

La Crisis Financiera

Política Económica y Recuperación

Centro de Estudios Públicos

Santiago, Mayo 2009



La peor crisis desde la Gran Depresión

- Pérdidas financieras cercanas a US\$50t
- Colapso de instituciones financieras de elite
- Desaparición de los mercados securitizados
- Al borde del colapso global en más de una ocasión
- “En Dios confiamos... todo el resto paga en efectivo”



Plan de la charla

- ¿Qué pasó? (breve)
- La política económica
 - Propuestas y práctica
- ¿Cómo vamos? ¿Peligros vigentes?
- ¿Qué viene?
 - Política económica y actividad



¿Qué pasó?



Massachusetts Institute of Technology

La visión convencional

- La crisis fue un producto inevitable de una combinación de:
 - Regulación débil y la proliferación de sinvergüenzas
 - Desequilibrios globales y política monetaria expansiva
- Esto causó una burbuja de propiedades que eventualmente reventó hacia el final del 2006, y acto seguido destruyó el mercado “subprime”



Mi perspectiva

- Los “desequilibrios” globales son estructurales:
 - Exceso de demanda de activos, especialmente activos de bajo riesgo
- Principales errores de política económica:
 - Antes: Sector privado no tiene la capacidad de generar tanto *AAA-agregado*
 - Durante: Siempre atrás. Enfrentaban una crisis *sistémica de incertidumbre*



Pre-crisis (la estructura)

- Exceso de demanda de activos, especialmente activos de bajo riesgo
- Contrapartida de casas vendidas a deudores subprime: Hipotecas subprime. Creación de activos... pero no del tipo que se necesitaba para satisfacer la demanda...
- Solución: “Pool and tranch.” Iterar...(ley de los grandes números)
- Parte del componente AAA permaneció en los bancos, monolines, etc.



Concentración de riesgo macro

- Problema:
 - Posiblemente AAA-micro... pero **no** AAA-macro
- Mezcla muy volátil:
 - Instituciones muy apalancadas y de importancia sistémica, absorbiendo riesgo *macro*
 - Peor aún: Activos *nuevos y complejos*
 - Ejemplo: Apoyo de Bear Stearns a sus HFs



La crisis

- Gran énfasis en el shock (Buffett y otros), pero éste fue de billones. La destrucción de riqueza se mide en trillones
- Multiplicadores financieros jugaron un rol enorme
- Factor “sorpresa” e “incertidumbre” (Ref: Complexity and Financial Panics)
 - Condición “necesaria” para una crisis sistémica en un sistema financiero desarrollado (LTCM / Amaranth)
 - Predicción de crisis es muy pobre (pareidolia)



Factor sorpresa

- Los modelos de predicción de crisis tienen un éxito muy limitado
- Berg et. al. (2004) sobre modelos de advertencia temprana utilizados por el FMI

	Advertencia	Sin Advertencia
Crisis	333	232
Sin crisis	803	2229

- $\Pr(\text{Crisis}|\text{Advert.}) = 29\%$. $\Pr(\text{Crisis}|\text{Sin Advert.}) = 9\%$



Una crisis de “seguros”

- Es importante poner el factor sorpresa al centro del análisis. Hay una estructura común

$$1_{\text{sinriesgo}} = p_{\text{riesgoso}} + p_{\text{seguro}}$$

- Durante la crisis, y en particular después de Lehman-AIG
 - p_{seguro} se disparó. Gran aumento de la demanda por seguro y contracción su oferta efectiva
 - Como resultado p_{riesgoso} se desplomó, causando todo tipo de problemas de balance y crédito



Una crisis de “seguros”

Precios de activos riesgosos



La política económica

Propuestas y práctica



Massachusetts Institute of Technology

Mis principales propuestas

- El principal antídoto para el miedo (financiero) es un seguro o garantía, y el principal proveedor de este en una crisis es el gobierno
- Dos propuestas (progresivamente)
 - Garantía de activos: Remover el riesgo *agregado* del balance de los bancos a precios razonables
 - Garantía de capital: Facilitar capitalización privada y aumentar el precio de las acciones (demanda agregada y balances)



Garantía de activos

- Medida: *Proveer un seguro universal (riesgo de cola) a los activos en problema en el balance de los bancos y otras instituciones financieras*
- Precio y restricciones:
 - Usar el precio de seguro *pre-crisis* para cada clase de activos
 - Cláusula de “representations and warranties”
- Clave: Remueve el riesgo *agregado*



Garantía de capital

- Medida: *Garantizar un precio mínimo a 5 años, a las acciones correspondientes a inyecciones de capital*
- Efecto directo: Si el precio será al menos X en el futuro entonces es al menos X hoy (descontado)
- Mucho más importante: El precio de las acciones no aseguradas sube hoy también producto de la caída en la dilución esperada
 - Ejemplo: Acción a \$2; garantía \$2.7 \Rightarrow $p(\text{sin}) = \$6.8$; $p(\text{con}) = \$7$ (\Rightarrow muy bajo costo para el gobierno)



Práctica: garantía de activos

- Medida: *Proveer seguro (y apalancamiento) a los compradores de activos (en U.K. seguro directo)*
- Desventaja: transfiere parte del subsidio al “shadow financial system” (acentúa el problema de capital)
- Ventaja: transfiere parte del subsidio al “shadow financial system” (ayuda a reactivar securitización)
- Mi recomendación: dejar que los bancos participen como compradores



Práctica: garantía de capital

- Medida: *Garantizar disponibilidad de capital.* (¿Plan de acciones preferentes convertibles?)
- Desventajas: Menor efecto positivo en precio de acciones (menos importante; menor incertidumbre) y requiere más capital publico (limitado por problemas políticos)
- Problema: Deja el riesgo agregado en el balance de los bancos. Feedback-loop perverso. Complementar con PPIP
- Si se necesita: ¿Canje deuda-acciones garantizado?



¿Cómo vamos? ¿Peligros vigentes?



