios del tercer mundo, ya que si esto sucediese sencillamente se verían inundados de la noche a la mañana los mercados desarrollados con productos elaborados con mano de obra más barata, con la consecuencia de un desempleo exponencial en los campos agrícolas de la Zona Euro que llevarían a un aumento del desempleo y un crecimiento de los anillos de pobreza de las grandes ciudades donde irían los granjeros a buscar trabajo en las fábricas instaladas en las urbes.

### **viii) Una discusión profunda sobre el desarrollo del hombre.**

El relativismo moral del hombre ha sido una de las causas de esta crisis financiera. Cuando el ser humano se centra en si mismo pierde de vista que solo puede desarrollarse plenamente en una comunidad; Mientras no lo haga vivirá en el estado de naturaleza del Leviathan de Hobbes y no llegará al tercer nivel que demanda el poder político para el desarrollo pleno del ser humano.

En este sentido, algunas de las cuestiones que demandan un análisis global son:

- La solución al relativismo moral que reina en la sociedad actual.

Recordando el tratado sobre totalitarismo de Hanna Arendt: “las revoluciones suceden cuando las clases sometidas perciben la debilidad y la ineptitud de la clase gobernante”<sup>22</sup>; atribuyo en gran medida la falta de liderazgo moral del mundo al fracaso del presidente Jorge W Bush en su responsabilidad de ser referente y su empeño por fomentar una guerra global evitable, donde no la había.

El desenlace del contexto de acefalía moral del planeta fue el afianzamiento de una pareja como el presidente venezolano Hugo Chávez y el presidente Iraní Mahmoud Ahmadinejad; quienes convirtieron el oído a los EEUU en un manual de teoría política.

---

<sup>22</sup> Arendt, Hanna. *Los orígenes del totalitarismo*. Editorial Alianza 2004.

*El desenlace del contexto de acefalía moral del planeta fue el afianzamiento de una pareja como el presidente venezolano Hugo Chávez y el presidente Iraní Mahmoud Ahmadinejad; quienes han convertido el oído hacia los EEUU en un manual de teoría política.*

El vínculo entre un ex golpista del caribe reconvertido al populismo; con un fundamentalista islámico que lidera una dictadura teológica, también con marcada identidad populista, no es más que el odio y la falta de respeto hacia el ser humano. Desafortunadamente estos líderes surgen cuando tenemos escasez de santos en el mundo.

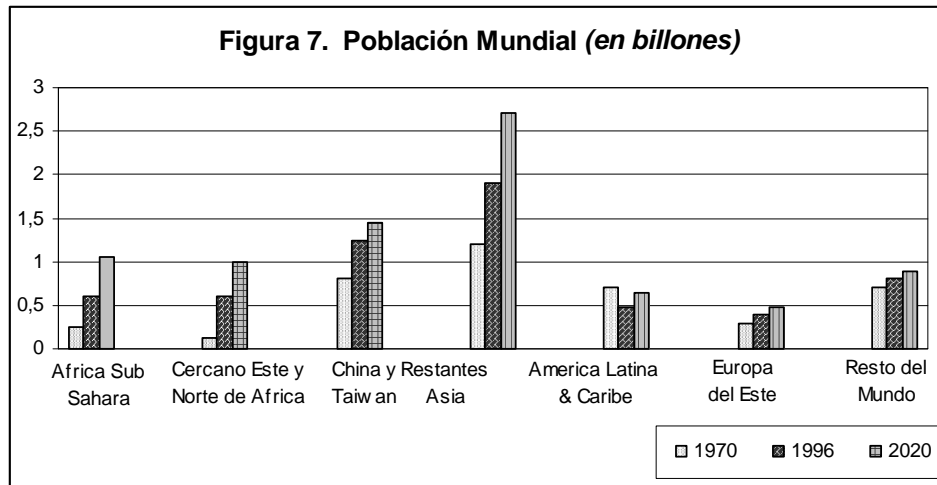
La indefendible invasión a Irak justificada en armas nucleares que nunca existieron, determinó que muchos intelectuales del mundo acusasen al presidente norteamericano de entonces –y a su padre (otrora también presidente de los EEUU)- de satisfacer intereses propios económicos vinculados a la relación que éstos mantenían con los poderes económicos del petróleo en contra del bienestar social de su nación.

En este contexto de guerras también fue cuestionada la última invasión de Israel al Líbano (2006). La consecuencia de este acto fue que en el corto plazo la comunidad internacional reconociese la impunidad e independencia jurídica con la que se manejaba Hezbollah en el sur del Líbano; sin embargo no erradicó el problema de raíz sino que lo dejó latente a la vez que ha incrementado su poder.

