

LA CRISIS FINANCIERA: ¿ESTAFA, MALA GESTIÓN EMPRESARIAL, MAL MANEJO MACROECONÓMICO O UNA FALTA DE REGULACIONES? DE NUEVO LAS ENSEÑANZAS

Julio César Espinosa Rodríguez¹

“Encuentra una tendencia cuya premisa sea falsa, y apuesta tu dinero contra ella”.

George Soros

“Los derivados son armas financieras de destrucción masiva”

Warren Buffett

Resumen

La intensificación de la crisis a nivel global, luego de la bancarrota de Lehman Brothers en septiembre del 2008, ha provocado que el actual entorno económico y financiero sea complicado para la economía mundial, el sector financiero a nivel global y para los bancos centrales.

La actual crisis deriva de muchas causas; no obstante las principales son tres: primero, aspectos macroeconómicos; segundo, la inadecuada regulación de los entes encargados, y tercero, los reguladores estimularon el rápido crecimiento de los derivados en el mercado OTC.

Palabras clave: Crisis financiera, regulaciones, mercados OTC.

Abstract

The amplification of the global financial crisis, following the bankruptcy of Lehman Brothers in September 2008, has made the present economic and financial environment a not easy time for the world economy, the global financial system and for central banks.

Recibido el 4 de Agosto del 2010 – Aceptado el 20 de Setiembre del 2010

1 Economista. Docente e investigador de la Escuela de Economía, Universidad Nacional, Heredia. Correo electrónico: julio_espinosa@hotmail.com

There are many causes from the recent financial crisis. Main could be three. First, there were macroeconomic components. Second, the inadequate oversight/regulation provided by financial market regulators. And third, federal regulators have actively encouraged the rapid growth of over-the-counter (OTC) derivatives and securities by all types of financial institutions.

Key words: Financial crisis, regulations, OTC markets

1. Introducción

A pesar de que el mismo Greenspan ha querido engañar al público y ha dicho que la crisis no era posible predecirla,² pues todas las crisis son distintas –según escribe en sus publicaciones³–, existen al menos cuatro elementos de las crisis que ya se conocían previamente.

El primero de esos elementos se refiere a que ya las crisis anteriores habían dejado claro que la relajación de las regulaciones era un aspecto importante para generar muchos problemas. Uno de ellos ha sido el crecimiento desmedido del crédito, lo cual tiene efectos sobre las burbujas inmobiliarias y accionarias, y posteriormente, provoca problemas de liquidez y solvencia en las instituciones bancarias. Igualmente, al ser laxas las regulaciones, se permite una serie de conflictos de intereses, de modo que los conglomerados económicos logran acceder a créditos sin restricciones por medio de sus propios bancos.

El segundo elemento se originó en que tras un largo proceso de asumir altos riesgos y elevados niveles de apalancamiento bancario, bursátil, empresarial y personal, el precio de los activos se puede sostener

y acelerar, sin embargo, ese proceso se revierte en algún momento, produciendo niveles de deuda/activos insostenibles; y evidentemente una fuerte caída del precio de los activos.

El tercero se relaciona con la existencia de ciclos económicos y que la prociclicidad, tanto regulatoria como de las decisiones empresariales, acelera el crecimiento en las etapas expansivas pero hace que las crisis sean más intensas y duraderas.

Los conflictos de interés que presentan diversos agentes en su actuación es el cuarto elemento, y es el caso muy particular de las agencias rating, los valoradores y tasadores; pues quienes certifican la calidad financiera y valoran los activos tenían incentivos para hacerlo de manera deficiente.

Ampliar la lista anterior sería muy sencillo, con la exposición de distintas experiencias y enseñanzas, pasando por la crisis de los 30, la crisis asiática, y las crisis de las punto com entre otras. Esto demuestra que existen muchas coincidencias entre las diferentes crisis.

Asimismo, tras la crisis, de nuevo se repite la vieja polémica y lucha eterna entre los enfoques económicos: ¿fue un resultado del mercado o de la intervención estatal?

Quienes consideran que la crisis es el resultado de fallas del mercado plantean que, por causa de la desregulación se produjo

2 A pesar de esa afirmación, ya varios premios Nobel de economía habían sido muy claros de los que se “veía venir”, tal como Stiglitz 2003, Krugman 1994 y 1999; Galbraith 2004; lo mismo que empresarios como Soros y Warren Buffet, entre otros.

3 Por ejemplo Greenspan 2010

una reducción de la calidad de los prestatarios de créditos, lo cual incentivó la creación de productos derivados cada vez más complicados, cuya consecuencia fue la crisis subprime.

Al contrario, otros economistas afirman que la crisis fue el resultado de los errores de la intervención del Estado, lo cual se demuestra según dos líneas de análisis: los que exponen que la política monetaria expansiva de la Reserva Federal (FED) fue errónea; otra línea sostiene que el Gobierno facilitó la posibilidad de crecimiento de las hipotecas subprime, a través de mecanismos y leyes que incentivaron y hasta llegaron a obligar a las entidades bancarias a dar créditos a clientes sin capacidad de pago.

El presente artículo se divide en tres partes. La primera incluye una serie de aspectos que se pueden considerar las causas de la crisis. Un segundo apartado incluye las

enseñanzas y consecuentes cambios que se generaron producto de la crisis. Y finalmente, se expone la agenda de cambios futuras que deberían darse. Por tanto, se busca hacer un recuento de los aspectos más importantes que explican la crisis y de los cuales se derivan enseñanzas para futuras políticas económicas.

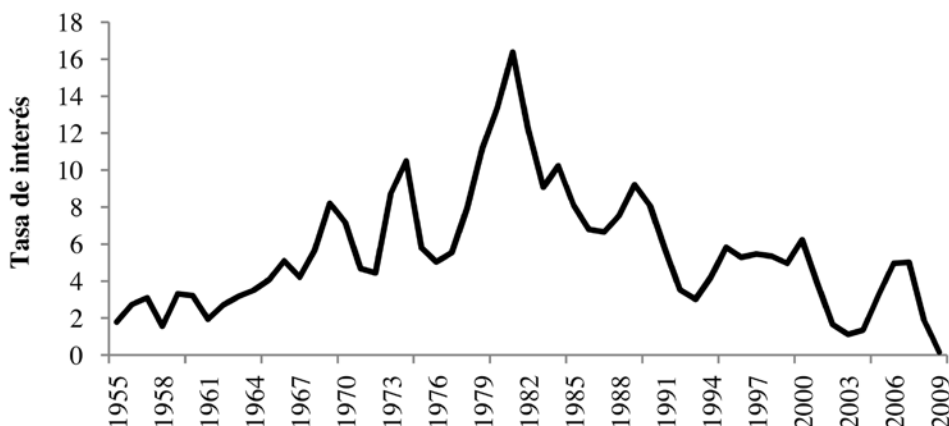
2. Causas de la Crisis

La crisis fue el resultado de una maraña de aspectos regulatorios, del desarrollo de innovaciones financieras y de aspectos económicos que se gestaron por varios años.

2.1. Aspectos fundamentales

En los últimos años las tasas de interés han sido las más bajas en décadas (gráfico 1). Esto las llevó a niveles de un 1%, acompañado de niveles elevados de liquidez.

Gráfico 1
EE.UU.: Tasa Federal de Fondos Overnight
(1955-2009)



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Reserva Federal de Estados Unidos

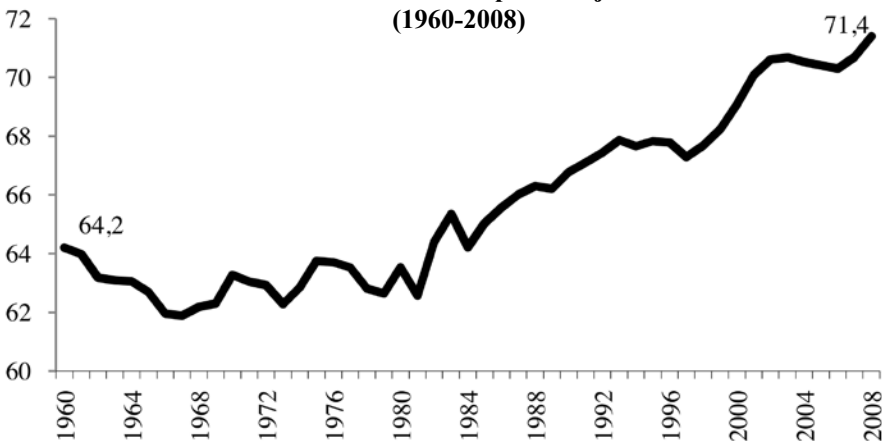
De acuerdo al gráfico 1, las tasas de interés⁴, luego de las crisis de las punto com, fueron reducidas fuertemente por la *FED*; por ejemplo en un solo año la tasa de fondos federales pasó de $6^{1/2}$ a un $1^{3/4}$, junto con una fuerte inyección de liquidez. Esto causó situaciones particulares, tanto del lado de la demanda como de la oferta (Pereyra 2008)

Por el lado de la demanda se produjo un incremento sin precedentes en el endeudamiento de las familias e incremento de los gastos (gráfico 2); junto con políticas de tasas de interés bancarias de largo plazo fijas, lo cual propició que el prestatario se endeudara más allá de sus posibilidades. Entonces, se formó una burbuja inmobiliaria que generó un círculo vicioso por el lado de la oferta y posteriormente, en la demanda y así sucesivamente.

Por el lado de la oferta, y ante un contexto de bajas de tasas de interés, hubo una presión por parte de los accionistas y/o inversionistas para lograr retornos cada vez mayores; por lo que se generaron productos cada vez más rentables y, consecuentemente, más riesgosos; se crearon entonces mecanismos de inversión de corto plazo, cuyo respaldo o subyacentes eran de muy largo plazo, con el consecuente descalce de plazos.

Por otra parte, ha habido cuestionamientos muy fuertes al incremento sin precedentes del déficit fiscal, en gran parte para financiar las guerras (gráfico 3); lo que se ha reflejado en una masiva emisión de bonos del tesoro, y complementariamente, un déficit de cuenta corriente financiado por capital externo.

Gráfico 2
EE.UU.: Consumo como porcentaje del PIB
(1960-2008)



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Reserva Federal de Estados Unidos

4 *Federal Funds Rate* (EEUU) es la tasa de interés bajo la cual instituciones depositarias privadas (principalmente bancos) prestan dinero (fondos federales) en la | a otras instituciones depositarias, usualmente de un día para otro. Es la tasa de interés que los bancos se cobran entre sí cuando se

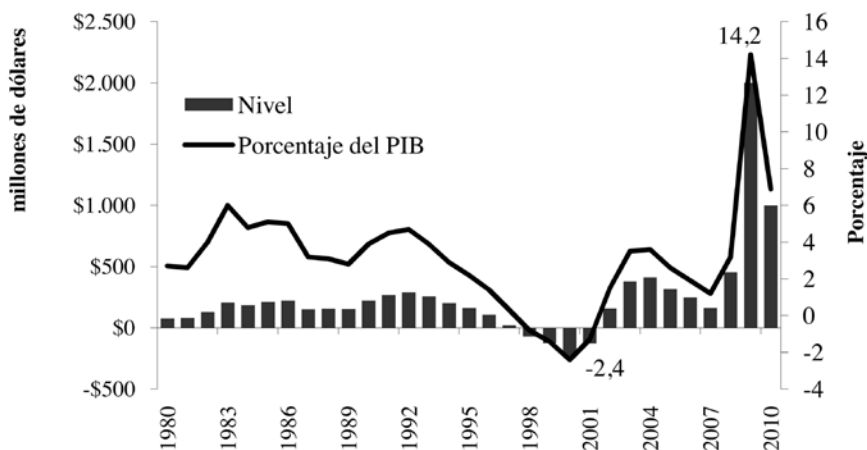
prestan dinero. La modificación de esta tasa de interés es uno de los mecanismos que la *FED* tiene para variar la oferta de dinero en el mercado. La tasa objetiva de fondos federales es fijada en las reuniones del *Federal Open Market Committee*.