Massachusetts Institute of Technology

Uncertainty and expectations

VIX Index



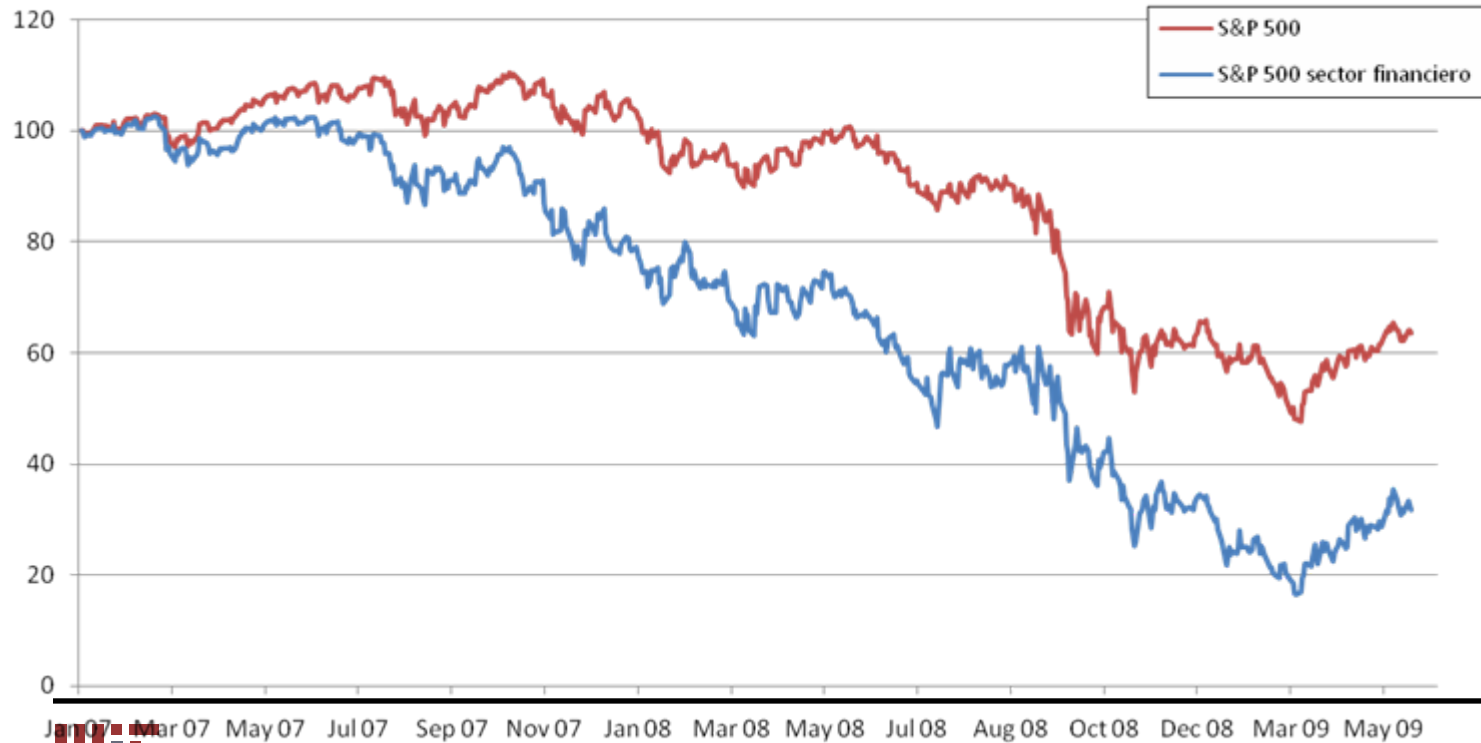
Uncertainty and expectations

Spreads



Incertidumbre y expectativas

Índices bursátiles



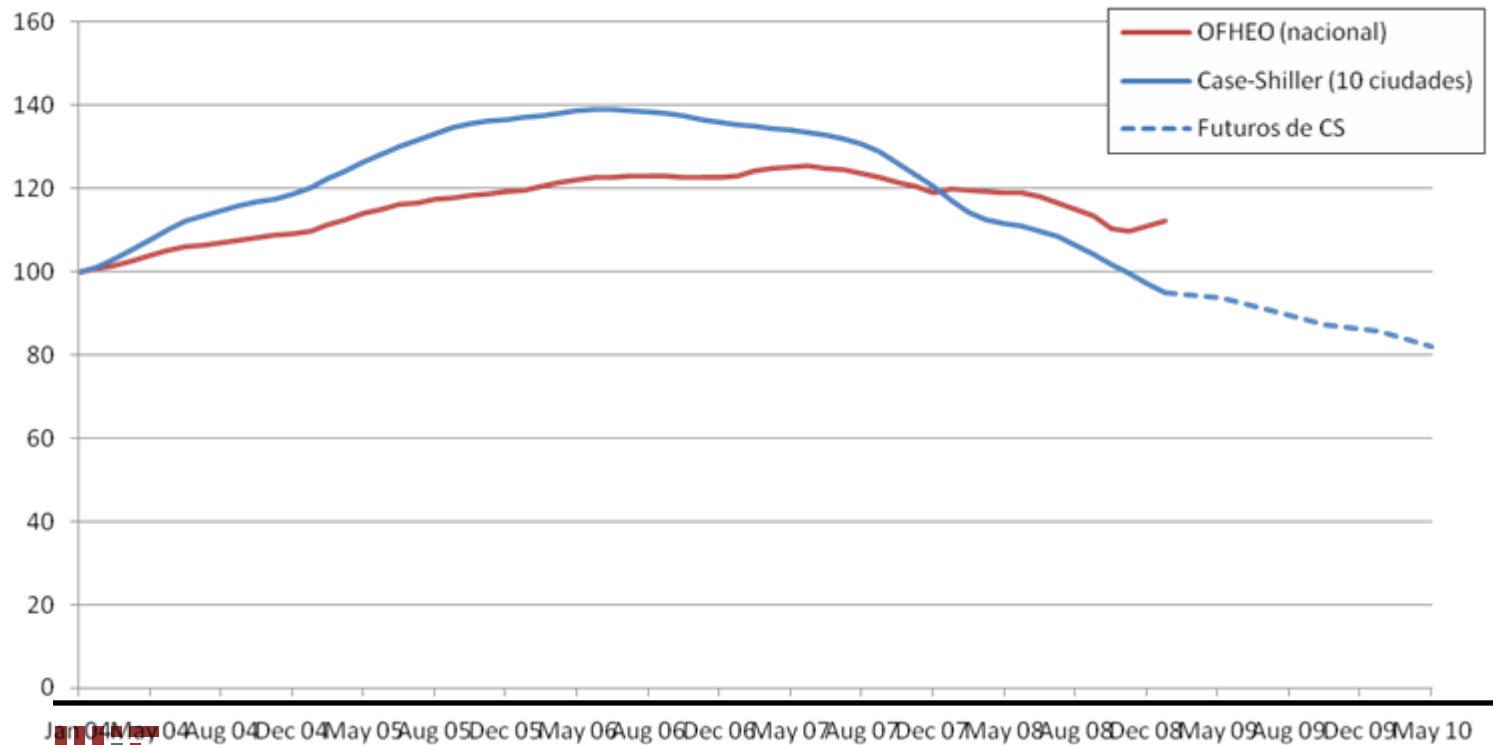
Incertidumbre y expectativas

Índice de confianza del consumidor