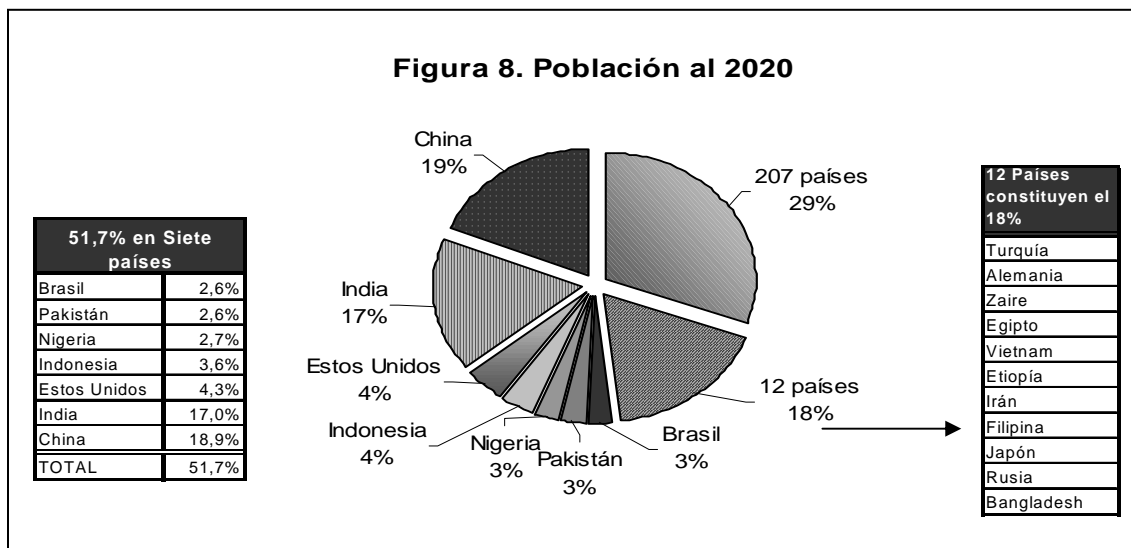
Hassan Nasrallah es un líder fundamentalista islámico que guía personas privadas de la libertad. Personas que en su mayoría durante décadas se les ha negado la educación; personas que se les ha predicado que la guerra santa es lo que debe unirlos contra enemigos que durante siglos su único propósito ha sido eliminarlos de la faz de la tierra; personas que han crecido generación tras generación bajo el horror de la guerra y la pobreza; personas a las que día tras día, año tras año, décadas tras décadas se les ha coartado de ilusión, sueños y alegrías; mientras el mundo continúa sin resolver el problema de raíz amparado en un relativismo moral de la sociedad.

- la lenta pero evidente insatisfacción de la poca diferenciación y libertad que poseen los ciudadanos de países como la República Popular China.

- las proyecciones de la humanidad para el 2020 de Naciones Unidas y el pronóstico de mega urbes.<sup>23</sup>



A partir de informes de las Naciones Unidas<sup>23</sup>



A partir de informes de las Naciones Unidas<sup>23</sup>

La concentración de la población en mega urbes será consecuencia del avance tecnológico de la sociedad de ese país y la cantidad de habitantes por superficie. Sería impensable que países como Argentina, que poseen más de la mitad de su superficie con un habitante cada 4.5 kilómetros cuadrados en la Patagonia, puedan tener la necesidad de desarrollar mega urbes; sin embargo Estados Unidos, Japón y naturalmente China constituirán un desafío enorme para los arquitectos e ingenieros del 2020.

<sup>23</sup> [http://www.unwire.org/unwire/20030227/32261\\_story.asp](http://www.unwire.org/unwire/20030227/32261_story.asp) Acceso público 29/04/09  
[www.census.gov/ipc/prod/wp96/wp96005.pdf](http://www.census.gov/ipc/prod/wp96/wp96005.pdf) Acceso público 29/04/09



- Un avance de la tecnología y salud que extenderá la edad de las personas planteándonos el desafío de gestionar millones de ciudadanos que se jubilarán a los 60 años pero que luego vivirán hasta los 120 años de edad promedio.

Según el informe de la Naciones Unidas “Lowers Growth Expectations, Reports Low Fertility Levels”<sup>24</sup> para el año 2002 la población mundial crecerá de un actual 6.3 mil millones de personas a 8.9 mil millones para el año 2050.

Por otro lado las previsiones de los analistas a la fecha expresan que el 60% de la población más envejecida habita en países subdesarrollados o en vías de desarrollo, y para el año 2050 se espera que este número se incremente a un 80% como consecuencia de las olas migratorias y de las caídas en las tasas de fertilidad.

A la fecha en el mundo hay 606 millones de personas mayores de 60 años de edad mientras que para el año 2050 se espera que este número se eleve a 1.9 mil millones de habitantes: prácticamente el triple.