Eso ha provocado otra fuerte discusión sobre el impacto del creciente déficit de cuenta corriente de los EE.UU. y sus implicaciones a nivel mundial (gráfico 4). El déficit de la cuenta corriente ha crecido constantemente a niveles sin precedentes y,

por ejemplo, en el 2008 EE. UU. recibió el 43% de los flujos globales de capital.

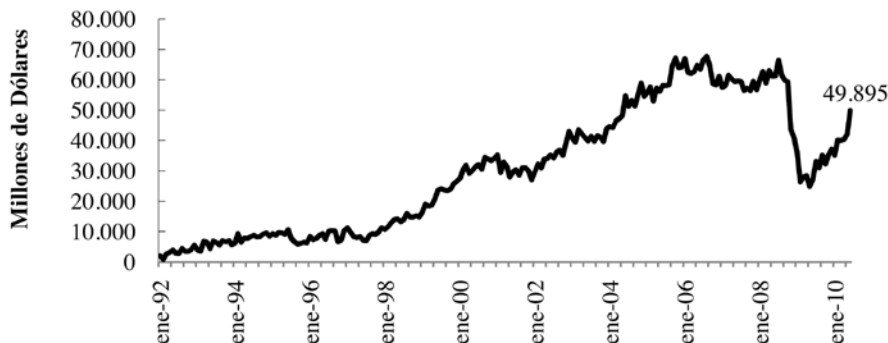
En contraparte, se han incrementado los superávits de países como China y los ex-

Gráfico 3
EE.UU: Déficit Fiscal
(1980-2010)



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Fondo Monetario Internacional

Gráfico 4
EE.UU: Déficit Fiscal
(Ene 92 - Jun 10)



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Bureau Economic Analysis

portadores de petróleo; al mismo tiempo esos países han elevado sus reservas internacionales, por ejemplo, China y los países exportadores de petróleo las han quintuplicado entre el 2003 y el 2008; asimismo China se ha transformado en el mayor tenedor de bonos del Tesoro de EE UU.

De ese modo, una economía con déficit fiscal producto de las guerras, con un déficit comercial producto de la utilización de mano de obra barata del exterior, con la deuda financiera mayoritariamente en manos de extranjeros y una estructura de consumo basada en un 75% en el consumo interno, podía ser sostenible solamente con una moneda fuerte; sin embargo, desde finales de los 90 el dólar sufrió una constante depreciación nominal cercana al 30%.

¿Qué ha sucedido? Los inversionistas internacionales y locales han reducido sus

inversiones en bonos del tesoro proporcionalmente hablando (y quizás también en términos absolutos); esto ha tenido como contrapartida la adquisición de estos valores por parte de China, Japón y el resto de Asia. La ola de adquisiciones hechas por los gobiernos asiáticos que han estado dispuestos a acumular enormes cantidades de dólares como contrapartida de su propio superávit de exportaciones, especialmente entre los años 2003-2004, ha permitido al dólar no caer estrepitosamente.

Además, las políticas anteriores de exceso de gasto por parte del gobierno fueron acompañadas por una contracción del ahorro en la mayoría de países, alimentada por las políticas de tasas de interés bajas de la FED, que fueron copiadas por el resto de bancos centrales del mundo (gráfico 5).

Así, el contexto económico fue de abundante ahorro internacional, pero decreciente

Gráfico 5
EE.UU: Tasa de Ahorro Personal
(Ene 80 - Dic 09)



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Bureau Economic Analysis

en EE UU.; de altas tasas de crecimiento global e inflación controlada por factores exógenos⁵; y un continuo incremento del consumo. En estas circunstancias, no fue necesario elevar las tasas de interés, pero tuvo como contraparte el incremento del precio de los activos y la creación de burbujas inmobiliarias, las cuales no se podían explicar por fundamentos económicos; sin embargo, posteriormente sufrieron ajustes y generaron la situación actual de los mercados financieros y de la economía mundial.

2.2. Cambios en las Regulaciones

En los últimos 10 años se ha consolidado un proceso de fusiones y adquisiciones a gran escala, en el que se han incluido distintos sectores, y el sector financiero no se ha escapado a ello; lo cual en los 90 provocó que ese proceso fuera muy productivo para los bancos, y acelerado por tres factores: el avance tecnológico, la desintermediación y la desregulación.⁶

La desregulación llevó a la eliminación de las barreras entre la banca, las casas de bolsa y los seguros, así como a una serie de cambios que estimularon el desarrollo de un mercado subprime enorme.

2.2.1. Las regulaciones de los 30's

Durante los años veinte ocurrió un proceso en que tanto los bancos accesoraron a las operaciones bursátiles, y los bancos de inversión tomaron captaciones del público.⁷ Junto a esto, desde mediados de los años veinte EE UU. presentó un crecimiento y una prosperidad importantes, acompañados

de gran optimismo. De hecho unos de los mejores negocios era invertir a través de la bolsa, pues aseguraba ganancias. Esto originó varios efectos interesantes: euforia por adquirir acciones, crecimiento de la colocación de créditos para especular e igualmente los inversionistas en bolsa recibieron créditos con garantía en sus valores. Claramente esto generó incrementos históricos en las cotizaciones de la bolsa, pero sin un respaldo en la economía real y convirtió a cualquier “hijo de vecino” en inversionista en bolsa.⁸

Luego de la crisis que provocó la caída de la bolsa y de la economía mundial, durante los años treinta se implementó, una serie de regulaciones que buscaban eliminar los conflictos de intereses entre operaciones bancarias y bursátiles, lo cual llevó a que en 1933 se promulgara la *Banking Act*, más conocida como la *Glass-Steagall Act*. Esta ley incluía al menos 7 aspectos fundamentales:

- Separación total de la actividad bancaria de la bursátil. Prohibía a los bancos comerciales que realizar operaciones de aseguramiento y/o

5 Por ejemplo, mano de obra barata de los países exsocialistas y China.

6 Consultar Smith y Walter 1992 y 1997.

7 Sobre la crisis de los treinta y el abuso de los bancos cf. Benston (1990), Kroszner y Rajan (1992), Xu, Supanvanij y Yeager (2000).

8 Luego de la caída de la bolsa de 1929, a Joseph Kennedy (padre del futuro presidente Kennedy) se le consultaba como era posible que él no hubiera perdido dinero el Viernes Negro, mientras familias como los Rockefeller habían perdido las dos terceras partes de su fortuna. Su respuesta era que la decisión de salirse de bolsa la tomó luego de escuchar una conversación entre dos limpiabotas. Resulta que un día antes de llegar a su oficina entro a un salón de limpiabotas y mientras le lustraban los zapatos, escucho una conversación entre dos de ellos. Uno le decía al otro que se iban a vender acciones de una empresa que aparentemente tenían muy buen futuro y que él había decidido comprar. El otro limpiabotas le pregunta que cuál era la compañía; a lo que el otro contesta que eso no era importante, pues no había duda que subirían de precio. Luego de escuchar esa conversación Joseph Kennedy llegó a su oficina llamó a sus corredores de bolsa y les ordenó que le vendieras todas sus inversiones. Consideraba que si los limpiabotas tomaban ese tipo de decisiones, algo extraño estaba por suceder en el mercado.

tenencia de valores, no sólo directamente, sino también por medio de filiales.⁹

- Prohibición para que los bancos administraran fondos de pensiones o de inversión; asimismo, en un inicio se les negó la posibilidad de participar accionariamente en empresas con operaciones en el mercado bursátil. Sin embargo, posteriormente se les permitió participar siempre y cuando la actividad no representara más de un 18% para sus ingresos.
- Creación de un sistema bancario que diferenciaba entre los bancos nacionales, estatales y locales¹⁰. Se aplicó la ley antimonopolio (*Sherman Act*) para evitar las fusiones y adquisiciones, y los grandes bancos, y se permitió sólo un 18% de control por parte una institución financiera nacional, estatal o local.
- Se prohibió a los bancos participar en empresas no bancarias. Años después se aprobó la *Bank Holding Company Act*, para aclarar las restricciones de la *Glass-Steagall Act* a los bancos propiedad de las *Multi-bank Holding Companies*. Esto por-

⁹ En palabras del senador Carter Glass, “la incursión de los bancos comerciales en operaciones con valores «hacia peligrar la estabilidad del sistema financiero, por la generación de conflictos de intereses que dicha situación acarrearía», y que tuvo en la que Gran Depresión de 1929 una de sus manifestaciones más notorias, cuya situación era preciso reconducir lo antes posible” (Blanco 2004).

¹⁰ Esto es el llamado sistema dual o dual *banking system*, eso significa que existe dos o más entidades regulatorias que compiten para atraer participantes a sus jurisdicciones. Así en EE UU. existe normativa federal y normativa estatal, esto da como resultado una calificación de bancos en tres tipos: a. según la entidad que le conceda autorización, haciendo referencia al *dual banking system*, b. según sea miembro o no de la *Federal Reserve System*, c. Según sea miembro o no del *Federal Deposit Insurance Corporation* (Blanco 2004).

que, se interpretó que los bancos que no pertenecían al sistema de FED podrían controlar empresas con actividades no bancarias o ser contratados por empresas no bancarias (cf. Blanco 2004).

- Se creó la *Securities and Exchange Commission* (SEC), la cual fungiría como la entidad reguladora del mercado de valores.

De ese modo, la ley se dirigió a que los bancos que captaban recursos y que eventualmente accederían al seguro sobre depósitos, no realizarían actividades de especulación, y se reduciría el riesgo moral, así como el conflicto de intereses.

2.2.2. Cambios legales en los 90's

Los 90 se van a caracterizar por un proceso en el cual se van a relajar las regulaciones y se va ir contantemente reduciendo la separación entre la banca y los valores, hasta llegar el punto de hacer desaparecer esa barrera.

Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act (1994)

Antes de la aprobación del *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act*, la única forma de expandirse por parte de los bancos era por medio de las adquisiciones de las compañías denominadas *Bank Holding Companies*. La nueva ley autorizó por primera vez que un banco comercial pudiera ser dueño de otros bancos en diferentes estados, y que abriera sucursales en otros estados a partir de 1997. Claramente la ley eliminó las restricciones a la expansión bancaria, pues se inició un período de fusiones y adquisiciones entre los pequeños bancos que establecidos hasta ese momento.

Reducción de requisitos crediticios: Community Reinvestment Act de 1977 y 1995

La aprobación de la *Community Reinvestment Act* (CRA) buscaba que no se produjera discriminación en el otorgamiento del crédito. Así, obligaba a las entidades crediticias a otorgar créditos a las minorías étnicas y personas de bajos recursos. Para 1995 se estableció una serie de sanciones a los bancos que no cumplieran con esas prácticas, y si no era así, se podían establecer obstáculos para abrir sucursales y prohibiciones para fusionarse.

En 1992 el congreso norteamericano dispuso que las entidades semiestatales *Fannie Mae* y *Freddie Mac* ingresaran al mercado subprime. Para 1996 el Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano les exigió que no menos del 12% de sus hipotecas se dirigieran a personas cuyo ingreso fuera inferior al 60% del promedio del ingreso de la comunidad en la que vivía. Sin embargo, esos montos se incrementaron al 20% en el 2000 y al 22% en el 2005. Antes de la crisis esas entidades cubrían alrededor del 50% del mercado hipotecario de riesgo.¹¹

Este tipo de créditos se caracterizó por tener clientes que se denominaban Ninja¹², cuyos créditos se concedían bajo las siguientes características:

- Evaluación muy débil de la capacidad de pago.
- Muchos créditos se dieron a tasas fijas por período cortos de tiempo,

pero variables luego de un período determinado.

- Períodos de gracia en los que se pagaban sólo intereses y en muchas ocasiones se incrementaban los montos de los créditos, por el aumento del precio de las casas y no había cambios en las cuotas.
- Se concedían hipotecas sin cuota inicial y/o por montos superiores al 100% del valor del inmueble.

