

Crisis financiera global. Incidencia en los mercados financieros y en las instituciones nacionales
¿Converger hacia una regulación uniforme?

Por María Cecilia Lanús Ocampo

Publicado en el Suplemento La Ley Actualidad del 14 de mayo de 2009, página 1.

Sumario: SUMARIO: I. Introducción. - II. Reseña de la Crisis Financiera Internacional. - III. Globalización de los Mercados Financieros. - IV. Libre movimiento de capital en los mercados financieros y conversión de sistemas financieros nacionales. - V. Estructura financiera internacional y los nuevos paradigmas. - VI. Incidencia en las Instituciones Nacionales: Converger hacia una regulación uniforme. El caso instituciones bancarias: horizontes de nuevos desafíos en la supervisión. - VII. Conclusiones.

I. Introducción

En las últimas décadas el mundo ha sido protagonista de una de las transformaciones más profundas que ha impactado en los mercados en general y en el mercado financiero en particular. Hechos vinculados de manera muy estrecha con la liberalización de los sistemas financieros nacionales, los avances tecnológicos que impactaron fuertemente en las comunicaciones y en la productividad general de las operaciones, las transacciones transfronterizas, la integración internacional, la desmaterialización de los activos financieros, la obtención de información en tiempo casi real y la velocidad de ejecución de operaciones financieras.

Más reciente vivimos y fuimos testigos de una de las crisis financieras más grandes de la historia de la humanidad, la cual aún estamos transitando y aún no se observa un final certero al corto plazo. La magnitud de la misma [\(1\)](#) producto quizá de las nuevas dimensiones a escala mundial que han tomado los mercados financieros y los movimientos de capitales.

El dinero hoy se mueve en forma independiente de su representación física o de los bienes reales que representa. Actualmente nos enfrentamos a cuentas escriturares, dinero electrónico, operaciones financieras "on line", banca electrónica, etc. Todo ello producto de los avances y desarrollos continuos. En el campo de las finanzas modernas el diseño y desarrollo de una nueva disciplina: la ingeniería financiera que crea productos sintéticos, como son los derivados financieros [\(2\)](#) y los derivados de estos [\(3\)](#).

En estos tiempos muchos se preguntan el porqué no se predijo (ex ante) las eventuales consecuencias de la burbuja de las hipotecas en Estados Unidos.

Seguramente un análisis de los acontecimientos y una explicación racional ex post, junto a una reformulación adecuada de la regulación financiera llevarán a buscar mejorar el modo de prevenir este tipo de crisis en el futuro.

El presente trabajo tiene por finalidad presentar qué conocemos hoy y qué observaciones surgen de la crisis financiera global, sus causas y efectos; el rol de la internacionalización de los mercados financieros y finalmente pretende esbozar una tesis en torno a la incidencia en las instituciones nacionales en países emergentes.

II. Reseña de la Crisis Financiera Internacional [\(4\)](#).

Analistas y expertos [\(5\)](#) coinciden en hallar el origen de la crisis financiera reciente en una desacertada o no genuina valuación de los riesgos en el mercado inmobiliario.

En los últimos años ese mercado mostraba un horizonte de alta liquidez, tasas de interés bajas, un mercado inmobiliario con precios en alza y en constante crecimiento.

En ese contexto la demanda y los precios de las propiedades aumentaron, generando nuevas oportunidades de inversión en el mercado inmobiliario. Ese fenómeno llevó a que más gente que ya tenía su propiedad, utilizara ésta como colateral o garantía para tomar nueva deuda.

Lógicamente la propiedad aumentó el valor y las entidades bancarias tenían capacidad para seguir prestando de acuerdo a sus relaciones técnicas, dado que el colateral (6) de los préstamos ya otorgados aumentó su valor y la exposición del riesgo de la entidad disminuyó. Esa operatoria repetidas veces y multiplicada llevó a potenciarse donde mayores préstamos implicaban más demanda de inmuebles y valores más altos (generó finalmente una burbuja financiera).

Ahora, ¿qué llevó a minimizar o mejor dicho no hacer funcionar un alerta temprana? Entiendo que este espejismo fue involuntariamente propiciado -entre otros factores- por la limitación y aplicación rígida de modelos del análisis fundamental (7) al que comúnmente se recurre para predecir e interpretar conductas o decisiones futuras de los agentes económicos.