Si la edad promedio de vida evoluciona de 70 años a 125 años en la próxima década: ¿es sensato que una persona se jubile y pase la mita del resto de su vida sin trabajar? Necesariamente tenemos que resolver este dilema como sociedad global a través de una profunda discusión.

---

<sup>24</sup> [http://www.unwire.org/unwire/20030227/32261\\_story.asp](http://www.unwire.org/unwire/20030227/32261_story.asp) Acceso público 29/04/09

# ULTIMA PARTE:

## *Conclusiones*

El aspecto que demanda mayor urgencia es el saneamiento del sistema financiero. Es imperativo que el crédito fluya hacia las empresas y las familias en lugar de hacerlo hacia el Estado, pues debe suspenderse lo antes posible el sangrado hipotecario que se está llevando a cabo a las futuras generaciones por la apuesta de los gobiernos de actuar en términos puramente keynesianos.

En segundo término se deben tomar medidas fiscales para alivianar la enorme carga que tienen las empresas. Los países que avancen por esta senda -como ya lo han hecho el Reino Unido y Nueva Zelanda- estarán dando un fuerte mensaje a los inversores internacionales de que son gobiernos capaces de gestionar las adversidades en tiempos de crisis globales y proteger los intereses de ambas partes.

En tercer lugar un eficiente sostén para quienes vayan hacia el desempleo. Es imperativo que nadie quede en situación de pobreza en los países desarrollados y todos cuenten con medios para reconvertirse y maximizar las posibilidades en los próximos años cuando el mercado internacional crezca nuevamente; como seguramente sucederá a partir de mediados del 2010.

En cuarto lugar comprender y asimilar que la responsabilidad es del conjunto de los habitantes y no del gobierno de turno. Empresarios, universidades, instituciones sociales, cámaras industriales y comerciales, y sobre todo los gremios y sindicatos: deben jugar un rol preponderante para salir fortalecidos de esta oportunidad que tienen los países para focalizarse en las ventajas competitivas no actuales: sino del mediano y largo plazo.

En quinto lugar asimilar rápidamente que todas las crisis han sido sinónimo de oportunidades para diferenciarse y despegarse del grupo. Las empresas que mejor gestionan la adversidad ganan rápidamente

cuota de mercado; y si bien no existe una receta para ello: se aprecia un común denominador en el perfil de quienes lo han logrado:

- Valores sólidos que unen e identifican a las personas bajo un paraguas ético que las llena de orgullo.
- Liderazgo eficaz con un mensaje positivo, creíble y realista.
- Un esfuerzo superior para ser cada vez más productivos, sabiendo que en la innovación y la productividad radicarán la ventaja competitiva.
- Una rápida flexibilidad para adelantarse a los futuros escenarios.
- Y principalmente una gestión profesional de la ingeniería financiera operativa de la empresa: cuidando el cash flow como lo hicieron los abuelos.

Por último: debemos comprender que todos estos cambios se llevarán a cabo con mayor o menor medida si todos avanzamos en la lucha contra el relativismo moral de la sociedad. En este sentido muchas escuelas de negocios se encuentran embarcadas en esta lucha; sin embargo este desafío carece de sentido si se dejan de lado a los empresarios quienes son precisamente la razón de ser de estas instituciones académicas; de modo que tu participación será diferencial para alcanzar el éxito o el fracaso social.

*Manuel Pereyra Terra  
Abril de 2009*

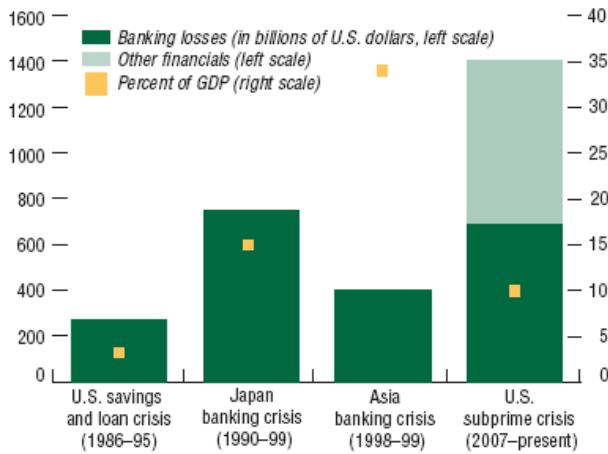
# ANEXO 1

## Indicadores Claves seleccionados del Reporte del Fondo Monetario Internacional 2008<sup>25</sup>

Los cuadros 1.13 y 1.14 del reporte 2008 del FMI permiten dimensionar el volumen y la incidencia que la actual crisis tuvo en la economía global.