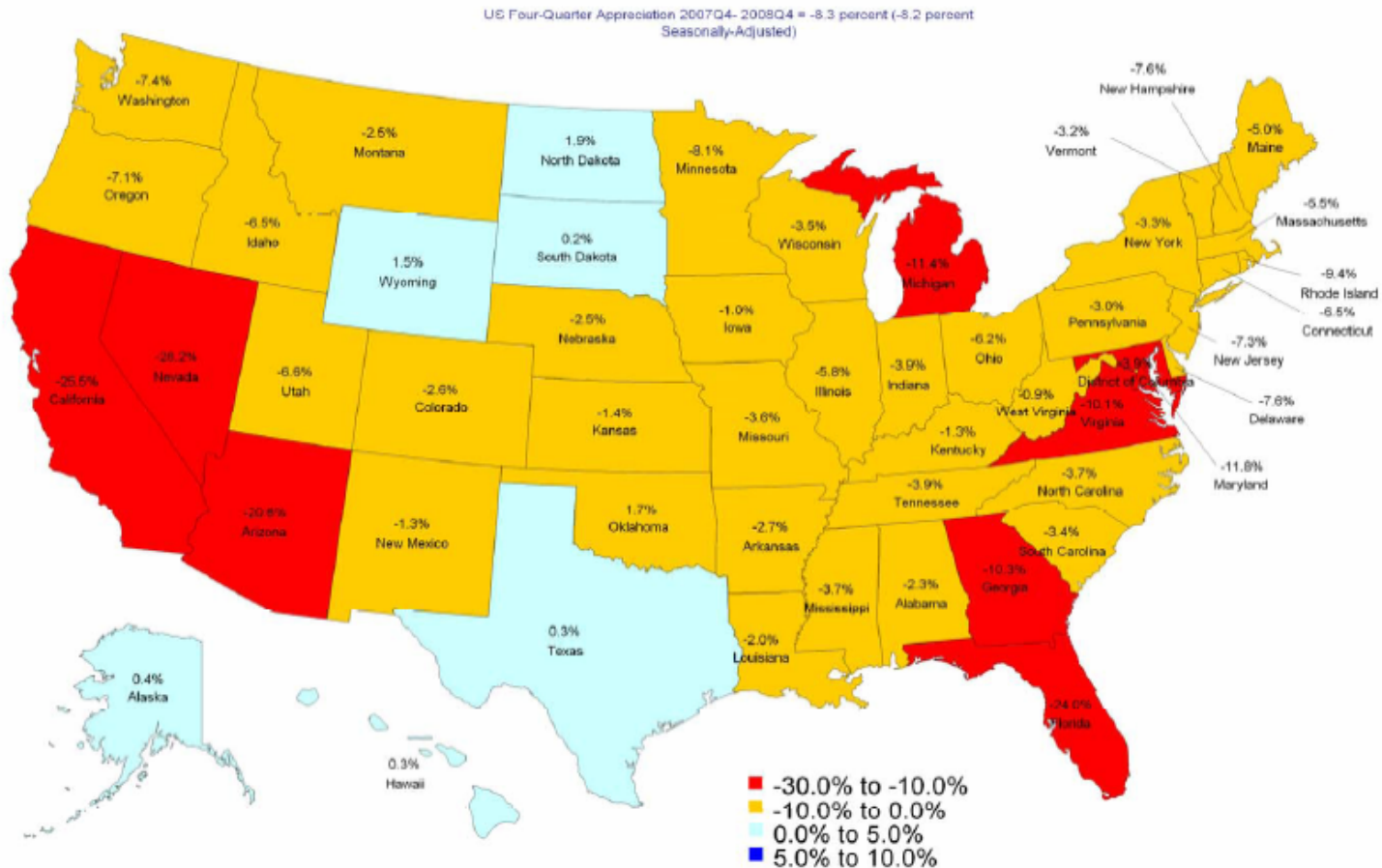
Incertidumbre y expectativas

Índices de precios de casas (2004=100)



Incertidumbre y expectativas

Four-Quarter Price Change by State: Purchase-Only Index (Not Seasonally Adjusted)



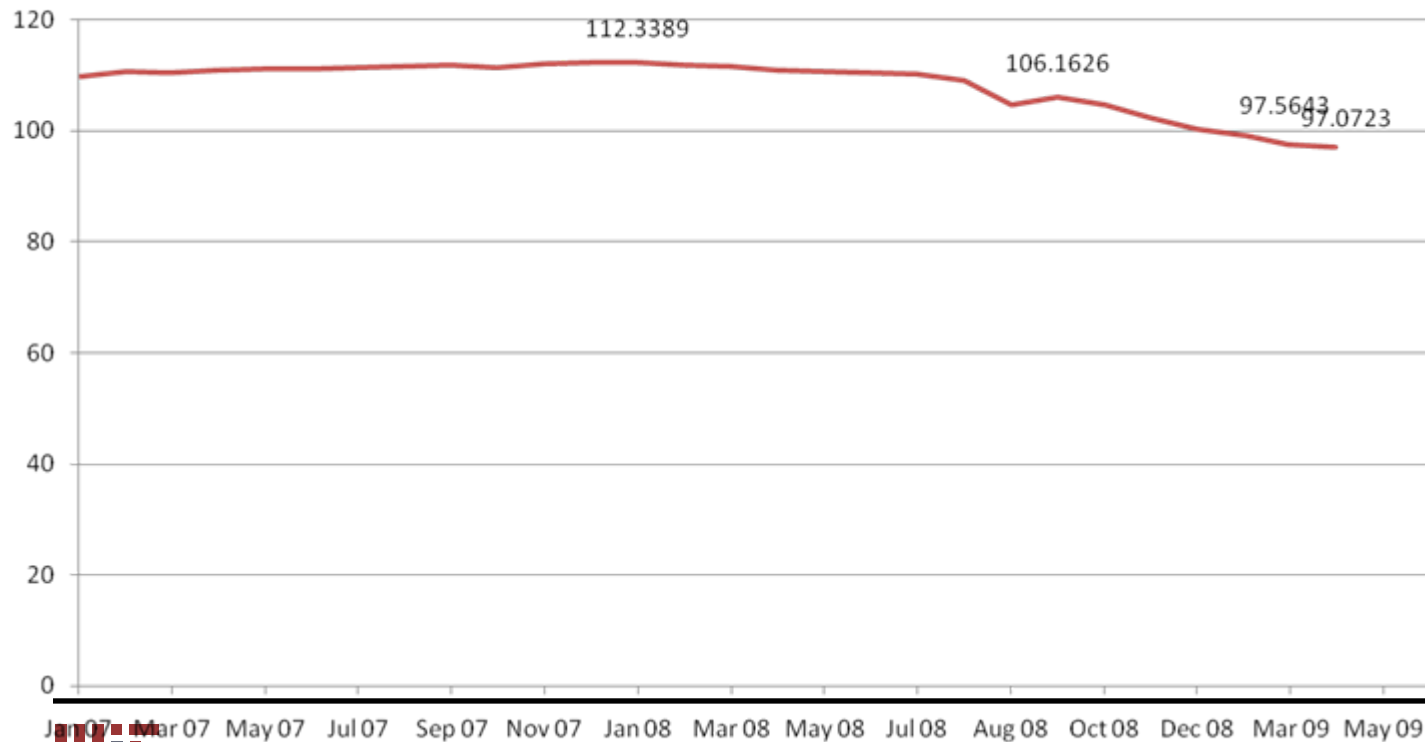
Improvements in Duration (2008:4 – 2007:4)