Así las cosas, las tasas de default en préstamos con garantía hipotecaria bajaron sistemáticamente a ratios históricos, llegando en 2007 a mínimos. Ello sumado al hecho que desde la crisis del '30 los precios raramente bajaron en los EUA, llevó a subestimar la ponderación de los riesgos de las garantías hipotecarias. En esa perspectiva, junto con el natural deseo de mayores ganancias y el ánimo imperante, el mercado se interesó por sujetos que normalmente no calificaban para otorgar crédito pero al parecer la garantía hipotecaria resultaba preferida por naturaleza, los hoy conocidos "sub-prime".

La burbuja financiera en un momento desaparece y los precios de las propiedades en los EUA -resultan en contraposición de toda predicción y de antecedentes históricos- que pierden valor y consecuentemente muchos deudores incumplieron su contrato.

¿Qué otros factores coadyuvaron a que la crisis hipotecaria tome magnitudes insospechadas?

El uso de la securitización o titulización (8) mediante la utilización de instrumentos financieros estructurados y vehículos como los fideicomisos, en cuyos activos se juntaban un conjunto de hipotecas en paquetes que se dividían en tramos de distinto riesgo y se vendían parte de dichos tramos. Si bien ha menester señalar que resulta una práctica habitual la utilización del fideicomiso en el proceso de securitización o titulización de activos financieros, en este caso se crearon otros fideicomisos con parte de los tramos de hipotecas que junto con la ingeniería aplicada a la creación de instrumentos financieros sintéticos replicaban la calidad de los fideicomisos y eran asegurados contra default (los denominados *credit enhancer*) que llevaron a distorsionar el real valor de los activos financieros. Asimismo, todos los modelos de valuación basados en datos históricos otorgaban un riesgo mínimo a las hipotecas y los subproductos financieros estructurados sobre ellas también.

Por su parte la calificación de riesgo (9) exigida por las regulaciones calificaban con nota AAA a los tramos de los fideicomisos. El mercado no creyó en esas calificaciones, así a idéntica calificación AAA de un fideicomiso, si lo comparaba con un bono corporativo de banco, sucedía que este último cotizaba mejor, por lo que se creó una oportunidad de arbitraje e incentivos a que los bancos emitan bonos y con ese dinero luego compren los tramos de fideicomiso. Al final del día la calificación era Categoría de Inversión (*Investment Grade*). Consecuentemente los fideicomisos terminaron en los balances de los bancos cuando no debió pasar.

A estos factores se agrega una flexibilización en la regulación donde la SEC (10) (*Securities and Exchange Comisión*) que data de fines de 2004, la cual permite a los bancos de inversión (11) un mayor apalancamiento (12). Un ejemplo representativo de lo anterior es el caso del Banco de Inversión Lehman el cual estaba apalancado más de 30 a 1 antes de la crisis: quería decir que si sus inversiones perdían el 3,3% de su valor, quebraba(!).

Otro aprendizaje que la crisis mostró claramente es que cuando se firma el colateral o garantía de un préstamo hipotecario (la casa) no está firmando la "obligación" de pagar, sino la "opción" de pagar (Pernice, 2008).

¿Cómo es esto? La opción consiste en pagar para retener la casa; y si no se paga, la casa se pierde y se la queda el banco. Ahora frente a esta opción, si el banco presta 100 para comprar una casa que cuesta 120 y se espera que en un tiempo valga 140, los incentivos a seguir pagando son muy fuertes. Ahora, si la casa vale 80, al parecer los incentivos a seguir pagando desaparecen y tal vez hasta sería conveniente llamar al banco y dejarle las llaves. Aquí se despeja un tema de incentivos

legales, en donde quizá la garantía deba ser repuesta más rápidamente para evitar efectos no deseados.

Sobre esas bases se observa que un sistema financiero (13) está preparado para hacer frente a situaciones de riesgo con mayor probabilidad de ocurrencia: estas situaciones son las que encontramos en general plasmadas a nivel normativo en la regulación financiera. Es decir, la regulación surge de la necesidad de dar una solución y un manejo adecuado a situaciones probables que los estudios estadísticos definen como situaciones de riesgo con mayor probabilidad de ocurrencia.