A diferencia de las anteriores la crisis del 2007 no solo se trató de un crack bancario sino que hubo un conjunto de instituciones financieras paralelas a los bancos que perdieron mayor volumen de fondos (setecientos cincuenta miles de millones de dólares respecto a los casi seiscientos miles de millones de dólares que perdieron los bancos en el período 2007 y 2008).

**Figure 1.13. Comparison of Financial Crises**

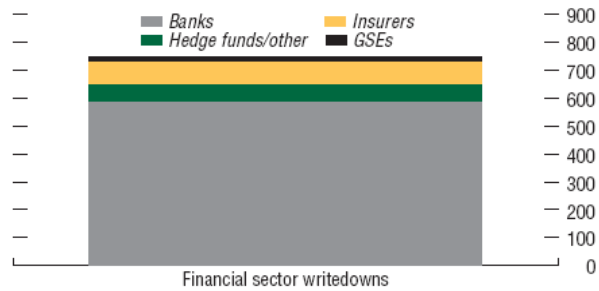
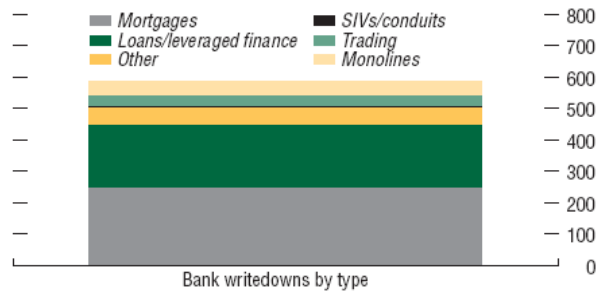
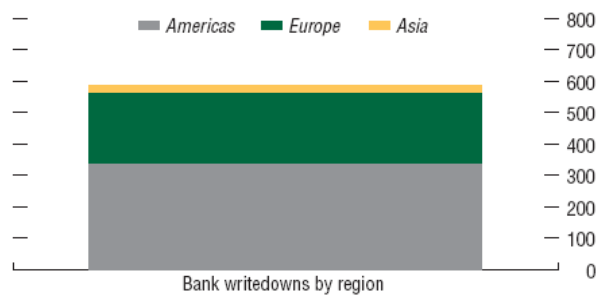


Sources: World Bank; and IMF staff estimates.

Note: U.S. subprime costs represent staff estimates of losses on banks and other financial institutions from Table 1.2. All costs are in real 2007 dollars. Asia includes Indonesia, Malaysia, Korea, the Philippines, and Thailand.

En la figura 1.14 puede concluirse que el mayor daño fue provocado en hipotecas y préstamos del y al sistema bancario en los Estados Unidos y Europa; por una cifra del orden de los seiscientos miles de millones de dólares (billones norteamericanos) en el período segundo trimestre del año 2007 – agosto del año 2008.

**Figure 1.14. Financial Sector Losses**  
(In billions of U.S. dollars 2007:Q2 through August 2008)



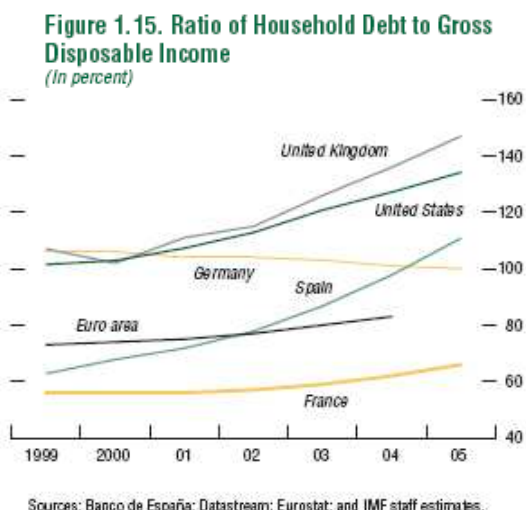
Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff estimates.

Note: SIVs = structured investment vehicles; GSEs = government-sponsored enterprises.

<sup>25</sup> [www.imf.org/](http://www.imf.org/) Accedido On Line Abril y Mayo de 2009

## ANEXO 1.1

### 1.1 a) Preocupante evolución de los ratios de endeudamiento de las familias.



El porcentaje de la columna de la derecha refleja el ratio de endeudamiento.

En el caso de los Estados Unidos se observa que el promedio de las familias mantenía deudas hipotecarias a fines del año 2005 en casi un 140% de sus ingresos brutos anuales. En Inglaterra este ratio superaba el 150%; en España se situaba en el 120% mientras que en Francia no alcanzaba el 75%.