MSA	ΔD (%)	ΔS (%)	ΔI (%)
W.D.C.	-40%	+30%	-7%
S. Louis	-50%	-10%	-55%
Phoenix	-55%	+50%	-15%
Miami	-35%	+30%	-2%
K. City	-2%	-10%	-12%
L. Angeles	-55%	+70%	-20%
Dallas	0%	-15%	-15%



Actividad real

Índice de producción industrial (desestacionalizado)



Actividad real

Nuevos solicitantes de seguro de desempleo
(desestacionalizado)



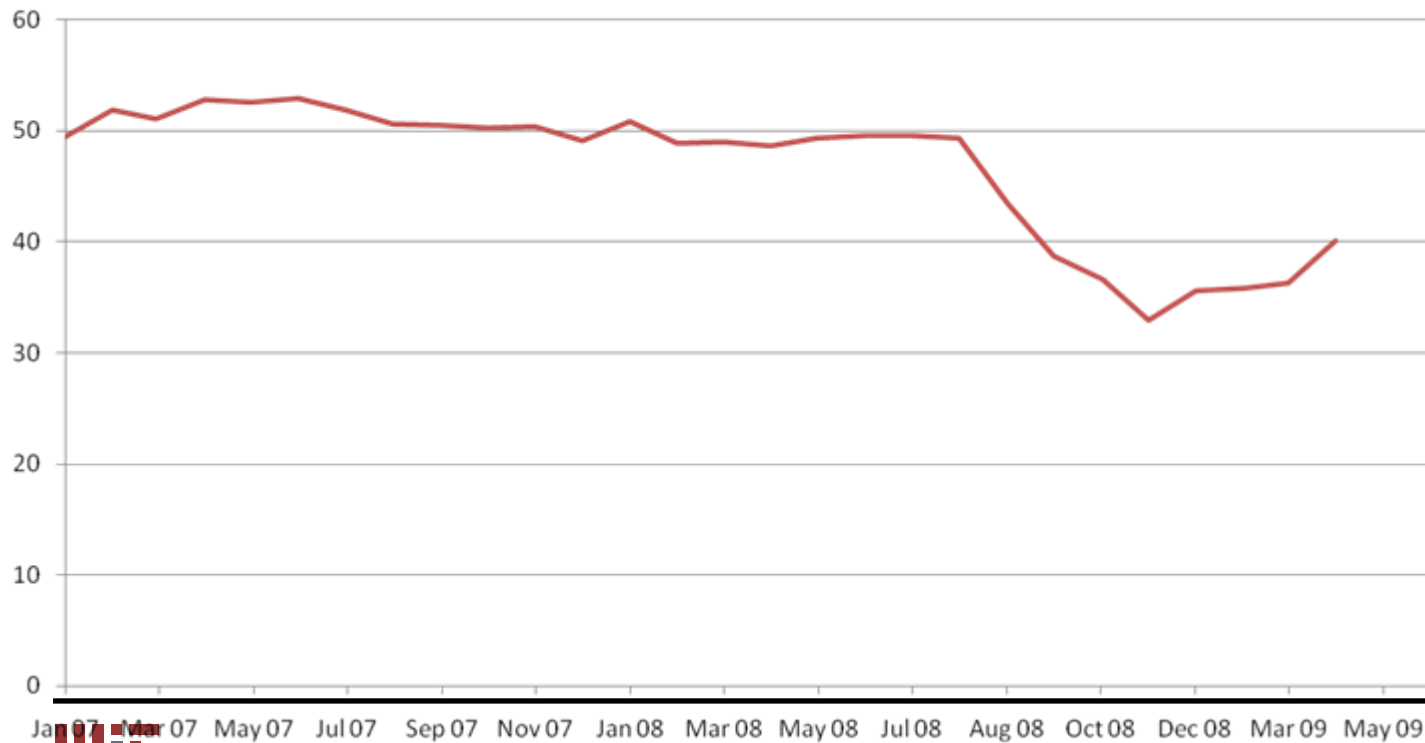
Actividad real

Inicios de construcción de casas



Actividad real

Encuesta de gerentes de compras (PMI)