Ahora bien... ¿qué sucede cuando aparece lo imprevisto?

Ese hecho inaudito, de gran impacto y con muy escasas probabilidades de ocurrencia. Nos enfrentamos a la crisis financiera en este caso sin precedentes en la historia fundamentalmente por el volumen de las operaciones, la transmisión e impacto en los sistemas financieros del mundo.

III. Globalización de los Mercados Financieros

Se define por "globalización de los mercados financieros" a las transformaciones que han afectado los principios de funcionamiento de las finanzas. Se trata de profundas transformaciones que asocian de manera muy estrecha la liberalización de los sistemas financieros nacionales y la integración internacional (Aglietta, 2000).

Por "globalización financiera" se entiende la creciente dependencia financiera mutua entre los países del mundo ocasionada por el cada vez mayor volumen y variedad de las transformaciones transfronterizas de flujo de capital (Bustelo, 1999).

"Globalización Financiera" hace referencia a la integración de los diversos mercados financieros domésticos en un único mercado financiero internacional, lo cual permite a las instituciones de cualquier país que busquen fondos no limitarse a localizarlos en su propio mercado doméstico. Dicha globalización ha tenido lugar a diversos factores, entre ellos, a) desregulación o liberalización de los mercados y las actividades que los participantes en los mismos realizan en los principales centros financieros mundiales; b) los avances tecnológicos que han permitido optimizar oportunidades, tiempo y costos de transacción, y c) una mayor institucionalización de los mercados financieros, con el rol de los inversores institucionales (González y Mascareñas, 1999).

Por internacionalización de los mercados financieros entiendo la integración a que se refieren los autores en la materia, la cual hace particular referencia con la posibilidad que se genera hoy en día de evaluar la relación "*riesgo- retorno*" con una visión global, gracias al fenómeno de la revolución tecnológica, factor que favoreció la eficiencia de los mercados mundiales.

En efecto, la globalización financiera es una transformación de los sistemas financieros íntimamente relacionada con el cambio de régimen de crecimiento de las economías desarrolladas, producto de prevalecer los principios de las finanzas de mercado. Así las cosas, la globalización financiera repercute en las condiciones de crecimiento de las economías y de sus instituciones.

En ese escenario aparecen los inversores institucionales como actores dominantes, léase fondos de pensiones, fondos de inversión, compañías de seguros, etc., quienes han pasado a dominar los mercados financieros retrayendo a los inversores individuales aquéllos son más propensos a transferir fondos a través de las fronteras nacionales con objeto de mejorar la diversificación de sus carteras y/o beneficiarse de la infravaloración de algún activo financiero determinado en un mercado extranjero.

La liberalización del régimen financiero internacional, una maximización de tiempo y mejoras en la información, las nuevas técnicas e instrumentos financieros surgidos como consecuencia de los desarrollos tecnológicos son parte de esta nueva composición en el campo de las finanzas.

IV. Libre movimiento de capital en los mercados financieros y conversión de sistemas financieros nacionales

Uno de los fenómenos principales de fines de siglo XX, es el fenómeno de la "Internacionalización" o "Globalización".

Durante la mayor parte del siglo pasado los movimientos de capital han sido limitados y sometidos a control. Recién a partir de fines de los años 70 y particularmente desde mediados de los 80 se puede hablar de liberalización de flujos de capital en los mercados financieros.

Los trabajos pioneros en defensa a la apertura y movimientos de capital son de Mc. Kinnon (1973) y Shaw (1973), quienes eran defensores de esta tesis. Dichos autores consideran que los movimientos de capital ofrecen ventajas similares a las de la liberalización comercial. Esto es, facilitan una mejor asignación del ahorro y canaliza los recursos hacia un empleo más eficiente.

La libre movilidad de capitales permite que aquellas unidades deficitarias o con menor ahorro que sus posibilidades de inversión obtengan recursos adicionales atrayendo la inversión externa.