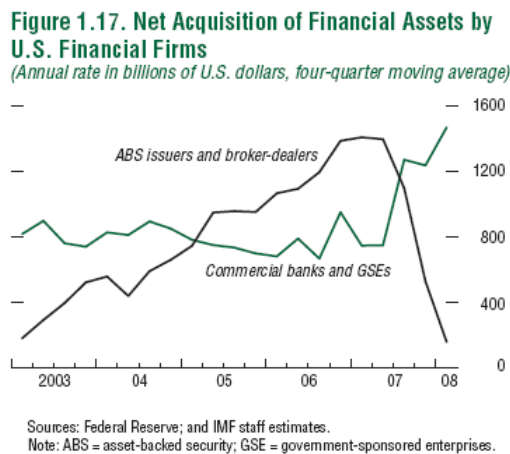
El país que mejor gestionó este flagelo fue Alemania; reflejo de su cultura social de ahorro y trabajo.

### 1.1 b) Fin de la especulación hipotecaria: sustitución en el perfil de inversiones por parte de las instituciones financieras en los Estados Unidos hacia activos con respaldo estatal.<sup>26</sup>

Otro indicador relevante para comprender el alcance de la actual crisis financiera es el de la figura 1.17 *Adquisiciones de activos financieros netos por parte de las empresas financieras estadounidenses.*

Obsérvese la evolución de los ABS (*asset-backed securities*) es decir activos que constituyen un colateral en una transacción financiera (por ejemplo la adquisición de un bien a través de un crédito hipotecario) posee una evolución exponencial entre fines del año 2002 y comienzos del años 2006.

El estancamiento y posterior caída de las adquisiciones de activos colateralizados ABS por parte de las empresas financieras en los Estados Unidos *es sustituido* a partir del último trimestre del año 2006 por los GSE (*government-sponsored enterprises*), por lo que se evidencia el fin de un mercado sobrevalorado de activos garantizados y el refugio en papeles con respaldo gubernamental.



<sup>26</sup> *Government-Sponsored Enterprise (GSE)* Es la expresión en Inglés para los títulos emitidos por corporaciones que se transforman de ese modo en privadas pero son creadas por el Congreso de los Estados Unidos para fines públicos. El objetivo perseguido es propiciar inversiones a bajo costo a sectores específicos y socialmente necesarios de la economía: usualmente constituidos por granjeros, propietarios de viviendas ó estudiantes. Cabe destacar que los GSE poseen implícita la garantía del gobierno de los Estados Unidos de América, *pero* no son obligaciones directas de éstos, con lo cual ofrecen una tasa de rendimiento superior a las letras y bonos del tesoro norteamericano. Ejemplo de GSE podemos apreciar en los préstamos federales para vivienda (*Federal Home Loan Bank*); préstamos federales para corporaciones hipotecarias (*Freddie Mac*) ó créditos federales bancarios al campo (*Federal Farm Credit Bank*)

## ANEXO 1.2

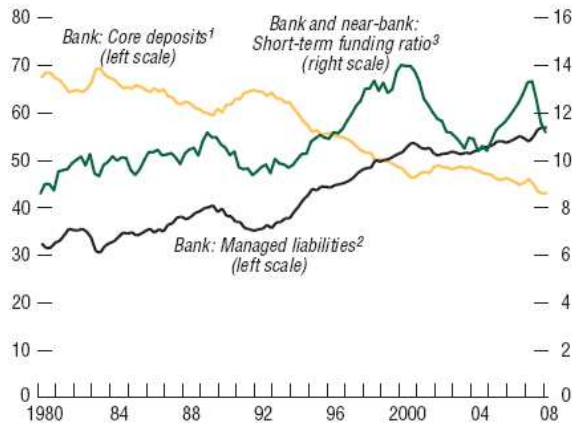
### Evolución de la exposición al riesgo por los Bancos

Es oportuno analizar además la figura 2.7 para comprender el incremento del riesgo operativo que asumieron los bancos desde el año 1997.

La línea naranja de activos de corto plazo (depósitos corrientes y ahorros de corto plazo) se contrae mientras la gestión de los pasivos (línea negra *Managed Liabilities*) a fines de los 90 comienza a evolucionar con una velocidad prácticamente igual, pero en sentido contrario, por lo que naturalmente duplica la exposición al riesgo de las instituciones bancarias ante una corrida de depositantes en el caso de que éstos deseen retirar sus ahorros.

En este sentido: la evolución de la línea negra (total de pasivos de los bancos menos los depósitos principales) alcanza prácticamente el 60% a fines del año 2008; evidenciando un mayor endeudamiento operativo por parte de las instituciones.

**Figure 2.7. United States: Structural Changes in Financial Sector Liabilities**  
(In percent of total liabilities)



Sources: Board of Governors of the Federal Reserve System; and IMF staff estimates.

<sup>1</sup>Core deposits: checkable deposits, and small time and savings deposits.

<sup>2</sup>Managed liabilities: total liabilities less core deposits.