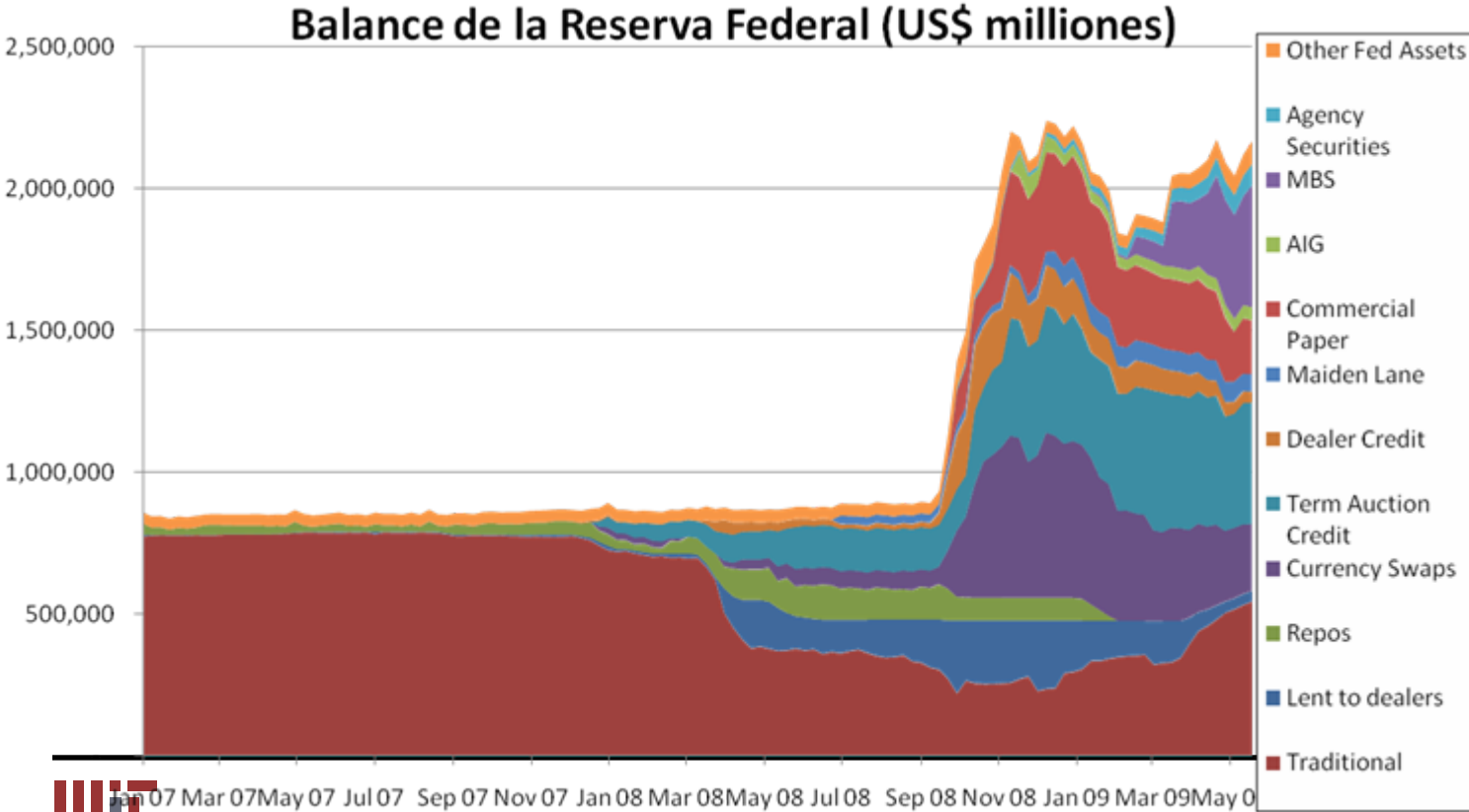


Peligros vigentes

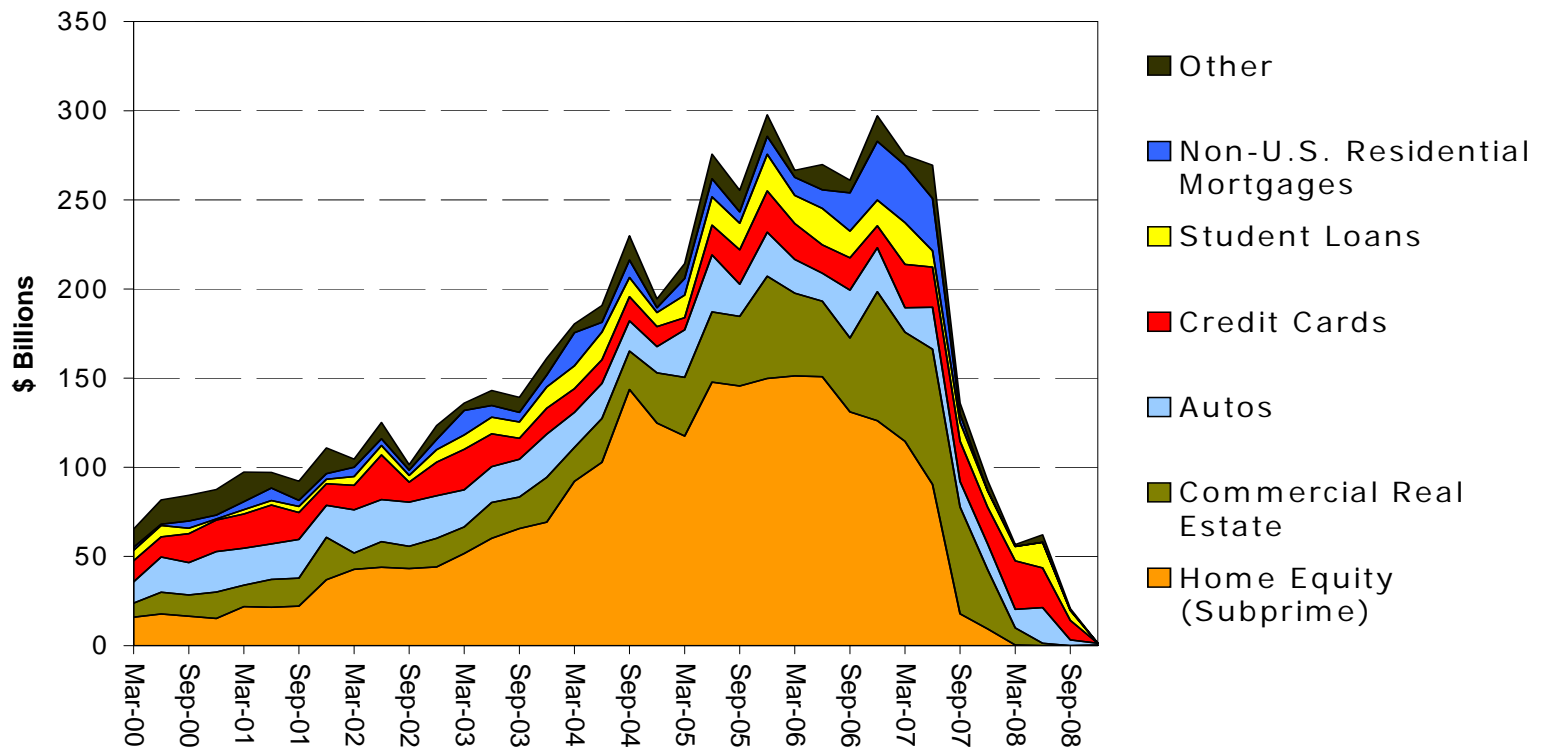
- Gran parte de la recuperación se debe a la reducción de incertidumbre de política económica (nacionalización, etc.)
- Peligro: la restricción política deja muy poco margen de error – riesgo de populismo
- Relacionado: El Fed no puede expandir su balance mucho más (restricción política), y aún esta congelado el mercado de securitizados
 - CRE: crisis de refinanciamiento