Lo anterior tuvo varios efectos en la generación de las hipotecas subprime que contribuyeron con la crisis:

- El proceso de burbuja inmobiliaria se vio estimulado con la emisión de este tipo de hipotecas, lo que se transformó en un círculo vicioso.
- La titularización de hipotecas no permitió ver con claridad la solvencia de las entidades financieras. Al titularizar se extraían esos créditos malos de las carteras de los bancos y no tenía que cumplir reglas de capital regulatorio y más bien recibían más recursos para seguir con el proceso de nuevas colocaciones subprime.
- No debe dejarse de lado la función asignada a *Fannie Mae* y *Freddie Mac* en la compra de estas hipotecas. El sector bancario evidentemente apostaba a los incrementos de los precios de las propiedades como medio para mejorar la garantía, lo cual no se mantuvo en el largo plazo.

Eliminación de las Glass-steagall Act

Desde finales de los ochenta se vino cuestionando la *Glass-Steagall Act*. Mucha de la argumentación se dirigía a que esas prácticas no eran prohibidas en otras regiones o

11 Se estima que *Fannie Mae* y *Freddie Mac* compraron alrededor de una 47% de las hipotecas tóxicas, \$1,6 trillones (Pinto 2008). Sobre toda la problemática vivida con estas entidades se puede consultar Green y Schnare 2009, White 2005 y Pelouze 2009.

12 *No income, no job, no assets* (sin ingreso, sin trabajo, sin activos).

países que aplicaban la “banca universal”¹³, lo cual reducía la competitividad del sector financiero norteamericano.

Desde 1987 se dieron algunos cambios que permitieron a los bancos comerciales suscribir y negociar cierto tipo de valores, de nominados “*bank ineligible securities*”; posteriormente en 1989 se hizo lo mismo para las *Bank Holding Companies*. Sin embargo, fue hasta 1999 cuando se aprobó una ley que eliminó la *Glass-Steagall Act*, mediante la *Gramm-Leach-Bliley Act*. Lo anterior permitió operaciones de fusión y adquisición antes vedadas. Citicorp se fusionó con la aseguradora Travelers y el nuevo megabanco compró Salomon Brothers y Smith Barney; de esa manera, un banco comercial incursionó en el negocio de los seguros y la banca de inversión. Con ello se inició la creación de gigantes megabancos universales.

2.3. Instrumentos derivados¹⁴

Los instrumentos derivados con instrumentos financieros, cuyo valor depende de un activo subyacente en el futuro, ya sea un bono, una hipoteca o un producto básico, se asociaban hace algunos años a aspectos de cobertura, sin embargo, en los últimos años es un mercado que ha crecido exponencialmente y han surgido instrumentos derivados inimaginables en el pasado y se han transformado en el principal instrumento para especular.

Ahora bien, los mercados derivados se dividen en dos tipos: los que se negocian en bolsas de valores o productos, bien organizados y regulados; el otro es el mercado OTC (*over the counter*) con regulaciones muy laxas.

En las bolsas se garantiza la transparencia y el anonimato de las partes, donde existen ofertas y demandas y se ofrece el mejor precio en cada momento que se desee comprar o vender, pues concurren infinidad de participantes. En cambio, en el mercado OTC se producen transacciones en las que se intercambia un activo financiero entre dos partes, y donde cada una debe buscar su contrapartida para ejecutar su operación; esto claramente eleva los riesgos de transparencia.

Precisamente en los mercados OTC se implementó una serie de instrumentos estructurados derivados de las carteras crediticias. Estos instrumentos poseían una estructura financiera complicada, construida por medio de reingeniería de los flujos de efectivo, por medio de lo cual se lograba cambiar las características de riesgo, rentabilidad y liquidez de carteras crediticias iniciales. Mediante este mecanismo, la cartera crediticia se eliminaba de los balances del banco y se agrupaban en paquetes y/o tramos distintos, los cuales se vendían otorgándoles a los inversionistas derechos a los flujos futuros que generaban las hipotecas. Lo interesante de ese proceso era que los paquetes de hipotecas se podían garantizar con un tipo de seguro, que podía reducir los riesgos de los papeles finales que se vendían.¹⁵

Según lo anterior, se pueden identificar cuatro elementos de esas titularizaciones:

13 La banca universal existe cuando las entidades bancarias ofrecen una gama amplia de servicios, que van desde la simple intermediación financiera, hasta cualquier tipo de negocio bursátil, y en muchos casos incluyendo el negocio de los seguros. Asimismo, en muchas ocasiones los bancos llegan a tener también participación en empresas o conglomerados no bancarios.

14 La importancia que han llegado a tener los productos derivados ha sido increíble. Se dice que de un mercado global que para 1989 representó \$3.8 billones, para diciembre de 2008 alcanzó más de \$640 billones, lo que equivale a más de 10 veces el producto mundial (Soto 2010).

15 En este sentido consultar Fabozzi y otros 2006, Fabozzi y Kothari 2007, Mengle 2007 y Morgan Stanley 2008.

- Los activos subyacentes se extraen de los balances de los bancos comerciales mediante la creación de figuras creadas para ese fin.
- Empaquetamiento de las hipotecas en tramos.
- Se crea un activo sintético nuevo, resultado de la ingeniería financiera.
- Establecimiento de mecanismos para mejorar el riesgo de esos nuevos activos.

El problema es cuando las hipotecas no son de buena calidad. Antes de ponerle nombre a los distintos instrumentos, como medio para entender con más facilidad el complejo proceso de creación de instrumentos derivados,¹⁶ se presenta el siguiente ejemplo:

- a. Supongamos a un banco T que concede una hipoteca por \$80 mil, sobre una propiedad de \$100 mil. El comprador asume los \$20 mil adicionales.
- b. Ahora el banco T decide vender la hipoteca a un inversionista A, el cual no tiene el dinero para comprarla, por lo cual decide emitir un papel que se llamará MBS, el cual dependerá del pago de las cuotas de los créditos.
- c. Un nuevo participante, el inversionista B, comprará los papeles MBS, pero tampoco tiene dinero para comprarlos; entonces emite un nuevo instrumento que se llamara CDO, el cual dependerá de lo las garantías que tenga el MBS. Otro inversionis-

ta denominado C será el comprador del CDO.

- d. Adicionalmente, aparece un participante nuevo, un asegurador¹⁷ que le vende un seguro a cada uno de los tramos de las negociaciones (CDS). Así, les vende a los inversionistas A, B y C seguros sobre las hipotecas, el MBS y el CDO.
- e. Ahora bien, estos CDS no son vendidos necesariamente por empresas especializadas, no son regulados y sus precios no son transparentes, por lo que las coberturas a CDO o MBS, pueden exceder el monto de los instrumentos.¹⁸

Todo el esquema anterior funciona perfectamente bien si no existe cambio en el precio de los inmuebles, y si su dueño paga sus cuotas. La situación se complica cuando sucede lo contrario, como pasó durante la crisis. Es más, la situación llegó a ser tal que el banco financiaba los \$100 mil, o sea el 100% del valor de la casa; y adicionalmente, le financiaba al cliente el menaje de la casa y un automóvil.

Ahora pongámosle nombres y apellidos. En primera instancia tenemos las entidades que

¹⁶ Para ver un detalle del proceso de emisión de este tipo de derivados y los efectos en la crisis consultar Gorton 2008, Wilmarth 2009 y Criado y van Rixtel 2008.

¹⁷ No necesariamente es una empresa de seguros, puede ser un hedge fund. Es importante destacar que las empresas de seguros que hicieron este tipo de seguros, era un tramo negocios no regulado y marginal desde el punto de vista de ingresos. Sin embargo, fue el negocio que llevó a la quiebra a entidades como AIG (cf. Vasudev 2009 y Sjostrom 2009).

¹⁸ Algunos ejemplos de cifras son: CDS en el 2002 \$3.8 billones, y para el 2007 eran alrededor de \$62.2 billones. Compradores y vendedores de CDS eran los bancos y los hedge funds (estos últimos, más de lo segundo). El dealer principal entre compradores y vendedores era JP Morgan con \$7,9 billones, seguido de Citigroup con \$3,2 billones. Por ejemplo Fitch estima que al menos el 40% de los CDS vendidos lo son sobre compañías o emisiones que en julio de 2007 tenían calificación inferior a grado de inversión (Pazos 2009).

compran los activos, las cuales en muchos de los casos eran de los mismos bancos. Este tipo de instituciones son las *Special Purpose Vehicle* (SPV) o las *Special Purpose Entity* (SPE) o Structured Investment Vehicles (SIV)¹⁹ por medio de las cuales se realizan las titularizaciones y se crean instituciones de naturaleza fideicomisaria ad-hoc, con el propósito de administrar los portafolios de los activos subyacentes y emitir títulos; así se separan de las otras obligaciones del *holding* o de sus instituciones bancarias. Estas instituciones también se crearon por temas fiscales, de regulación y contables; con ellas los bancos podían sacar los activos de los balances (*off balance*), con las implicaciones obvias contables y regulatorias. De ese modo, la entidad adquirente de las hipotecas actúa como fiduciaria de los flujos de dinero que generan los créditos originales y emite títulos que son comprados por inversores.

De ese modo, se toman activos de largo plazo y se securitizan en activos de corto plazo. Este valor derivado es lo que se denomina *Asset Backed Securities* (ABS), cuyos subyacentes o respaldo son distintos tipo de activos. Cuando el subyacente de ese ABS es una hipoteca, se denomina *Mortgage Backed Security* (MBS).

Los *Collateralized Debt Obligations* (CDO) son las obligaciones garantizadas por deuda. Son tipos de valores basados en la transformación de activos de mayor riesgo, como préstamos, hipotecas, bonos y bonos de titularización de activos. De tal manera que un conjunto de contratos de deuda se agrupan en una SPE/SPV/SIV y los pasivos se dividen en tramos de distinta calidad crediticia y, por tanto, de niveles de subordinación diferentes. Así, los *pools* de activos se venden en tramos a los inverso-

res y cada tramo posee diferente grado de riesgo, determinado por la prioridad para el cobro en caso de que ocurran problemas con el pago de intereses o *default*.

Finalmente, están los *Credit Default Swaps* (CDS). Este tipo de instrumento se denomina *swap* por incumplimiento de crédito; se constituye en un contrato bilateral de protección entre un comprador y un vendedor, mediante el cual el comprador se compromete a realizar una serie de pagos en el tiempo (primas denominadas *spread*), y en caso de que se produzca el *default*, el vendedor se compromete a cubrir parcial o totalmente el crédito.

A pesar de que los CDS son similares a un seguro, hay grandes diferencias entre ellos:

- En el seguro existe de forma tangible lo que se asegura; en el caso de los CDS lo que existen son papeles.
- Los seguros normales están bajo regulación²⁰, los CDS no y, por tanto, a las aseguradoras se les exigen reservas específicas, mientras que a los emisores de CDS no.
- Un seguro ofrece una indemnización ante un evento que se produce efectivamente, en cambio, el CDS establece un pago sin que se produzca una pérdida real.

Ahora bien, la entidad que vende los CDS (ya sea un *hedge fund* o una compañía aseguradora), para su propia protección compran un CDS para protegerse; proceso que se puede hacer infinitamente.

19 Este tipo de entidades generalmente poseen residencia legal en paraísos fiscales, como las islas Caimán, Bermudas, Luxemburgo e Irlanda.

20 En este punto hay que ser muy cuidadoso, pues gran parte de los seguros que las aseguradoras implementaron para los derivados cuyos subyacentes eran hipotecas no estaban regulados. Es el caso de AIG para la cual este tipo de negocio era una operación marginal, pero en la crisis la llevó a la quiebra.

Un aspecto interesante es que se pueden comprar *CDS* (en descubierto) aun sin tener deuda de la compañía a la que se refieren. Por ejemplo, si se compra un *CDS* sobre Citigroup, sin tener el bono correspondiente, es porque se está apostando a que Citigroup no pagará sus obligaciones. De igual manera, puede haber más *CDS* que la cantidad de bonos a los que se referencian.