<sup>3</sup>Ratio of banks' and near-banks' funding through Federal Funds, security repo agreements, and commercial paper, vis-à-vis total liabilities.

Este incremento del riesgo operativo puede obedecer a la abundancia de dinero en el mercado y de posibilidades de inversiones en instrumentos *prometedores*, lo cual fomentó la exposición de los bancos que no pudieron hacer frente a sus obligaciones al cortarse la cadena de pago de sus créditos hipotecarios.

### ANEXO 1.3

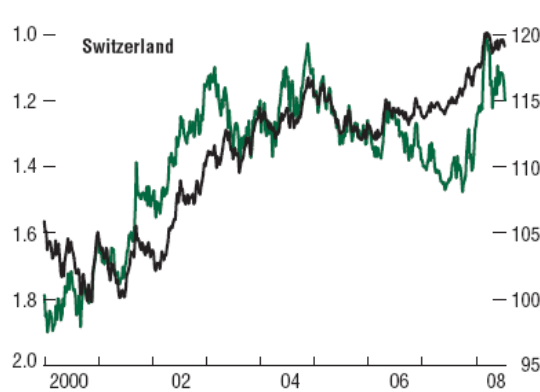
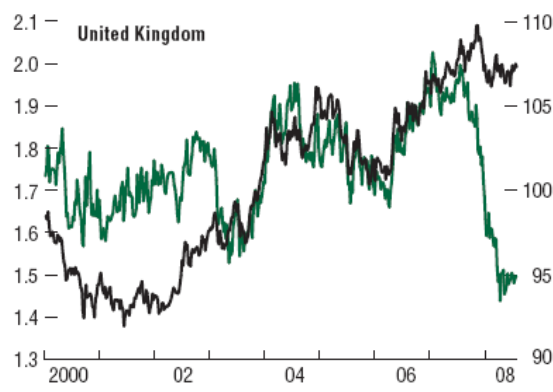
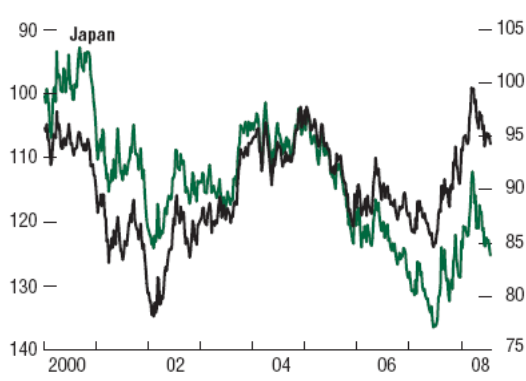
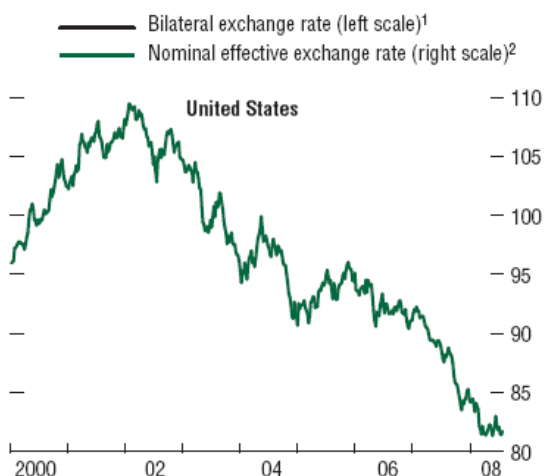
#### Constante depreciación del dólar: *indicador de adversidad*

En los gráficos adjuntos se aprecia la evolución del dólar y su desvalorización frente al Euro y a la Libra.

La línea NEGRA representa la tasa de cambio bilateral entre los Estados Unidos y el país analizado (Japón, Zona Euro, Reino Unido y Suiza). El tipo de cambio lo apreciará en la columna de la izquierda; por ejemplo en la zona euro de 1,45 en el 2008.

La línea VERDE refleja el tipo de cambio nominal efectivo en términos de la moneda local respecto al dólar; y la escala es la columna de la derecha.

El lector podrá observar la depreciación permanente del dólar a partir de la explosión de la burbuja punto com.



Sources: Bloomberg L.P.; and the IMF Global Data System.  
 Note: In each panel, the effective and bilateral exchange rates are scaled so that an upward movement implies an appreciation of the respective local currency.  
 1Local currency units per U.S. dollar except for the euro area and the United Kingdom, for which data are shown as U.S. dollars per local currency.  
 22000 = 100; constructed using 1999–2001 trade weights.