El balance del Fed



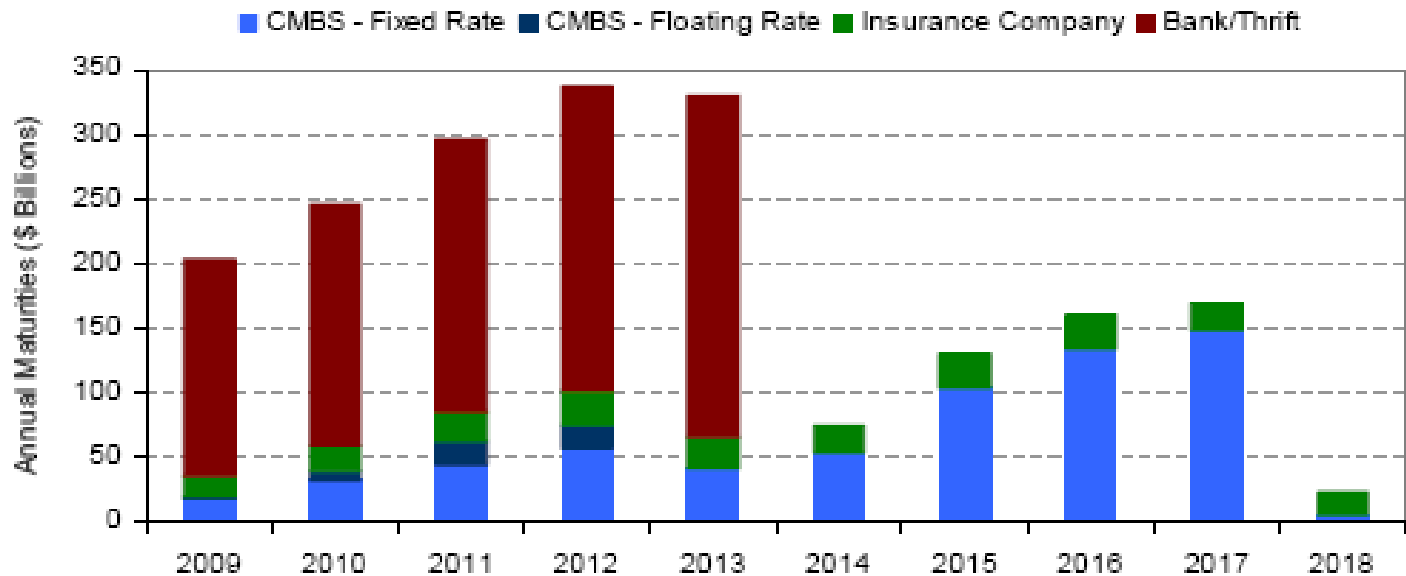
New Issuance of Asset Backed Securities in Previous Three Months



Massachusetts Institute of Technology

Riesgo de refinanciamiento

Figure 4: Estimated maturity profile of commercial mortgages in CMBS, bank and life company portfolios

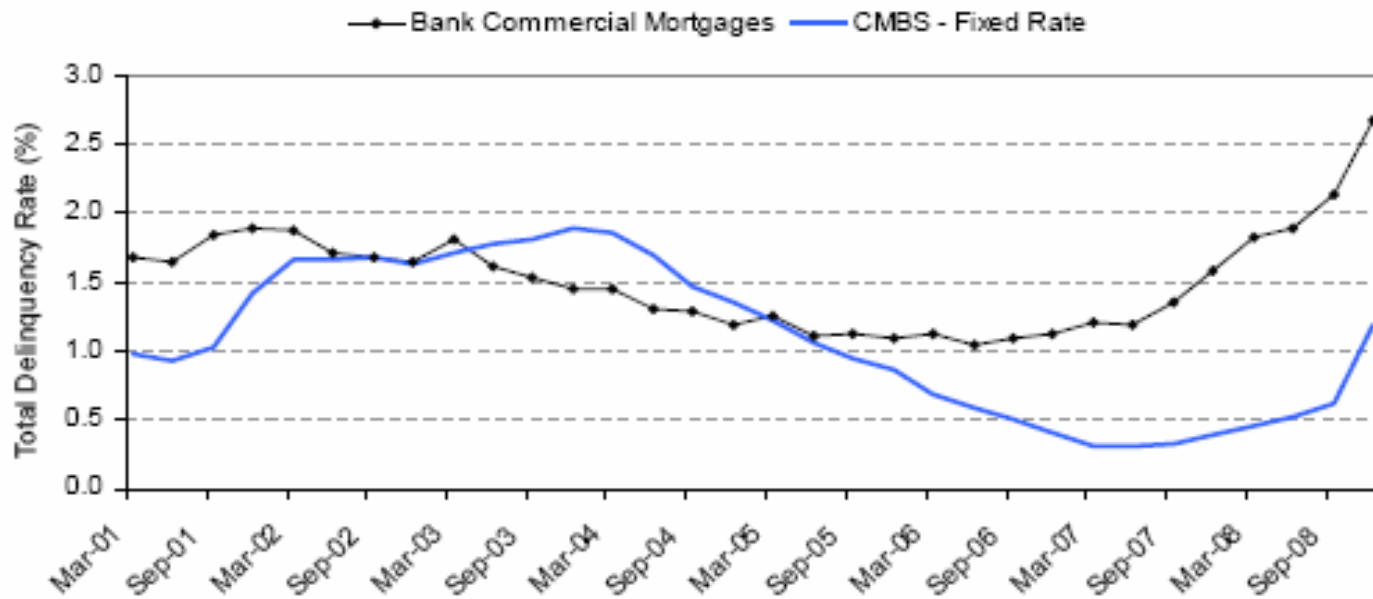


Source: Deutsche Bank, Index, Repp, Mortgage Bankers Association, Federal Reserve



Morosidad CRE

Figure 6: Total delinquency rates: fixed rate CMBS versus commercial mortgages in bank portfolios



Source: Deutsche Bank, Index, Tepp, Foresight Analytics



¿Qué viene?