No escapa, que la liberalización de capitales puede producir efectos desfavorables de corto plazo para las economías, en especial de países en vías de desarrollo (14), fundamentalmente la enseñanza clara la da la crisis de los años 90 provocada por las variaciones de los flujos financieros tendientes a sobrereaccionar ante determinados cambios políticos y económicos.

La apertura y entrada de capitales resultó un poderoso incentivo para transformar los sistemas financieros de los países en vías de desarrollo.

En la época en que en el sistema monetario internacional regían los acuerdos de Bretton Woods, los flujos internacionales de capitales estaban muy controlados. En esa tesis, la visión y postura de los economistas era que la movilidad de capitales era algo innecesario e incluso no querido.

A principios de los setenta el sistema de Bretton Woods dejó de funcionar y países con economías más fuertes comenzaron a dejar de lado sus controles de capitales.

La ruptura del sistema monetario surgido del acuerdo de Bretton Woods (15) -inconvertibilidad del dólar a partir de 1971- dejando de tener sustento el Sistema Monetario Internacional de "patrón de cambios-dólar", lo cual fue consecuencia de la falta de liquidez y de confianza, así como de la necesidad de un ajuste cambiario, pero a pesar de haberse efectuado algunos "retoques", el oro seguía subiendo y la economía norteamericana soportaba serias tensiones, lo que acabó provocando una devaluación de su moneda respecto a la de los otros países industrializados.

En marzo de 1973, se eliminan los tipos de cambio fijos y se pasa a la flotación libre del valor de las monedas y, a inicios de 1976, es abolido el precio oficial del oro, lo que genera la desaparición del valor oficial del dólar y, su consideración como unidad de cuenta, con lo que el Sistema Monetario Internacional establecido queda destruido.

Luego ha de mencionarse la denominada crisis del petróleo que, como consecuencia de la suba del precio de ese "commodity", en 1973 sacudió a las economías industrializadas dependientes de ese consumo. Por otro lado, el aumento del ingreso en los países exportadores poco integrados a las economías de mercado generó una sobreoferta de crédito en el mercado financiero internacional, con el consecuente reciclaje de los dólares provenientes de los excedentes financieros de los países exportadores de petróleo - "petrodólares"-.

En dicho escenario, con la desaparición del sistema Bretton Woods, los acontecimientos mencionados durante la década de los setenta, la crisis del petróleo, inflación en los países de la OCDE, se transforma el sistema monetario internacional. Esto es, se pasó de un sistema regulado por los gobiernos bajo control de los movimientos de capitales a un sistema movido por los mercados, que liberó los flujos internacionales de capital.

Recordemos que los condicionamientos de las balanzas de pagos eran estrictos de acuerdo a la regla Breton Woods, y los déficit se financiaban con reservas.

En el sistema vigente, los déficits son financiados con crédito internacional de bancos y títulos: en este caso el condicionamiento pasa por la opinión que los inversores financieros se formen con respecto a la sustentabilidad de las deudas externas.

En toda esta mutación de los sistemas financieros nacionales, los mecanismos financieros son cada vez más especializados, más eficientes, buscan maximizar el valor de los activos. Los flujos de capitales están integrados a la economía global de manera cada vez más intensa e interdependiente.

V. Estructura financiera internacional y los nuevos paradigmas

Esta nueva estructura financiera internacional ha transformado, sin lugar a duda, el pensamiento de las finanzas en sus bases, comportamientos y regulaciones.

Los inversores institucionales -fondos de pensiones, fondos de inversión en general, fondos de private equity, venture capital, compañías de seguros, etc.- pasan a ser los agentes que desempeñan el rol de mayor relevancia en la toma de colocaciones de capital y deuda en los mercados internacionales.

El gran avance tecnológico llevó a una maximización de tiempo y mejoras en la información, no obstante la información nunca será perfecta, o del todo veraz o no llegará del todo tiempo, pero sin duda la revolución tecnológica favoreció la eficiencia de los mercados mundiales. Asimismo, las nuevas técnicas y diseño en los instrumentos financieros que tienen un grado de peculiaridad y refinamiento sin precedentes, surgidos como consecuencia de los desarrollos tecnológicos, son parte de esta nueva composición en el campo de las finanzas.