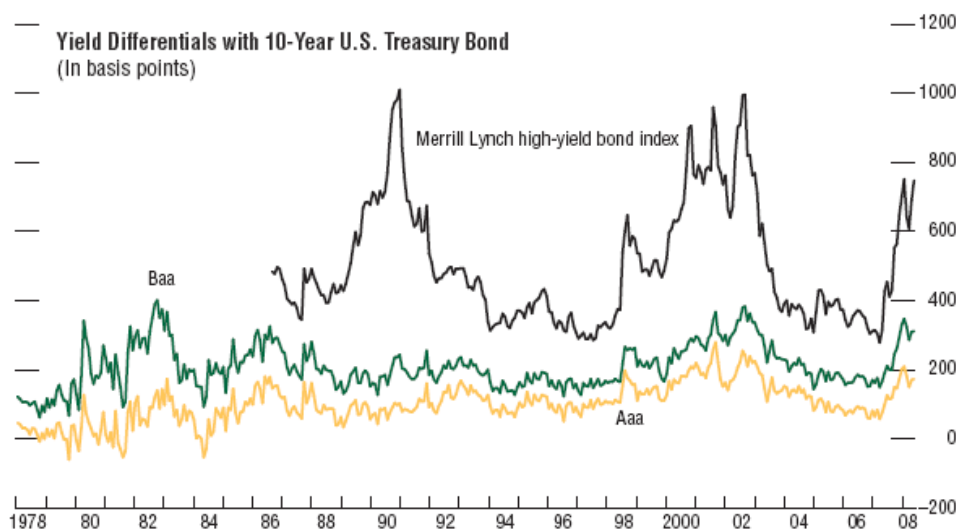
## ANEXO 1.4

### Rendimiento de los bonos: *corporativos y estatales*

La tendencia negativa del período puede observarse a través de la caída de las tasas de rendimiento de los bonos corporativos y su evolución respecto a los bonos estatales de los Estados Unidos.

La correlación entre los bonos “Aaa” y la tasa de rendimiento de los estatales es prácticamente lineal; mientras que se verifica una correlación positiva también con los Baa; pero en circunstancias de variabilidad existe un retraso de estos últimos. Asimismo, es oportuno contemplar la alta tasa de rendimiento de los bonos indexados de Merrill Lynch: que refleja una mayor volatilidad y un mayor rendimiento (x3 y x4) veces la tasa libre de riesgo de los bonos del estado norteamericano.

**Figure 3. United States: Yields on Corporate and Treasury Bonds**  
(Monthly data)



Sources: Bloomberg L.P.; and Merrill Lynch.



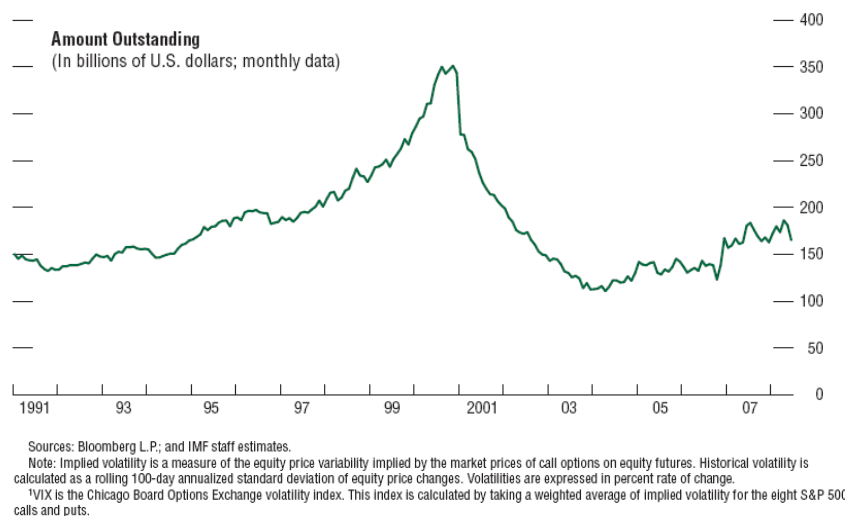
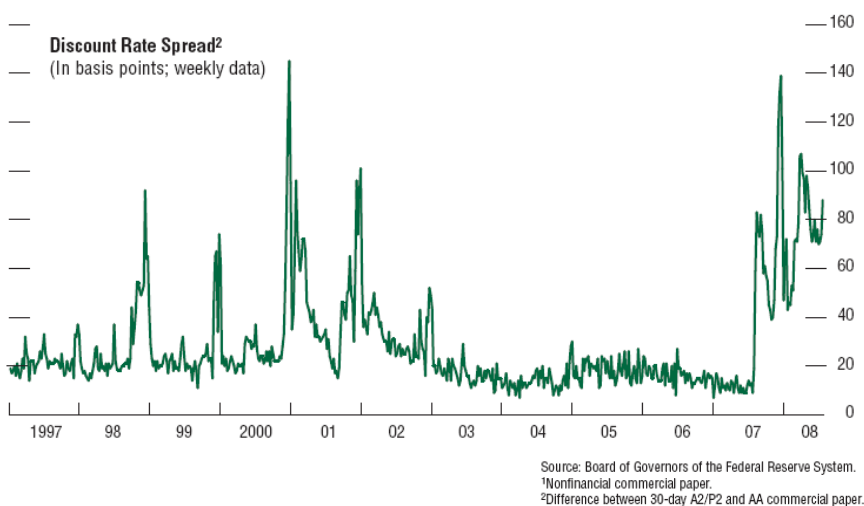
## ANEXO 1.5