Política económica y actividad



Política económica

- Corto plazo: Tratar de acelerar la transferencia del TALF al sector privado y apoyar activos más riesgosos
 - Restricción política ha deprimido la demanda privada y la capacidad de apoyo público
 - Reducción de incertidumbre crea la oportunidad de atraer a capital privado de largo plazo
 - Difícil salir rápido sin reactivar mercados de ABS, etc. Bancos no tienen la capacidad para cubrir el espacio
-



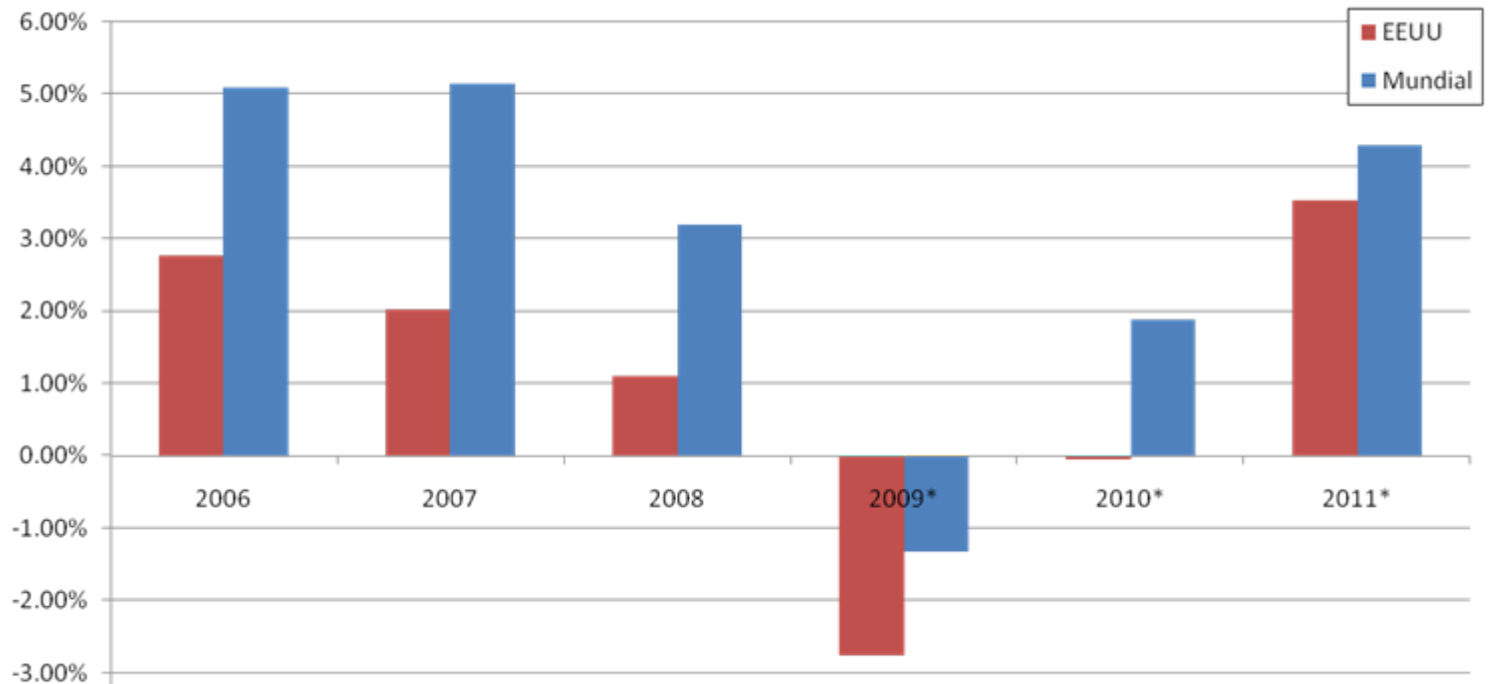
Política económica

- Mediano plazo: (sobre?) regulación y reducción de apalancamiento
 - Problema dinámico / siempre atrás
 - Problema: Junta riesgo micro con riesgo macro. Demandas de capital son muy distintas
- Preferible: Remover riesgo macro extremo e inesperado
 - Seguro para “sorpresas” sistémicas