Precisamente esas características de los *CDS* son las que permiten a los inversores asegurar el riesgo de sus operaciones. Sin embargo, al mismo tiempo posibilitan especular sobre la calidad crediticia de la entidad o del paquete de títulos. Dicho en otras palabras, por un lado se compran paquetes de inversiones, obligaciones de deuda colateralizada (*CDO*) o paquetes de deuda soberana y, al mismo tiempo, se adquieren los seguros *CDS* en caso de que ese tipo de papales entren en *default*.

Así fue como ocurrió con las hipotecas subprime; los grandes inversionistas, además de comprar los paquetes de valores *MBS* o *CDO*, los aseguraban con *CDS*. De esta forma ganaban por la vía normal (el pago de intereses) y también por la vía de impago, o sea, por el cobro del *CDS*.

2.4. Falacia de estar fuera de balance: originar para redistribuir²¹

La titularización está muy fuertemente ligada al modelo denominado “originar para distribuir”. Según este concepto, los intermediarios financieros se encargan de originar activos compuestos mayoritariamente por hipotecas, que se pueden sacar de sus balances; de esa manera, se distribuyen entre los inversionistas y sociedad en general, a través de los distintos tipos de *ABS*. Como se ha expuesto en los apartados anteriores, esto tenía ventajas para las entidades bancarias y los inversionistas; sin embargo, cuan-

do el proceso de titularización es continuo, los intermediarios financieros al saber que las hipotecas serán casi inmediatamente eliminadas de sus balances, existe la posibilidad de que la valoración de riesgo no sea tan estricta. Evidentemente eso generó problemas de riesgo moral y, a lo se debe agregar la mala calidad de los deudores de las hipotecas.

Una vez sumados todos los aspectos anteriores, se tuvo una combinación explosiva, en la que el alto volumen de papeles emitidos con respaldo en hipotecas subprime y vendidos en todo el globo, generó serios problemas a todas las entidades que habían adquirido esos instrumentos. Asimismo, las entidades bancarias que se vieron obligadas a enfrentar pérdidas enormes por las hipotecas y /o emisiones que se habían realizado.

2.5. Autorregulación

La problemática de la autorregulación se divide en varios aspectos. Primero, las agencias gubernamentales tienen recursos limitados para supervisar el funcionamiento de un mercado tan complejo y dinámico como el mercado de valores, por lo que las bolsas de valores se constituyen como organismos autorregulados o *self regulatory organizations* (SROs); con la facultad de regular, supervisar y eventualmente de listar a sus corredores asociados y a las empresas que transan en ellos. Segundo, la práctica de la autorregulación puede verse menoscabada por los intereses económicos de los miembros de la bolsa y requiere de algún grado de supervisión por parte de la autoridad para que detecten problemas y cuiden el interés público.

Son muchos los factores que deben ser considerados a la hora de diseñar y evaluar un adecuado marco regulatorio para la efectiva operación de un mercado de valores. Preservar la competencia y proteger a los inversionistas son, probablemente, sus

21 Para ver con detalle cf. Roldan 2007.

principales objetivos. Además, la legislación y regulación deben promover el desarrollo del mercado y no dictar la forma en la que debe desarrollarse. En cierta forma, el principio de la autorregulación se fundamenta en esta premisa.

La principal debilidad del mecanismo de autorregulación del mercado de valores es el conflicto de intereses inherente a ese principio. A pesar de que las bolsas de valores pueden tener incentivos para crear sistemas honestos y eficientes con el fin de atraer a sus clientes, no hay que olvidar que son asociaciones privadas, cerradas y comerciales, que buscan el beneficio económico de sus miembros.

Por lo tanto, se tienen dos líneas de análisis de la autorregulación. En primera instancia, los que están a favor de plantean que nadie conoce mejor el funcionamiento de un mercado que sus propios participantes y que poseen el interés de implementar un sistema sólido y confiable, pues de no ser así, no podrían con sus negocios.

Segundo, los críticos enfatizan en dos aspectos. Por un lado, indican que se podría llegar a decisiones que incentiven prácticas lucrativas pero riesgosas, sobre todo, cuando hay apoyo de la mayoría de participantes; y por otro, advierten que los *SRO* no serían capaces de resolver o prevenir riesgos sistémicos, los cuales generalmente están fuera del alcance de las instituciones individuales y atañen a decisiones más globales.

2.6. Las calificadoras de riesgo²²

Las agencias calificadoras de riesgo tuvieron una cuota importante en la crisis. Por un lado, se produjo un conflicto de intereses muy grande cuando las agencias de calificación diseñaron productos derivados y al mismo tiempo los calificaron. También, la

nomenclatura utilizada generó confusión, pues asignaba calificaciones iguales para distintos tipos de derivados, con diferentes niveles de riesgo.²³

Por un lado, una calificación de riesgo expresa la capacidad de pago de un ente o emisor determinado. El problema es cuando esa capacidad de pago se distribuye en diferentes tramos del instrumento derivado y eso no queda claro para el inversionista, ni se expresa y ni tampoco se considera en la calificación; eso fue lo que sucedió con la estructuración de los derivados.

Aquí se destacan varios elementos:

- La actividad de estructuración dejó de generar ingresos marginales y se convirtió en el principal rubro de ingresos para las calificadoras. Esto evidentemente desmejoró la calidad de las calificaciones que se hicieron sobre los distintos instrumentos emitidos.
- Las entidades que adquirirían los valores, tales como las compañías de seguros o fondos de pensiones, estaban sometidas a dos presiones importantes. Por un lado, requerían papeles para invertir los recursos y, por otro, estaban presionadas para obtener cada vez más rendimientos, esto último en los fondos de pensiones por los incrementos en la longevidad y por los programas de pensión de renta definida. Sin embargo, se les olvidó a los gestores que a más rendimiento, mayor riesgo.
- Pero además, había instrumentos con las mismas calificaciones, pero con menores rentabilidades. De ahí surgía que se diera la misma calificación a emisiones con el mismo riesgo

22 Para ampliar sobre este tema cf. Losada 2009.

23 Asimismo, la misma escala y nomenclatura se utilizaba para otros bonos de deuda no tan complejos.

teórico, pero con distinta volatilidad; de tal modo que las agencias podían dar las mismas calificaciones a emisiones con volatilidades muy distintas. A esto, las calificadoras argumentaron que se fijaban en las pérdidas esperadas de los distintos instrumentos y no valoraban la variabilidad en torno a esa pérdida esperada.

Claramente, las razones anteriores no son de peso a la hora de ver que muchos instrumentos con calificaciones AAA, bruscamente cayeron a las calificaciones más bajas, lo cual pone en evidencia el problema de que no es lo mismo un derivado que un simple instrumentos de deuda.

2.7. *Uptick Rule* y la posición bajista

La regla del *Uptick* está diseñada para restringir la caída en los precios de una acción, mediante las ventas en corto, cuando su precio baje más de 10 % en un día. Según esta norma, si una acción determinada tiene una caída en el precio de más de 10% quien pretenda vender en corto²⁴ no podrá hacerlo sino por un precio superior al último registrado. Esto es lo que se denominan las ventas en corto al descubierto.

He aquí las diferencias de una operación en corto cubierta y al descubierto. El ejemplo más claro son los contratos de futuros, que obligan a vender una acción a un precio determinado con la esperanza de que el precio de mercado sea más bajo en la fecha de ejecución. Otra fórmula es pedir prestado un valor, venderlo, y recomprarlo a un precio más bajo. Ambas opciones se denominan “ventas cubiertas”. La venta en corto al descubierto, consiste en vender

una acción que no se tiene (ni siquiera en préstamo), comprándola luego a un precio más bajo, aprovechando el impasse antes de que se haga efectiva la transferencia de la propiedad.

Esta regla permite que las caídas de los precios no se refuercen con cada nueva venta en corto, y haga que se desplome el mercado. Dicha norma fue instaurada en 1938 por la SEC como respuesta al crac del 29 y fue posteriormente levantada en junio de 2007.

No obstante, dada la situación de los mercados se restauró nuevamente el 24 de febrero del 2010. Además, desde septiembre del 2008 se obligó a publicar las posiciones cortas que superen el 0,25% del capital (y más de un millón de dólares) para todo tipo de valores.

3. Enseñanzas de la crisis

3.1. Enseñanzas generales

Durante la crisis se presentaron tres aspectos claramente definidos:

Fallas de mercado: el proceso de innovación financiera fue tan agresivo que incrementó la asimetría en la información, lo que generó las siguientes situaciones:

- Conflictos de interés.
- Malos gobiernos corporativos que trabajaron en función de ellos mismos y no de los accionistas²⁵ y, por

24 La venta en corto o *short* es la práctica de vender un instrumento financiero que el vendedor no posee en el momento de la transacción; y obviamente, la operación se hace apostando que posteriormente pude comprar el título a un precio menor del que lo vendió.

25 Según Krugman (2008) en los setenta, los principales dirigentes del centenar de las mayores empresas de los EE UU. cobraban unas 40 veces más que el salario medio de un trabajador a tiempo completo y los ejecutivos de un rango inmediatamente inferior unas 33 veces más. En el 2000 los ejecutivos de la cúspide multiplicaban 367 veces el salario medio, y los del segundo escalón 169 veces. Esto quiere decir que los que más ganan han conseguido ganar en un día o dos lo que un obrero normal gana en un año.

tanto, tomaron decisiones de corto plazo.

- Se asumió que los mercados de derivados eran muy profundos y líquidos, por lo cual no se consideró el problema de liquidez.
- Las empresas demostraron no tener buenos sistemas de evaluación de riesgo y de control interno.

Fallos en el diseño de políticas macroeconómicas: las excesivamente bajas tasas de interés y la política monetaria que las acompañó fue un incentivo para que los operadores asumieran elevados niveles de riesgo y con eso, llevar a precios cada vez mayores de los activos y a niveles de apalancamiento insostenibles en el largo plazo

Fallos en las regulaciones que agravaron las problemáticas anteriores. Existía la posibilidad de pasar operaciones a mercados poco o no regulados, y los nuevos instrumentos se emitían fuera de los capitales regulados. En general, un alto porcentaje de las operaciones de nuevos instrumentos y apalancamientos se salían del marco regulatorio existente. Esto incluyó adicionalmente el problema de las regulaciones nacionales versus las regulaciones supranacionales, así como la falta de coordinación internacional entre ellas.

Lo anterior promovió una serie de cambios regulatorios y de intervención de los mercados; así como enseñanzas, las que se derivan un conjunto de posibles cambios que deberían implementarse en los años por venir.

3.2. Reformas posteriores a la crisis

3.2.1. Reformas en Europa

Operaciones en corto

A partir del 19 de mayo del 2010 Alemania prohibió las operaciones en corto al descubierto. Esto incluye operaciones también con *CDS*. No obstante, fue una aplicación unilateral y por tanto, no coordinada como el resto de la comunidad europea.

En España, este tipo de operaciones ya están prohibidas en papeles de renta variable; en los otros tipos de papeles no. En el caso de los bancos, estos están obligados a hacer públicas todas aquellas operaciones que impliquen el movimiento de más de un 0,25% de su capital; en renta fija -deuda soberana- sí se permiten y los reguladores no tienen previsto modificar la normativa.

Calificadoras de riesgo

Europa se ha convertido en el más estricto regulador de las agencias de calificación con la aprobación de una nueva regulación el 23 de abril del 2009

Tal iniciativa obliga a las agencias de calificación que operan en el continente a registrarse en el Comité Europeo de Reguladores de Valores (*CESR*) y cumplir rigurosas normas:

- No pueden proporcionar servicios de consultoría.
- Deben aclarar públicamente los modelos, las metodologías y los supuestos clave en los que basan sus calificaciones.
- Deben diferenciar las calificaciones de productos complejos con un símbolo específico

- Deben publicar un informe anual de transparencia.
- Deben tener al menos dos directores en sus consejos cuyo salario no dependa de los resultados de la agencia de calificación.
- Deben crear una función interna para revisar la calidad de sus calificaciones.