El volumen de operaciones internacionales se incrementó en este mercado como producto de derribar barreras sobre información de las empresas extranjeras, el tratamiento a la carga fiscal aplicable al ingreso generado, disminución de los costos de transacción e asimetrías en la información.

Surge así un nuevo razonamiento financiero. Este hecho implica que los capitales mundiales fluyen cada vez más rápido y sin restricciones aproximando a la frontera de eficiencia maximizando el valor del capital, buscando el objetivo de mejor relación "riesgo- retorno (16)". Es en esta tesitura que se desarrollan las regulaciones más modernas, donde la administración del riesgo es fundamental.

Las nuevas técnicas en administración de riesgos, la liberalización de los movimientos de capital y ese flujo de capitales internacionales tiene una consecuencia muy positiva en la generación mundial de riqueza y el crecimiento económico.

Esto es, los mercados mundiales se hacen cada día más eficientes y va esfumándose velozmente las oportunidades de arbitraje (es decir, desaparece la posibilidad de tomar ganancias sin riesgo). Esto último tiene una gran consecuencia a nivel micro y macroeconómico; toda vez que la generación de riqueza en las empresas y en los Estados debe buscarse en los proyectos de inversión con valor presente neto positivo y no en las decisiones financieras asociadas a los mismos o en las distorsiones de los mercados financieros. Acerca de esto último, Argentina cuenta con una larga historia de fuertes distorsiones financieras (hiperinflación, corridas bancarias, corralito, default, etc.) que provocaron grandes transferencias arbitrarias de riqueza y generaron una cultura negativa en los operadores económicos.

VI. Incidencia en las Instituciones Nacionales: Convergencia hacia una regulación uniforme. El caso instituciones bancarias: horizonte de nuevos desafíos en la supervisión

Las políticas de liberalización financiera y la mayor internacionalización de los servicios financieros se han visto reflejadas en una actividad transfronteriza cada vez mayor en el sector financiero. En efecto, la crisis financiera internacional que comenzó hace más de un año atrás en EUA por problemas de incumplimientos en el cobro en el segmento subprime de ese mercado hipotecario trajo consigo el contagio a distintos países del globo. Hoy podemos decir que no ha quedado indemne ninguno aún en el menor grado.

Ahora cabe preguntarnos cómo incide la crisis financiera en las instituciones nacionales en países emergentes. Procuraré analizar brevemente desde dos ópticas diferentes: A) una de la conducta del inversor y B) desde el punto de vista del regulador bancario dicha incidencia.

A) Desde un punto de vista de la conducta del inversor, este busca inversiones más seguras. Las bolsas de valores de los mercados emergentes cayeron en general más que la de los mercados en donde se originaron los problemas y por su parte las monedas de los emergentes se devaluaron.

Contrariamente y a pesar de los problemas en los EUA los bonos del Tesoro fueron y son los activos financieros más demandados (vuelo hacia la calidad) [\(17\)](#), consecuentemente se reflejó en un aumento de su precio, una baja en la tasa de interés y una apreciación del dólar. Asimismo, los inversores institucionales que deben enfrentar el retiro de las inversiones o disminuir sus pérdidas, en cualquier caso el curso de acción es vender activos riesgosos, en donde los mercados emergentes sufren una caída muy importante de precio producto de la venta masiva de esas posiciones.

Otro efecto es el aumento del costo de financiamiento en el exterior. En el caso de Argentina el impacto en el costo de financiamiento en el exterior no es relevante, puesto que no fue importante la entrada de capitales antes de la crisis y como consecuencia de otros factores domésticos no tenía acceso a los mercados de deuda foráneos. Distinto es el caso de las empresas que buscan financiamiento en el exterior.

El rol de las expectativas tampoco es bueno por lo que resulta un menor nivel de consumo y un menor nivel de inversión, en consecuencia la actividad económica se contrae.

B) Desde el punto de vista del regulador dicha incidencia se ve reflejada en la normativa sobre la real valuación de los riesgos y la administración de los mismos. Aspectos éstos que representan el nuevo reto para la moderna supervisión bancaria.