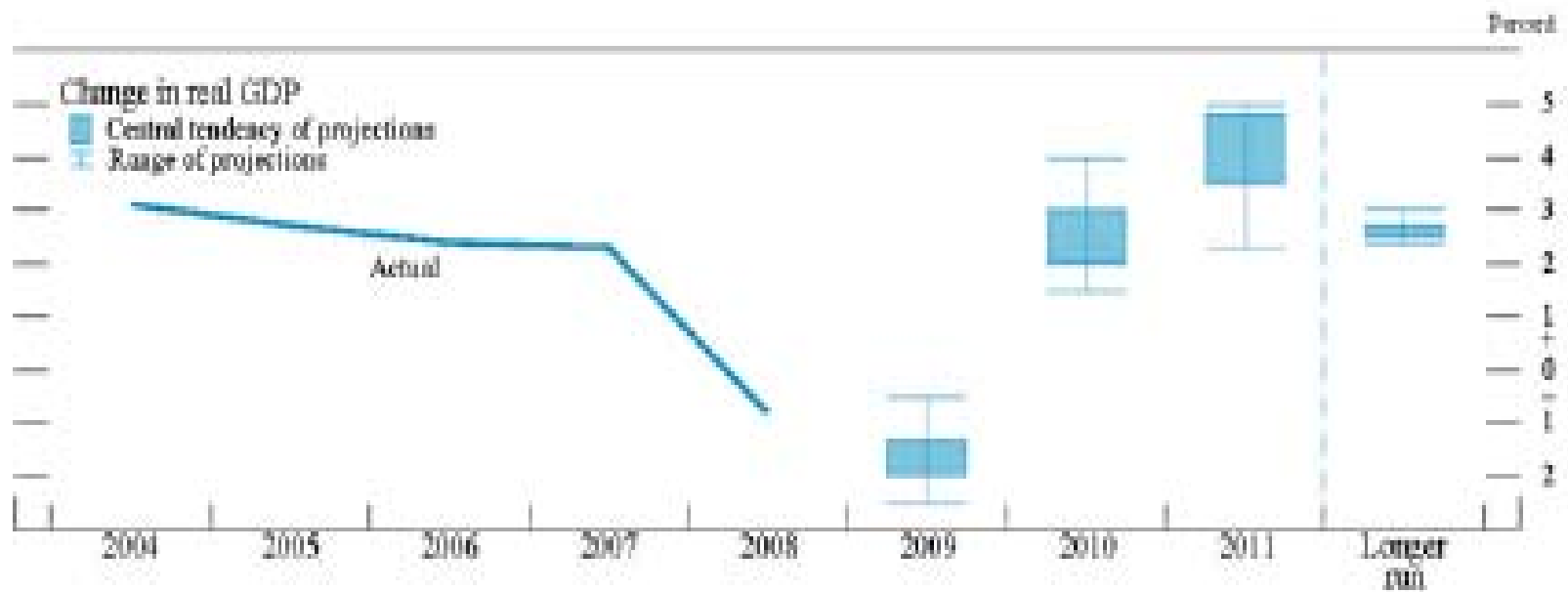


Actividad real

Crecimiento del PBI



Actividad real



Fed Board - April

Actividad real

Duración media de recesiones (trimestres)		
Sin contracción crediticia 3.6	Con contracción crediticia 3.8	Con contracción crediticia severa 4.3
Sin caída inmobiliaria 3.2	Con caída inmobiliaria 4.5	Con caída inmobiliaria severa 4.6
Sin caída de la bolsa 3.5	Con caída de la bolsa 3.8	Con caída de la bolsa severa 3.6

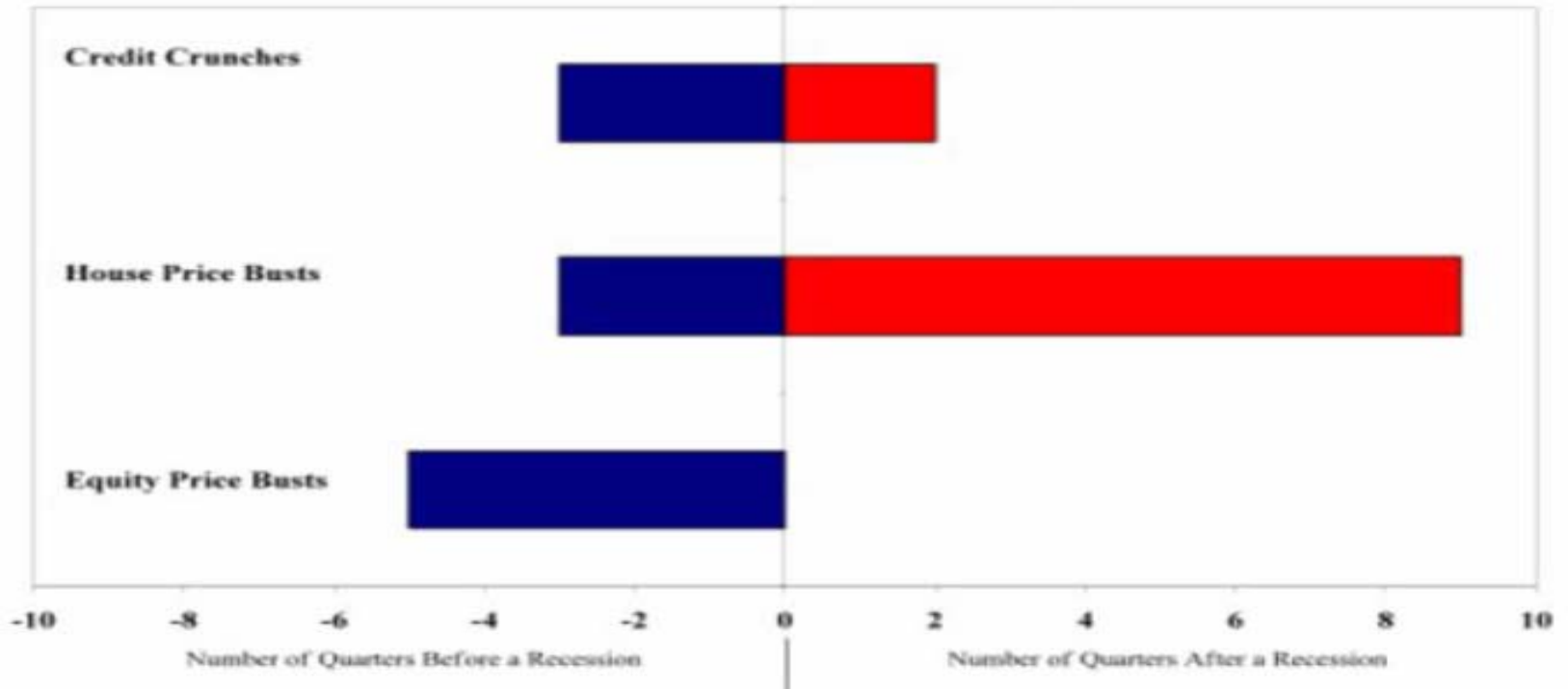
Amplitud mediana de recesiones (pico a valle)		
Sin contracción crediticia -1.8%	Con contracción crediticia -2.2%	Con contracción crediticia severa -2.7%
Sin caída inmobiliaria -1.5%	Con caída inmobiliaria -2.2%	Con caída inmobiliaria severa -2.6%
Sin caída de la bolsa -1.6%	Con caída de la bolsa -2.0%	Con caída de la bolsa severa -2.1%

Claessens et al, IMF



Actividad real

(median number of quarters crunches and busts lead/lag recessions)



Claessens et al, IMF



Massachusetts Institute of Technology

Actividad real

- ¿Pero a donde se irán los recursos financieros?
 - Expansión de oferta pública de activos
 - ¿Acciones?
 - ¿Commodities?
- Muy incierto. Tasas de interés muy bajas



Conclusiones



El presente

- La economía:
 - La situación es extremadamente frágil pero hay evidencia clara de reducción de incertidumbre
 - Capital político deja muy poco margen de error
 - La política económica:
 - Extender TALF e implementar PPIP
 - Empezar transición de estos programas al sector privado y moverse a los tranches más riesgosos
-



El futuro

- La economía: Nadie entiende bien qué tipo de recuperación sigue a un episodio de este tipo.
 - Lo obvio: destrucción de sistema financiero demora recuperación
 - Lo sutil: En equilibrio general, con un exceso de demanda de activos financieros a nivel global..??
- Política económica: Desapalancamiento fuerte no es consistente con la estructura global.
 - Seguro macro es; Banco Central II



La Crisis Financiera

Política Económica y Recuperación

Centro de Estudios Públicos

Santiago, Mayo 2009