3.2.2. Reformas en EE UU

3.2.2.1. La SEC

La SEC ha implementado una serie de cambios en las regulaciones, entre ellas las más importantes son las siguientes:

- Detener las operaciones cuando las caídas de los precios sean por arriba del 10% por cinco minutos. De tal manera, las transacciones bursátiles se interrumpirían a lo largo y ancho de los mercados de los EE UU. durante un lapso de cinco minutos, en caso de que la bolsa experimente un cambio de precio del 10% en los cinco minutos anteriores. La interrupción brindaría la oportunidad a los mercados para atraer nuevo interés en negociar con una acción afectada, establecer un precio de mercado razonable y reanudar transacciones de una manera justa y ordenada. Esta nueva norma entró en vigencia el 10 de diciembre de 2010.
- Se han establecido reglas para mejorar la regulación de los honorarios que se cobran a los fondos de inversión y proporcionar una mejor información a los inversionistas. Los costos de *marketing* y venta necesarios para el funcionamiento de un fondo de inversión se conocen como los honorarios de distribución de un fondo. Para cubrir estos costos, las empresas que administran los fondos de inversión tienen derecho a cobrar honorarios, cuyo monto global ha llegado a \$9.500 millones. Estos cargos se deducen del fondo de inversión para compensar a los profesionales de valores por las iniciativas de venta y otros servicios prestados a los inversionistas del fondo de inversión. Con esas nuevas reglas se pretende:
 - proteger a los inversionistas al limitar los honorarios de venta aplicados por los fondos de inversión;
 - mejorar la transparencia de los cargos para los inversionistas;
 - fomentar la competencia de los precios al por menor;
 - modificar las funciones de supervisión del director del fondo de inversión.
- Propuesta para prohibir las órdenes relámpago o *flash*, que las bolsas envían a un selecto grupo de operadores una fracción de segundo antes de que se hagan públicas. La SEC está buscando limitar una práctica criticada por dar ventaja injusta a algunos participantes del mercado, que disponen de programas para operaciones rápidas en sus computadoras. La prohibición propuesta para las órdenes *flash* forma parte de un esfuerzo más amplio de la SEC para tomar medidas drásticas frente a zonas oscuras del mercado de acciones de EE UU. Quienes respaldan la práctica de operaciones de alta frecuencia, como las operaciones *flash*, señalan

que añaden liquidez necesaria para los mercados y que les permiten funcionar sin problemas durante la crisis financiera. No obstante, los críticos dicen que los mercados necesitan una mejor vigilancia para que todos los inversores jueguen con las mismas reglas y oportunidades de negocios.

- Se prohibieron a **partir del 27 de julio del 2009** las operaciones en corto al descubierto. De este modo, los inversores no podrán operar en cortos con títulos prestados si no han hecho efectivo el préstamo en el momento de la operación.
- Para las calificadoras de riesgo se ajustaron las reglas, imponiéndoles más requerimientos de información pública y tratar de reducir al máximo los conflictos de intereses e incrementar la transparencia, obligando a las agencias a diferenciar sus calificaciones para productos estructurados y eliminar prácticamente el papel de las calificaciones en las regulaciones de la SEC.

3.2.2.2. La ley Dodd-Frank

Esta nueva ley Dodd-Frank fue aprobada el 15 de julio del 2010; incluye varios aspectos que van desde la protección del consumidor de instrumentos financieros hasta cambios en el tema en los mercados *OTC*. Véase los aspectos más importantes que incluye la ley.

Mercado de derivados

En relación a los mercados derivados, se busca cerrar los huecos regulatorios entre las distintas entidades que rigen ese mercado, a saber la SEC y la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) y hacer más transparentes los mercados *OTC*.

Por un lado, obliga que las entidades que negocien derivados *OTC*, lo realicen por medio de cámaras de compensación centralizadas y de sistemas transaccionales para asegurar con ello su supervisión. Sin embargo, las ramas financieras de las empresas usuarias finales estarán exentas de los requisitos de compensación centralizada. La propuesta inicial consiste en que la SEC y la CFTC aprueben previamente los contratos negociados en los mercados.

Las instituciones bancarias podrán negociar *swaps* de tipos de cambio y de tasas de interés, de oro y plata, y derivados para cubrir sus propios riesgos. Los CDS vinculados a agricultura, energía, metales, renta variable y no tradicionales (que no se compensan centralizadamente) podrán ser negociados por filiales capitalizadas independientes. En cuanto a los derivados de tipos de cambio y de tasas de interés, que representan 92% del valor notional de todos los derivados, las cláusulas de la Ley Dodd-Frank son aplicables solamente a una parte del total de mercados derivados. Las ramas financieras de las empresas usuarias finales estarán exentas de los requisitos de compensación centralizada, pero la CFTC y la SEC coordinarán la supervisión conjunta de las operaciones con derivados.

Las entidades participantes en esos mercados deberán publicar toda la información relacionada con las operaciones con derivados, cuyo objetivo es mejorar los estándares de transparencia y asegurar que los organismos reguladores cuenten con la información suficiente para monitorear los mercados. Asimismo, se prohíbe que las entidades que realicen operaciones de *swaps* sobre derivados, puedan acceder a programas de ayuda financiera.

Regla Volcker

Esta medida está dirigida a mitigar los riesgos de las entidades *too big to fail* (TBTF)

con capacidad de desestabilizar los mercados. Esto incluye dos aspectos:

- Se establecen límites a las actividades especulativas por cuenta propia; expresamente se prohíbe las actividades especulativas por cuenta propia por parte de holdings financieros y bancarios, reaseguradoras y subsidiarios de las entidades *TBTF*. Para las compañías financieras no bancarias, la *FED* debe establecer normas sobre requerimientos de capital adicionales u otro tipo de límites para entidades *TBTF* que participen en actividades especulativas por cuenta propia o sean patrocinadores de *hedge funds*.
- Se limita la concentración de riesgos y responsabilidades, prohibiendo a las aseguradoras, *holdings* bancarios o entidades financieras no bancaria que sistémicamente se fusionen o adquieran una cantidad de activos que les permita ejercer control de otra compañía, si dicha asociación representa un control consolidado de las responsabilidades superior al 10% del agregado de todas las compañías financieras. No obstante, le permite a la *FED* la posibilidad de prohibir las actividades especulativas por cuenta propia si considera que pueden amenazar la seguridad y supervisión de una compañía o a la estabilidad económica estadounidense.

Los bancos con seguro federal podrán continuar negociando para su propio beneficio deuda federal, municipal y de agencias, aunque les quedan vedadas otras inversiones en valores. Si bien se ha querido comparar la regla Volcker con la derogada Ley Glass-Steagall, a los bancos aún se les permite ofrecer servicios de inversión a los clientes, pero no usar depósitos con garantía estatal para

obtener beneficios financieros ellos mismos. En la práctica, eso debería reducir el riesgo que toman; no obstante, todavía puede pasar tiempo hasta que la prohibición se haga efectiva, pues normalmente los organismos reguladores tardan unos dos años para instrumentar las normas. A la promulgación de la regla sigue un período de gracia, y habrá posiblemente moratorias, para concretar las desinversiones.

Hedge funds

Se establece que los *hedge funds* con activos superiores a \$100 millones deben registrarse en la *SEC* y estarán sujetos a la regulación federal. Las compañías reaseguradoras que manejen recursos y que sean propietarios de una *depository institution* no podrán realizar operaciones de cobertura con *hedge funds* o con fondos privados de inversión.

Calificadoras de Riesgo

Se crea una agencia encargada de administrar las prácticas y normas referentes a las calificadoras de riesgo al interior de la *SEC*. Los inversionistas podrán presentar acciones en contra de calificadoras de riesgo cuando se evidencie una irregularidad por parte de éstas.

El aspecto más significativo es que los inversionistas pueden demandar a las agencias de calificación. Se escudaron durante años en que sólo emitían “opiniones”, y en que la Constitución de Estados Unidos protege la libertad de expresión; sin embargo, con la nueva ley se les catalogó como expertos tal como abogados y contadores, y por tanto, quedan sujetos a las mismas responsabilidades.

Oficina de Protección al Consumidor

Este órgano estará encargado de asegurar que los consumidores estadounidenses

cuenten con información clara y oportuna sobre sus hipotecas, tarjetas de crédito y otros tipos de productos financieros, con el fin de protegerlos frente a tarifas abusivas y otras prácticas indebidas. Las principales funciones de esta oficina serán:

- Velar por el cumplimiento de la regulación para bancos y credit unions con activos superiores a \$10 mil millones, así como las compañías cuya línea de negocio sea el mercado hipotecario, pequeños prestamistas (payday lenders) y préstamos estudiantiles. Los bancos con activos inferiores a \$10 mil millones no serán supervisados por esta oficina. Sin embargo, cuenta con la potestad de recibir las quejas relacionadas con este tipo de entidades, para luego dirigir las al órgano regulador apropiado.
- Vigilar a las entidades financieras no bancarias que se encargan de recaudar y reportar a los consumidores financieros morosos.
- Asegurar que las normas de protección al consumidor sean equitativas y no discriminatorias, tanto entre individuos o comunidades, para lo cual fortalece y consolida la responsabilidad de otras agencias de regulación.
- Coordinar con otras entidades reguladoras la supervisión y vigilancia de las entidades financieras para evitar la duplicidad de funciones.

Consejo de Estabilidad Financiera - *Financial Stability Oversight Council* (FSOC)

Esta entidad estará conformada por 10²⁶ directores de las agencias de regulación en el que estarán representados la mayoría de los organismos reguladores federales, siendo presidido por el Secretario del Tesoro. El objeto del *FSOC* es promover el intercambio de información entre reguladores, identificar a las firmas que suponen un riesgo sistémico para la economía, y adoptar medidas para hacer frente al riesgo sistémico al producirse eventos económicos adversos. Con el voto de una mayoría de dos tercios, esta nueva entidad podrá imponer requisitos de capital y liquidez más elevados a entidades financieras que provocarían un posible impacto sistémico.

Asimismo, las instituciones con activos superiores a los \$15 mil millones no podrán utilizar valores fiduciarios preferentes como capital; los fondos especulativos y las firmas de capital de riesgo facilitarán información confidencial al *FSOC* a efectos de vigilar el riesgo sistémico.

Dentro de las principales funciones de este Consejo se destacan:

- Definir las compañías financieras no bancarias que deberán ser supervisadas por la FED.
- Establecer las condiciones bajo las cuales una entidad financiera deba

²⁶ Estará conformado por el secretario del tesoro, quien actuará como presidente, el presidente de la junta de FED, el Director del *National Bank Supervisor*, el director *Consumer Financial Protection Agency* (CFPA), el presidente de la SEC, el presidente de la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), el presidente de la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) y el director de la *Federal Housing Finance Agency* (FHFA). El Consejo estará soportado por expertos del tesoro americano.

disminuir su tamaño, con el fin de asegurar la estabilidad del sistema.²⁷

- Poner en práctica las políticas que aplicarán a los nuevos programas de ayuda financiera para las entidades en problemas.
- Aclarar los estándares sobre requerimientos de capital en función del riesgo, niveles de apalancamiento, necesidades de liquidez, necesidades de crédito, límites de concentración, contingencias de requerimiento de capital, disponibilidad de la información al público y gestión de los riesgos. Se obliga a la FED a establecer un mayor capital basado en el riesgo y mejorar los requisitos de apalancamiento.

FED

Se le encarga a la *FED* la función de supervisar y vigilar aquellas compañías que por su tamaño, tengan la capacidad de desestabilizar el sistema financiero. Esto incluye:

- La *FED* no podrá desembolsar directamente ayudas, pues estas deberán ser aprobadas por el Departamento del Tesoro.
- Los préstamos deben ser universales, y no pueden destinarse a firmas insolventes.
- La Oficina de Responsabilidad Gubernamental- *Government Accountability Office* (*GAO*), deberá auditar cada uno de los planes de ayuda ofrecidos por la *FED* durante el periodo de crisis. La *FED* deberá informar sobre las características y condiciones de las operaciones que celebre con el mercado. La *GAO*

tendrá la responsabilidad de revisar las políticas que deberán cumplir los directores de las distintas oficinas de la *FED* en materia de conflictos de interés, gobierno corporativo y planes de ayuda, entre otros.