### Volatilidad de los mercados de títulos valores comerciales

Con respecto al mercado de títulos valores: a partir del primer semestre del año 2007 se observa la inestabilidad del mercado financiero a través de un salto exponencial de los puntos básicos de la tasas de descuento de dichos títulos pertenecientes al mercado de empresas privadas de los Estados Unidos.

El impacto del salto de una tasa de descuento del 2% al 8% (año 2007) es de una pérdida anual por título del orden del 5.88%.

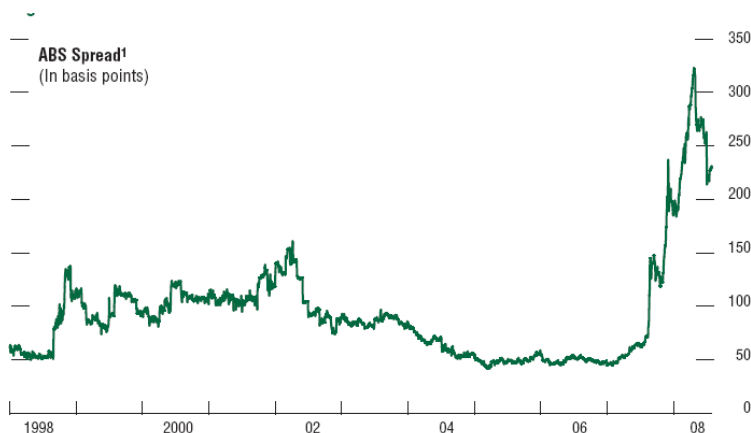
**Figure 13. United States: Commercial Paper Market**



## ANEXO 1.6

### Evolución de la tasa de descuento para activos ofrecidos en garantías

Figure 14. United States: Asset-Backed Securities



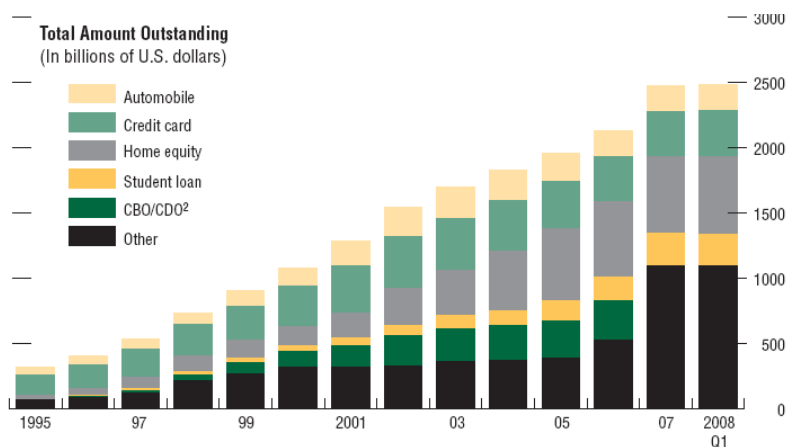
Al analizar la tasa de descuento de activos en garantía que hizo uso el mercado hipotecario, se observa un salto exponencial de 50 bps a 317 puntos básicos.

De modo que en menos de un año la tasa se multiplicó por seis.

La consecuencia de esta pérdida para quienes estaban posicionados en estos papeles, y salieron en el peor momento, es decir que tomaron el riesgo a 50 bps y salieron de él en 312 bps; fue de “MENOS 47,45%” en un título con madurez promedio de 25 años.

Es decir que si el inversor poseía un título con valor facial de USD 100 a 25 años, en el peor momento (diciembre del año 2007) su título pasó a tener un valor presente de USD 88.27 a USD 46,39 dólares.

Un detalle no menor es que si el inversor era además extranjero a los Estados Unidos de América debía sumarle la pérdida por desvalorización del dólar respecto a su moneda local.



Sources: Merrill Lynch; Datastream; and the Securities Industry and Financial Markets Association.

<sup>1</sup>Merrill Lynch AAA Asset-Backed Master Index (fixed rate) option-adjusted spread.

<sup>2</sup>Collateralized bond/debt obligations; for 2007 and 2008 Q1, CBO/CDO amount outstanding is included in Other.