Si bien desde la aplicación de los principios de Basilea, uno de los puntos más relevantes es la cooperación entre los supervisores para garantizar una supervisión internacional consolidada. En este orden asumir estándares homogéneos en materia de adecuación de capital es un factor fundamental para minimizar arbitrajes regulatorios entre diversos países donde las entidades financieras operen.

Sin lugar a dudas, una palmaria muestra de la internacionalización de los servicios financieros es la propuesta de convergencia perfilada en Basilea II, la experiencia en este campo -entiendo- ha hecho que se actúe con respuestas rápidas y contundentes en la peor crisis financiera contemporánea con pérdidas de capital inesperadas para las entidades financieras.

En el caso de los países emergentes, -como ejemplo Argentina-, si bien las crisis son acordes al volumen de sus economías, y el impacto en otros sistemas financieros es casi inexistente, sin duda alguna la pérdida y destrucción de riqueza junto con el quiebre de la confianza en el sistema financiero hace indispensable emprender un proceso de apertura y modernización de su sistema financiero.

Una regulación limitativa o prohibitiva genera incentivos que atentan contra el crecimiento económico, por ejemplo controles -sea de tasas, condiciones de préstamos, las barreras a la entrada de nuevas instituciones financieras, entre otros eventos, conlleva a ineficiencias y reprime el desarrollo de ese mercado y del mercado de capitales.

Pues bien, ¿Dónde está la explicación en que una regulación limitativa o prohibitiva genera atrasos en la generación de valor? En la sencilla observación de que la norma así diseñada se pone muy por debajo de la frontera de eficiencia. Así las cosas, cabe preguntarse entonces cómo el marco regulatorio puede acercarse a la frontera de eficiencia, entiendo que con regulación basada en nuevas técnicas de administración sensibles al riesgo.

En este sentido entiendo que la crisis ayudó a demostrar que el plexo normativo previsto en Basilea II es adecuado: allí se prevé una actuación dinámica que le compete a la supervisión bancaria, se le otorga un papel activo al supervisor en materia de medición de la calidad de los

activos bancarios a fin de obtener un control preventivo de los riesgos bancarios y un adecuado resguardo patrimonial y límite al apalancamiento, incentivos adecuados a evitar los conflictos de intereses, Vg.: restricción a la capacidad de establecer negocios con partes relacionadas, sea con la propiedad y gestión de la entidad bancaria o sea un grupo de personas relacionadas entre ellas; promover las buenas prácticas de gobierno corporativo, un alto grado de información y transparencia del negocio bancario sobre la condición de cada entidad bancaria; acciones correctivas de carácter preventivo que apuntan a regularizar la situación de los bancos con problemas de iliquidez y propender a una legislación que provea un sistema ordenado y secuencial ante un evento de crisis de insolvencia o quiebra.

VII. Conclusiones

A modo de conclusión se observa que la integración de los mercados financieros proporciona grandes oportunidades de crecimiento a aquellas empresas y gobiernos que sean capaces de hacer frente a los muchos desafíos que ella plantea. También están aquellos otros, quienes sostienen que tal integración de los mercados financieros es peligrosa y desestabilizadora.

En efecto, hay que reconocer que es clara la globalización como hecho fáctico en los mercados financieros. El razonamiento financiero que subyace implica que los capitales mundiales fluyen cada vez más rápido y sin fronteras buscando la frontera de eficiencia maximizando el valor del capital, buscando el objetivo de mejor relación "riesgo-retorno"⁽¹⁸⁾. Es en esta tesitura que se desarrollan las regulaciones más modernas, donde la administración del riesgo es fundamental.

La existencia un mercado financiero internacional globalizado ha sido uno de los grandes logros gestado en los últimos años del siglo pasado, motivado en una serie de factores que en resumidas cuentas pueden señalarse como desintermediación en la finanzas, es decir, la incorporación de nuevos actores institucionales, los nuevos instrumentos financieros, la maximización de tiempo en la comunicación, una disminución en los costos de transacción, la mejora en la asimetría de la información y, en particular los avances tecnológicos que todavía no están volcados al mercado y aquellos que vendrán de las generaciones futuras.