Riesgo moral

En esta línea se establecen tres aspectos que contribuyan en la reducción del riesgo moral. El primero establece políticas de protección a los consumidores financieros; con esto se buscará que los inversionistas cuenten con suficiente información para establecer demandas sobre los nuevos productos. Para ello se mantendrán programas de educación financiera, así como canales de comunicación con la reguladora para recibir información de prácticas indebidas.

El segundo aspecto dentro de las políticas de protección al inversionista, se propone un programa dentro de la *SEC* para estimular a los inversores a reportar malas prácticas, creando recompensas de hasta el 30% de los fondos recuperados por la información proporcionada. Asimismo, se establece una oficina de abogados dentro de la *SEC* para asesorar a los inversionistas y defenderlos en procesos y trámites de denuncia

El tercero, en el tema de las políticas de compensación a ejecutivos, busca que las decisiones salariales no sean de las juntas directivas y de la alta gerencia, sino que los accionistas estén en la capacidad de definir el valor de las compensaciones y tengan mecanismos para desaprobado remuneraciones adicionales, en los casos que este tipo de incentivos pudieran afectar la estabilidad de las compañías. Para ello se podrán establecer comités independientes de compensación que instituyan las políticas, los modelos y procedimientos en esta materia. En este tema, la *SEC* tendrá la potestad de revisar las políticas de compensación en los

²⁷ Como medida de última instancia.

casos que considere necesario, sobre todo en situaciones que pudieran afectar el valor de las compañías.

3.2.2.3. Cuestionamientos a la Ley Dodd-Frank

En primera instancia no hay cambios radicales en la estructura del sistema financiero y, de igual manera, no cambia radicalmente el sistema de regulación y de supervisión, sino que lo modifica, poniendo más fuerza en prevención, en protección al consumidor, en regular los derivados y en el registro de fondos de cobertura.

Por otra parte, gran parte de la aplicación de la ley se traslada a los entes reguladores, los cuales serán los que definirán e implementarán las medidas, lo cual deja entrever que pasarán algunos años para que la legislación se aplique plenamente. Además, si se compara esta reforma con Basilea II, no es técnica, y está, sin duda, a favor de la protección de los inversionistas y consumidores financieros; y de ahí surge una gran pregunta, ¿qué tiene de malo la reglas de Basilea para el sistema financiero de EE.UU.?

En cuanto al aspecto de *TBTF*, pareciera que con los nuevos organismos de vigilancia y prevención hay un avance, pero existen dudas de cuán sólida es la nueva institucionalidad y sus mecanismos para prevenir y para manejar estas situaciones.

Para los bancos la Regla Volcker, que limita las operaciones por cuenta propia de las instituciones financieras, otorga también autoridad al gobierno para liquidar instituciones grandes, que amenacen con una quiebra y entonces puedan hacerlo en forma ordenada, para impedir un caso similar al de Lehman Brothers. La regla Volcker incluye restricciones que impiden a las entidades financieras arriesgar su propio capital. Sin embargo, los cambios no se centran

en regulaciones que atañen a las entidades que generaron la crisis, es decir, las aseguradoras y los bancos de inversión o entidades financieras no bancarias.

Además, las propuestas se basan en restringir las prácticas arriesgadas de los bancos comerciales, pero será muy difícil de implementar. Será complicado distinguir entre las transacciones que una empresa realice en su propio beneficio y aquellas que ejecute en beneficio de sus clientes. Lo que parece una transacción con capital propio puede ser parte de una estrategia especulativa vinculada con las actividades de los clientes.

Por otro lado, las entidades grandes y con efectos en la economía siempre tendrán incentivos para implementar malas administraciones o tendrán malos administradores. Así, no necesariamente los bancos de inversión o instituciones no bancarias no serán rescatados en crisis futuras, dado lo sucedido con las instituciones como *Bear Stearns*, *Fannie Mae* y *Freddie Mac* y *AIG*.

Una vez que se resuelva la falta de credibilidad mencionada, se deberían crear mecanismos para que cuando este tipo de instituciones fracasen, desaparezcan de manera disciplinada, del mismo modo que la *Federal Deposit Insurance* hace con los bancos comerciales. Esto requiere que el Estado tenga la potestad para tomar el mando de las instituciones no bancarias como lo hace con la banca comercial sin necesidad de esperar la votación de los accionistas. De nuevo está el problema de las subsidiarias y su impacto, por lo cual debería solucionarse con la regulación de carácter supranacional

Otros dos elementos que no incluye la ley, se refiere a las negociaciones electrónica y automática, las cuales en momentos de crisis provocan la caída estrepitosa del mercado. La segunda se relaciona con el papel de los operadores no bancarios que continúan

actualmente manejando grandes volúmenes de recompras u operaciones marginadas o apalancadas y significativas exposiciones con derivados. Los cambios actuales en la ley no consideran siquiera que esas entidades no bancarias sigan expuestas a ventas masivas de prestamistas a corto plazo y contrapartes de derivados sin control alguno.

3.3. Los cambios pendientes

3.3.1. Innovaciones financieras

La innovación financiera se vio estimulada por todos lados con malas o inexistentes regulaciones, asimetría de la información y bajas tasas de interés. De ese modo, se podían transformar activos ilíquidos en recursos nuevos, pero sin distribuir y mejorar la diversificación de los riesgos.

Esto se debió por varias razones. Primero, el riesgo se trasladaba a la entidad emisora y los peores tratos de las emisiones en muchos casos se los dejaba el emisor. Segundo, la emisión sin fin que se hacía, llevó a que los bancos descuidaran el proceso de colocación de los crédito, ya de por sí malo; porque ya se sabía que esos activos se iban a eliminar de sus balances. Por lo tanto, se elevó los riesgos y los participantes en el proceso no tuvieron claro el riesgo que asumían lo que produjo asimetría en la información.²⁸

28 Aunque no es claro si los que emitían los documentos de inversión no sabían lo que hacían y el problema que estaba detrás de esas emisiones. Prueba de que no eran tan inocentes es como Goldman Sachs, Morgan Stanley, UBS, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Credit Agricole y Merrill Lynch son investigados por el procurador general del estado de Nueva York, por supuestamente ofrecer información engañosa a agencias calificadoras de valores con el objetivo de aumentar la valuación de algunos de sus instrumentos. Pero a su vez Standard & Poor's, Moody's y Fitch podrían haber actuado de forma conjunta con esos bancos.

Las autoridades europeas han adoptado medidas para regular los derivados, pero no son suficientes para evitar las prácticas especulativas incontroladas. Se requieren medidas mucho más complejas, pues las regulaciones actuales se dirigen a derivados muy específicos, con énfasis en los *CDS*, excluyendo otros. Los mercados *OTC* permiten el desarrollo de productos muy complejos que no pueden ser regulados y permiten una especulación intensa y peligrosa.

Dado lo anterior, todos los derivados deberían negociarse en los mercados de valores bajo la estricta vigilancia de cámaras de compensación supervisadas públicamente. Por tanto, las regulaciones europeas poseen las mismas deficiencias que la ley Dobb-Frank en EE UU.²⁹ Qué aspectos debería incluirse:

- Las cámaras de compensación deberían aumentar la fianza que depositan los operadores cuando realizan una operación; las que deberían establecerlas los reguladores y no las *ORS*.
- La especulación con productos básicos ha sido relevante y ha tenido efectos nocivos, sobre los usuarios finales que los utilizan como insumos, así como sobre los países productores de esos bienes. Por ello, deberían minimizarse las posiciones especulativas que podrían tener los especuladores; asimismo, para evitar la especulación con los precios de productos básicos, habría que obligar a los participantes que comercien con el activo subyacente del derivado en lugar de limitarse a apostar por distintas posiciones.³⁰

29 Sin embargo, la ley le da gran potestad a los entes reguladores y eventualmente podría incluirse cambios reglamentarios y eliminar esas lagunas. Sin embargo, pareciera que eso no sucederá en el futuro.

30 En muchas ocasiones los niveles de operaciones de derivados de producto básicos responden a los

Para ello, se podría introducir un registro al que sólo puedan acceder aquellos que estén comerciando con los activos subyacentes. Con esto se dejaría por fuera operadores como los *hedge funds* que no estén en la lista.

- Debe crearse algún tipo de regulador que dictamine cual derivado se negocia y cual no. En este sentido, no habría diferencia con las emisiones de valores que deben pasar a probación por las respectivas agencias. Se necesita tomar decisiones radicales, pues como se ven las regulaciones, se sigue dejando un alto margen de maniobra a la autorregulación en lo referente a este tema.

3.3.2. Regulaciones prudenciales

Desde la perspectiva regulatoria existen varias enseñanzas por considerar para futuras reformas.

Primero, las regulaciones no deben ser procíclicas. Esto significa que debe evitarse que las regulaciones estimulen exageradamente las etapas de crecimiento y que acentúen las recesiones. En esta línea, se consideran los requerimientos de capital, las provisiones para insolvencias, el endeudamiento, la valoración de activos, entre otras. Véanse a continuación algunos ejemplos:

- Los requerimientos de capital poseen problemas en los períodos de crisis, pues caen los precios de los activos, los créditos tienen más posibilidad de *default* y se producen pérdidas.
- Las provisiones para insolvencia varían conforme el ciclo económico cambia también. En situaciones

de fuerte crecimiento económico, se reducen y en períodos de crisis, se incrementan fuertemente.

- La valoración de los activos es otro tema que siempre está influenciado por el precio de mercado y en período de auge, esos precios crecen y nuevamente en período de recesión caen.

Ahora bien, si Basilea II³¹ hubiese sido implementado la situación actual habría sido muy diferente. Esta conlleva la implementación de cuatro aspectos:

- Una regulación de capital basada en los riesgos de la institución.
- Incentivos que favorecen una mejor gestión de los riesgos.
- Una supervisión ligada al riesgo y muy clara de la importancia de la evolución cíclica de los factores de riesgo.
- Una mejor definición del riesgo por medio de mayores niveles de información para el mercado generando mayor transparencia.

De ahí que la implementación de Basilea II es básica en línea correcta para evitar situaciones como las actuales. Sin embargo, debe ponerse cuidado al tema de la prociclicidad para reducirla.³²

31 Basilea II es un intento por proveer un sistema de supervisión total basado en la gestión del riesgo interno y de mercado. Este se enfoca en cinco categorías de riesgo: crediticio, de mercado, operacional, de liquidez y legal. Este marco implica cuatro niveles: identificación de riesgos, medida de los riesgos, divulgación del riesgo y manejo del riesgo interno. Todo lo anterior se basa en tres pilares: requerimientos de capital mínimo, supervisión y disciplina de mercado. (Cf. Basel 2006 y Arner 2009)

32 Por ejemplo, se deberían establecer reglas para constituir provisiones extras en los períodos de

especuladores y no a los productores de los bienes y los usuarios finales.

En lo referente a la caída del precio de los activos, es un tema un poco complicado. Estos caen porque se está en un período recesivo o de caída de los mercados, por lo tanto, no se puede solicitar que se cambien las reglas contables. La información financiera no puede ser un instrumento de las políticas prudenciales. Más bien deben ponerse limitaciones a los procesos de innovación financiera, para mejorar la gestión de riesgo y acompañarlo con políticas de provisiones adicionales en los períodos de auge económicos con la posibilidad de utilizarlas en los períodos subsiguientes de caída de los mercados.

En la gestión de riesgos, se debe mejorar el gobierno y las estructuras de control de riesgo; sin embargo, no parece que la buena gestión de riesgos pueda ser regulada, aunque la regulación prudencial así como las normas contables deberían generar incentivos para que la buena gestión sea un objetivo. La supervisión debe prestar más atención a la gestión de riesgos y reforzar el uso de análisis de escenarios, especialmente en los momentos de bonanza (*stress tests*).

De lo anterior se deriva el tema de las alertas tempranas. La insolvencia no aparece de la “noche a la mañana”, pues es un proceso que se puede monitorear para no llegar a situaciones en donde el nivel de capital sea incompatible con la caída del precio de los activos. De ahí que estas alertas deban implementarse para que los entes reguladores intervengan situaciones que en el futuro serían incontrolables.

La cooperación regulatoria internacional es algo que debe mejorarse y avanzarse rápidamente. Esto depende del carácter supranacional de las entidades financieras, en las cuales los operadores implementan arbitraje

expansión y reducir las en los períodos recesivos. Este tipo de reglas son aplicadas por el Banco de España.

regulatorio, pues las distintas plazas en que operan hay regulaciones diferentes. Los distintos estados compiten estableciendo condiciones regulatorias, supervisoras y fiscales más laxas, permitiendo el arbitraje mencionado, lo que contribuye a reducir la eficiencia de los mercados financieros y los hace más frágiles. Por ejemplo, donde se inscribían los SPE/SPV/SIV no estaban regulados y los países donde se originaban las hipotecas no podían regular esas entidades. Lo anterior provocó la dependencia excesivamente de la autorregulación, o la supervisión privada tal como las calificadoras de riesgo; así como el establecimiento de los modelos internos de valoración y medición de riesgos bancarios.

Por eso, el tema de la revisión de la arquitectura reguladora y supervisora internacional debería estar en las agendas de los políticos a nivel mundial.

3.3.3. La autorregulación³³

La estructura de autorregulación en el mercado de EE UU. se compone de la siguiente manera. Actualmente existen nueve bolsas nacionales registradas y una asociación de valores (NASD). Cada una de estas *SRO* realiza dos funciones: la operación y promoción del mercado de valores; y la regulación del mercado y de los corredores afiliados a él.

Como entes autorregulados estas entidades asumen la vigilancia del mercado y su regulación, la auditoría de los corredores miembros, la imposición de sanciones y el arbitraje de disputas.

En principio cada una de estas bolsas puede organizarse cumpliendo simultáneamente ambas funciones primordiales desde la

33 Como ya se ha venido hablando de temas de las calificadoras de riesgo, entonces no se considerará el tema en el siguiente apartado. Más adelante se hacen algunos comentarios respecto a este tema.

misma entidad o establecer una entidad separada que cumpla fundamentalmente el rol autorregulatorio. El primer caso se da en la gran mayoría de las bolsas incluyendo la *NYSE*. La única excepción es *NASD* que recientemente separó sus funciones regulatorias asumiéndolas a través de *NASDR* y dejando las funciones operativas sobre el mercado en *Nasdaq*. En cualquier caso, independientemente de la estructura organizativa que se asuma, el *SEC* supervisa el funcionamiento de cada una de las *SRO*.

La estructura actual posee las siguientes ventajas:

- Es lo suficientemente flexible como para permitir la innovación en el mercado y promover la competencia justa entre participantes.
- La unión de los roles de operar y supervisar el mercado parece lograr el máximo provecho de la información obtenida de primera mano desde los corredores y operadores, en su canalización hacia una adecuada regulación y supervisión.
- El sistema permite la mejora continua y progresiva. En particular, se ha observado que las *SRO* pueden ir introduciendo cambios marginales en las regulaciones y formas de supervisión que no requieren de reformas importantes

Actualmente desde el punto de vista de una regulación efectiva, la estructura organizacional de las *SRO* presenta varios problemas:

- El principal es el potencial conflicto de interés entre los objetivos de regular y supervisar el mercado y el de promoverlo y maximizar las rentas de los miembros. Esto se debe a que la actividad de promoción del mercado para aumentar los beneficios

de los miembros asociados puede estar en conflicto con los objetivos primordiales del mercado como ente autorregulado. Ese sería el caso, por ejemplo, si un *SRO* usara su poder regulador para imponer restricciones a la competencia, o resistirse a la innovación en los procedimientos operacionales para no asumir los costos de cambiarlos.

- Otro inconveniente del actual sistema en EE UU. es la existencia de duplicación de regulaciones muchas veces inconsistentes entre sí, y duplicación del esfuerzo supervisor sobre los corredores. La *SEC* debe poseer un papel activo coordinando los esfuerzos de los múltiples *SRO* existentes; de lo contrario, se produciría un exceso de costo de supervisión que recaería finalmente sobre los inversionistas.

Respecto a la autorregulación y el conflicto de intereses *IOSCO*³⁴ dice que la efectividad de una *SRO* se puede ver comprometida por la existencia de conflictos de intereses. El regulador deberá dar seguimiento y prestar atención a la aparición potencial de conflictos de intereses. El regulador debe cerciorarse de que no surge ningún conflicto de intereses a causa del acceso de los *SRO* a información sobre los partícipes del mercado (sean o no miembros del propio *SRO*).

El riesgo de que surjan conflictos puede darse cuando el *SRO* es responsable tanto de la supervisión de sus miembros como de la regulación de un sector del mercado. Con independencia del alcance con el que se use la autorregulación, el regulador público deberá conservar la autoridad para investigar materias que afecten a los inversores o al mercado. Si los poderes de

34 Cf. *IOSCO* 1998.

un *SRO* son insuficientes para investigar u ocuparse de un caso concreto de mala conducta o existe un conflicto de intereses, el regulador deberá asumir la responsabilidad del *SRO* en la investigación. Por lo tanto, es importante cerciorarse de que la información proporcionada por un *SRO* al regulador permita que estas situaciones sean detectadas a tiempo. Los *SRO* seguirán normas profesionales de conducta en materias tales como la confidencialidad y la justicia en los procedimientos, similares a las que se esperarían del regulador. Como ya se ha mencionado en otros apartados, quedan serias dudas de que la ley Dobb-Frank vaya en esa línea.

3.3.4. ¿Un regulador del riesgo?

Muchos países se están planteando la creación de un regulador del riesgo sistémico encargado de velar por la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, capaz de detectar lagunas en las estructuras regulatorias y vulnerabilidades incipientes en las tendencias financieras. De hecho EE UU. se ha encaminado en esa línea con la creación de la *FCOC*.

Hay un debate sobre cual institución reguladora debería ejercer esa función. Algunos se la atribuyen al Banco Central dado su objetivo de lograr estabilidad financiera, su participación directa en los mercados y el ser el prestamista de última.

Los detractores de esa posición consideran que es concentrar demasiado poder en una institución con el riesgo de que se politicen sus decisiones, y por otro lado, se perdería la visión de los distintos entes reguladores. Por lo tanto, pareciera que esa responsabilidad de supervisión sistémica debería estar en manos de un consejo de reguladores encargado de evaluar los riesgos sistémicos.

Ahora bien, si se avanzara en la idea de crear un regulador de riesgo, es importante

que no se deje de lado la coordinación internacional, pues no es posible que se permitan oportunidades de arbitraje regulatorio, evitar una supervisión costosa y duplicada, y promover la igualdad de las condiciones de competencia.

En este sentido es importante la coordinación por medio de organismos tales como el Fondo Monetario Internacional, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, la Organización Internacional de Comisiones de Valores, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros y el Consejo Internacional de Normas Contables, entre otros.

3.3.5. Las operaciones en corto

Es importante partir de las diferencia entre una operación en corto (vender el activo sin poseerlo) y la operación en largo (comprar el activo). Si se asume una posición en largo, el potencial es ilimitado cuando los precios suben, pero la exposición limitada cuando van mal. En cambio, cuando se asume una posición en corto, la situación es al revés. Esto significa que las pérdidas son ilimitadas pues el mercado puede seguir cayendo. Ahí está el peligro de este tipo de operaciones, pues acentúan las caídas de los mercados.

Asimismo, el mercado de *CDS* ofrece un modo muy interesante de vender bonos en corto, de donde se deriva: vender bonos en corto comprando un contrato de *CDS*, lo cual posee un riesgo limitado, pero un potencial de ganancia ilimitada, mientras que vender contratos de *CDS* ofrece ganancias limitadas y riesgos prácticamente ilimitados.

Lo anterior alimenta la especulación en corto que, en un momento de caída de los mercados atiza ese derrumbe. Cuando se espera la baja del mercado, el efecto es enorme, pues la gente adquiere los *CDS* no porque espera un posible default de los valores subyacentes, sino porque espera que

los *CDS* se aprecien mientras demore el contrato.

Según lo anterior, ante un ataque bajista, las operaciones en corto y las compras de *CDS* se refuerzan mutuamente, hecho que se acentuó con la eliminación de la regla del *uptick*³⁵

Ahora bien, no cabe duda que el mercado de cortos le da una gran profundidad al mercado, pero multiplica el riesgo de caída cuando el mercado no va bien. La reimposición de la regla del *uptick* es importante para reducir esas caídas. También la eliminación de las operaciones en corto al descubierto.

¿Pero qué hacer con la emisión de *CDS*? Algunos opinan que solamente deberían emitirse en mercados regulados. La emisión de acciones está estrechamente regulada por la *SEC*, entonces ¿por qué la emisión de derivados y otros instrumentos sintéticos no?

3.3.6. Las calificadoras de riesgo

En los apartados anteriores se ha hecho referencia a las reformas implementadas por EE.UU. y Europa. Este apartado aborda la importancia de las diferencias en los cambios realizados en ambas latitudes.

Si bien la *SEC* pretendía reformas más radicales, al final los cambios se centraron en separar la actividad de consultoría de la de calificación³⁶ y prohibir a las agencias aceptar regalos de más de 25 dólares de las empresas cuya deuda evalúan. En cambio, la UE implementó un conjunto de reformas más profundas.³⁷ De ese modo, a las calificadoras que operen en Europa se les obliga a registrarse con el Comité Europeo de Re-

guladores de Valores (CESR) y cumplir las normas mencionadas.

En relación con lo anterior se presentan varias situaciones. Europa no posee una industria creciente de calificadoras, lo cual puede explicar el porqué de esa legislación tan amplia; pero hace posible que un operador europeo se califique en EE UU., donde las regulaciones son más laxas y, por tanto, que no se logre el efecto que se deseaba en Europa. De nuevo surge la necesidad de la coordinación internacional de las regulaciones para que tengan un impacto real sobre la reducción de arbitraje regulatorio.

3.4. Políticas macroeconómicas erróneas

Los gestores de las políticas económicas pre-crisis parecía que creían ciegamente en el enfoque de equilibrio general dinámico con expectativas racionales, y entonces, se basaron en los siguientes supuestos teóricos para tomar sus decisiones (Wickens 2008):

- Los agentes son continuamente reoptimizadores con lo cual el resultado es una economía en equilibrio, ya sea a corto o a largo plazo.
- Así el equilibrio de corto plazo de la economía puede diferir de su equilibrio de largo plazo, pero si es estable, el equilibrio de corto plazo estará cambiando en el tiempo y se aproximará al equilibrio de largo plazo.
- La economía puede estar en desequilibrio en algún momento, pero es a través de decisiones basadas en información errónea; lo cual una vez corregido, evita tomar decisiones equivocadas.
- El modelo supone ex ante que la economía está siempre en equilibrio.

35 Restaurada el 24 de febrero del 2010.

36 Algunos consideran que esto es casi imposible de lograr.

37 Ver apartado 3.2.1.

Ahora bien, las expectativas racionales vienen a reforzar los supuestos anteriores, esto por varias razones:

- Asume que las personas no cometen errores persistentes una vez que son identificados.
- Esto no necesariamente implica que la gente tiene un conocimiento más o menos completo, para que los errores sean en gran parte el resultado de información no anticipada sobre desajustes y *shocks*.
- Se supone que los errores no son repetidos.

Los enfoques anteriores no permitieron ver lo que sucedía en los mercados financieros y en la economía en general. Sin embargo, fue reforzado con una serie de corrientes teóricas que se asumían como verdaderas por los tomadores de decisiones (de políticas macroeconómicas y de inversión y estructuración de negocios). A continuación se presentan aspectos que no se consideraron:

- “Se evidenció el fracaso de los modelos macroeconómicos de agente representativo homogéneo y expectativas racionales. Mostró el grave error de menospreciar indebidamente los aportes de Minsky, Keynes y Leijonhufvud y de la moderna literatura macroeconómica no clásica que contempla fallas de coordinación, promesas rotas y expectativas no necesariamente racionales.
- Ha sido el fracaso empírico más rotundo de la hipótesis de los mercados de capitales “eficientes”.
- Mostró el error de recomendar decisiones de inversión asumiendo log-normalidad de los retornos de activos financieros, ignorando las

teorías más recientes sobre métodos bayesianos y “fat tail distributions”.

- Mostró la inutilidad del modelo C-CAPM (Consumption-Capital Asset Pricing Model) en crisis financieras y alta preferencia por la liquidez, cuando hay decisiones correlacionadas (y comportamiento de “manada”).
- Evidenció el error de identificar volatilidad o varianza de precios de activos (a lo largo del tiempo) con la noción de riesgo (a través de estados de la naturaleza).
- Mostró el fracaso de políticas monetarias (Taylor rules, inflation targeting, exchange-rate targeting) basadas en modelos DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium) suponiendo que la estabilidad monetaria y la estabilidad del sistema financiero son problemas separados.
- Quedó en claro el error de omitir deliberadamente a la literatura sobre eventos raros (Barro (2006 y 2009) y Gabaix (2008)), el de asumir que la diversificación es siempre una conducta racional en términos de retorno-riesgo (Ibragimov y Walden (2006)), y el de menospreciar la prevención/anticipación de eventos negativos altamente improbables o infrecuentes (Taleb (2007)).
- También ha sido evidente que en extremas crisis como la Subprime, el pánico, la incertidumbre y las expectativas negativas respecto de las estimaciones de ingreso permanente y de riqueza, la intervención del Estado se torna indispensable para evitar caer en una Gran Depresión, de consecuencias y duración impredecibles” (Rubini 2010).

Lo anterior se va a ver plasmado en los mercados en ejemplos como los siguientes.

En primer lugar la *FED* se centraba en el control de los agregados monetarios, pero eso no fue garantía para que el precio de los activos financieros y reales fuera estable y mucho menos garantizaba la estabilidad de sector financiero. Al llegar la crisis, los enfoques de mercados eficientes y expectativas racionales se derrumbaron y los inversionistas se trasladaron masivamente a operaciones de bajo riesgo, y ocurrió algo que esos enfoques consideraban imposible: una trampa de la liquidez.

Segundo, la teoría de carteras asume que hay independencia en la rentabilidad de los instrumentos; sin embargo, conforme la crisis avanzó las estructuras de los *MBS* y *CDO*, y el precio de las casas, así como la caída del precio de las acciones llevaron a una fuerte correlación en la rentabilidad de los distintos instrumentos.

Tercer ejemplo, nuevamente se repite que la teoría de los mercados eficientes y las expectativas racionales no se cumplen, pues en la determinación del precio de los activos no consideró toda la información existente.

El último ejemplo, tiene que ver con la diversificación de riesgos. Se asume que los mercados buscan diversificarlos pero los operadores más bien hicieron lo contrario, se dedicaron a concentrarlos. Toda la estructuración para realizar nuevas emisiones de *MBS* y *CDO*, bajo estructuras fuera de balance elevaron los riesgos, pues las emisiones se basaron en hipotecas malas y evasión de requisitos de capital. Al final, al no pagarse las cuotas de las hipotecas, las entidades con esos complicados “castillos de naipes” se derrumbaron y llevaron a las entidades bancarias a problemas de liquidez y, en muchos casos, a la quiebra.

Lo anterior da algunas pistas para dirigir las políticas macroeconómicas en el futuro. En primer lugar, las decisiones no pueden ser ortodoxas, asumiendo enfoques teóricos como verdades absolutas y eternas. Segundo, dentro de los objetivos de los bancos centrales o de las nuevas instancias regulatorias, se debería dar más importancia a la estabilidad financiera. Finalmente, se deben establecer mecanismos para moderar el problema de los desequilibrios macroeconómicos globales, para que las entidades supranacionales existentes y nuevas que se creen, tengan una participación activa.

4. Conclusiones

De este análisis de la crisis financiera se derivan cinco conclusiones.

Primera, a diferencia de Greenspan, muchos economistas tenían muy claro que se estaban tomando decisiones sobre regulación y de política monetaria que alimentaban las burbujas de los precios de los activos, lo cual en algún momento produciría una crisis.

Segunda, la autorregulación y la desregulación fueron factores que alimentaron las burbujas. Por un lado, se crearon nuevos productos fuera del alcance de los reguladores, por medio de los mercados OTC, lo que permitió el desarrollo de productos derivados sin control y cada vez más sofisticados, que se sacaron de los balances de los bancos.

Tercera, las políticas macroeconómicas fueron básicas en la crisis. Una política monetaria que no diferencie entre los agregados monetarios y la gestión del precio de los activos, a la larga puede llevar a burbujas en el precio de los activos (bienes raíces y activos financieros) pero acompañadas de un bajo nivel general de precios; combinación que no garantiza la estabilidad del sector financiero. Por tanto, los enfoques

para dirigir las políticas macroeconómicas deberían basarse en enfoques teóricos más heterodoxos, pues casarse con un solo enfoque ciegamente puede llevar a malas interpretaciones de la realidad y, por tanto, a errores en la implementación de políticas.

Si bien se ha avanzado en mejoras regulatorias, el área más débil es la de los derivados, porque subsiste la posibilidad de especular aún sin ninguna regulación. Asimismo, debe avanzarse en la coordinación entre los reguladores a nivel global como mecanismo para ir “nivelandando las canchas” y no fomentar el arbitraje regulatorio.

Por último, es urgente que ante la globalización se establezcan instituciones supranacionales o se modifiquen las existentes y generar instrumentos para garantizar la estabilidad financiera internacional.

Bibliografía

- Arner, D. (2009). The Global Credit Crisis of 2008: Causes and Consequences. Asian Institute of International Financial Law.
- Barro, R. (2006). Rare Disasters and Asset Markets in the Twentieth Century. *Quarterly Journal of Economic*, 121, August, 823-866.
- _____ (2009). Rare Disasters. Asset Prices and Welfare Costs. *American Economic Review* 99, (1), 243-264.
- Basel Committee on Banking Supervision (2006). International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework—Comprehensive Version (Bank for Int'l Settlements) (“Basel II”).
- Benston, G. (1990). The separation of Commercial and Investment Banking: The Glass-Steagall Act Revisited and Reconsidered. Oxford University Press, New York.
- Blanco, M. (2004). El sector bancario en los Estados Unidos. Características estructurales, Anuario Jurídico y Económico. Escorialense, XXXVII (2004) 449-477 / ISSN: 1133-3677.
- Criado S. y Van Rixtel A. (2008). La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. Banco de España, Documentos Ocasionales, N.º 0808.
- Fabozzi, F., y Kothari, V. (2007). Securitization: The tool of financial transformation. Yale International Center for Finance Working Paper n.º 07-07.
- Fabozzi, F., Davis H. y Choudhry M. (2006). Introduction to Structured Finance, Hoboken. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Gabaix, X. (2008). Variable Rare Disasters: An Exactly Solved Framework for Ten Puzzles in Macro-Finance. NBER Working Paper No. 13724, National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA
- Galbraith, J. (2004). *La economía del fraude inocente. La verdad de nuestro tiempo*. Editorial Crítica, Barcelona.
- Green, R. & Schnare, A. (2009). The Rise and Fall of Fannie Mae and Freddie Mac: Lessons Learned and Options for Reform, Paper, Washington DC, November.
- Greenspan, A. (2010). The Crisis. April.
- Gorton, G. (2008). The panic of 2007. Working Paper 14358, National Bureau of Economic Research, September
- Ibragimov, R., & Johan W. (2006). The Limits of Diversification when Losses May Be Large. Discussion Paper No. 2104, Harvard Institute of Economic Research. Harvard University. Cambridge, MA
- IOSCO (1998). Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores. Organización Internacional de Comisiones de Valores, Septiembre
- Kroszner, R., & Rajan, R. (1992). Some evidence on the separation of commercial and investment banking, Credit Markets in Transition. The 28 th. Annual Conference on Bank Structure and Competition Federal Reserve Bank of Chicago.
- Krugman, P. (1994). Vendiendo prosperidad. Sensatez e insensatez económica en una era de expectativas limitadas. Ariel, Argentina.
- _____ (2008). *Después de Bush. El fin de los “neocóns” y la hora de los demócratas*. Editorial Crítica, Barcelona.

- _____ (2009). *El retorno de la economía de la depresión y la crisis actual*. Editorial Crítica, Barcelona
- Losada, R. (2009). Agencias de rating: hacia una nueva regulación. Comisión Nacional del Mercado de Valores, España.
- Mason, J. y Rosner, J. (2007). Where Did Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions. May.
- Mengle, D. (2007). Credit derivatives: An overview. Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review, Fourth Quarter
- Morgan, S. (2008). *Credit derivatives insights: Handbook of single name and index strategies*. 4^a edición.
- Pazos, J. (2009). Los estructurados y la crisis. Economía Exterior, Núm. 48, Primavera
- Pelouze, F. (2009). Fannie Mae and Freddie Mac and the 2008 Financial Crisis. Paper, Columbia Law School, April.
- Pereyra, T. (2008). Crisis global sí: pero asimétrica. Entender la crisis para tomar medidas a su favor. Documento de Trabajo N° 43, Facultad de Administración y Ciencias Sociales, Universidad ORT Uruguay, Marzo.
- Pinto, E. (2008). Statement before the Committee on Oversight and Government Reform. US House of Representatives, December.
- Roldan, J. (2007). El papel del modelo de "originar para distribuir" en la crisis financiera. Banco de España.
- Rubini, H. (2010). Crisis subprime: ¿hacia una "nueva" teoría macroeconómica?, Instituto Provincial de Estadística y Censos, Santa Fe, Argentina.
- Sjostrom, W. (2009). The AIG Bailout, 66 Wash. & Lee L. Rev. 943.
- Smith, Roy C. e Ingo W. (1992). Reconfiguration of Global Financial Markets in the 1990s. Recent Developments in Finance, ed. Anthony Saunders, Homewood, Illinois: Business One Irwin.
- _____ (1997). *Global Banking*, Oxford U.K. Oxford University Press.
- Soto, R. (2010). Especulación e innovación financiera. Mercado de derivados y consecuencias macroeconómicas en México. Miguel Ángel Porrúa.
- Stiglitz, J. (2003). *Los felices 90*. Editorial Tauro.
- Taleb, N. (2007). *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Random House, Inc. New York.
- Taylor, J. (2009). *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*. Hoover Institution Press.
- Vasudev, P. (2009). Default Swaps and Director Oversight: Lessons from AIG. Paper selected for the Conference on "Risk Management and Corporate Governance" October 1-2, Center for Integrated Risk Management and Corporate Governance, Loyola University Chicago
- White, L. (2005). On Truly Privatizing Fannie Mae and Freddie Mac: Why It's Important, and How to Do It. Presented at the Conference on "Fixing the Housing Finance System" Wharton School, University of Pennsylvania April 26-27
- Wickens, M. (2008). *Macroeconomic Theory: A Dynamic General Equilibrium Approach*. Princeton University Press.
- Wilmarth, A. (2009). The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis. The George Washington University Law School Public Law and Legal Theory, Working Paper no. 468, Legal Studies Research Paper no. 468, May
- Xu, X.; Supanvanij, J., y Yeager, F., (2000), Evolution of the U.S. Banking System: From Glass-Steagall to Universal Banking. *The Journal of International Banking Regulation*, January.