Ha menester señalar también que la interdependencia resultante de la globalización es más aceptada cuando se examina desde la perspectiva de sus beneficios, que de la injerencia negativa: ésta es la primera crisis global del capitalismo moderno y su centro claramente en los EUA, con efectos sistémicos sin precedentes.

Esto no es malo que así ocurra, puesto que estamos frente a un aprendizaje sin antecedentes y a una nueva arquitectura financiera internacional, en donde queda todo por hacer. En este sentido la comunidad financiera internacional debe llegar a una convergencia en torno a la protección de la estabilidad global, es decir, establecer un conjunto de normas prudenciales comunes de aceptación internacional para fomentar y asegurar una gestión sensible de riesgos asociados a los flujos de capital. Y contribuir de este modo peculiar al crecimiento mundial.

En ese sentido entiendo que desde la última reunión del G 20 se perfila una importante reformulación en la regulación financiera internacional siguiendo la esencia de las modernas técnicas de administración de riesgos, focalizando fuertemente en el real valor de los activos y mayor rigurosidad en el capital de las entidades bancarias.

Referencias Bibliográficas

-Aglietta, M. (2000), "La Globalización Financiera", Finanzas, inversión y crecimiento, Ed. Nro. 59.

-Bustelo, P. (1999), "Globalización financiera y Riesgo Sistémico: algunas implicancias de las crisis asiáticas", Reunión de Economía Mundial, Huelva.

-Gerscovich, Carlos y Vazquez Acuña Martín (2008), "Instrumento Derivados" , Ed. Abeledo Perrot, Buenos Aires.

-Gutián, M y Varela Parache, F. (2000), "Introducción. Los sistemas financieros ante la globalización", Sistemas financieros ante la globalización ,Ed. Pirámide, Madrid.

-Gutián, M. (2000), "Evolución y perspectivas de la liberalización de los movimientos de capital.", Sistemas financieros ante la globalización, Ed. Pirámide, Madrid.

-Lanús Ocampo, M. C. y Martorell, E. (2004), "La responsabilidad de los bancos por mal asesoramiento al inversor. Con particular referencia al cliente adquirente de títulos y/o bonos de deuda soberana", Diario LA LEY 09/06/2004. Libro Centenario del Código de Comercio Venezolano de 1904, Tomo II, Academia de Ciencias Políticas y Sociales de Venezuela, pg.1290/1327.

-Lanús Ocampo, M. C. (2006), "Globalización de los Mercados Financieros. Los Sistemas financieros ante la Internacionalización" Seminario, Universidad Argentina de la Empresa (UADE).

- Lanús Ocampo, M. C. (2008), Ponencia al Primer Congreso Argentino sobre Mercado de Capitales, Aspectos Jurídicos y Contables, sobre "Responsabilidad del agente intermediario por mal asesoramiento del inversor en el mercado de capitales", Universidad del CEMA.

-Linde, L. M. (2000), "Sistemas financieros ante la globalización. Crisis financieras", Sistemas financieros ante la globalización, Ed. Pirámide, Madrid.

-Livacic, E. (2000), "Regulación prudencial y control de riesgos", Sistemas financieros ante la globalización, Ed. Pirámide, Madrid.

-González, Sara y Mascareñas, Juan (1999), "La globalización de los mercados financieros", Noticias de la Unión Europea n° 172, Universidad Complutense de Madrid.

-Muñoz, Narciso (2008), Ponencia al Primer Congreso Argentino sobre Mercado de Capitales, Aspectos Jurídicos y Contables, sobre "El GEC y el mapa comparativo de normas contables iberoamericanas", Universidad del CEMA.

-Roisenvitz, Alfredo (2009), Seminario Aspectos Legales de las Finanzas, Universidad del CEMA.

-Ucema Revista, "La crisis financiera", entrevista al Prof. Sergio Pernice (2008), Revista Universidad del CEMA.

[\(1\)](#) Se estiman los activos financieros tóxicos en más de 3 billones de dólares.

[\(2\)](#) Los derivados financieros son contratos financieros cuyo valor depende (deriva) del valor de uno o más bienes subyacentes (commodities o activos financieros) o índices conf. Luegmayer, Sebastián, RDCO nro 228, enero-febrero 2008 Sec. Doctrina pag. 109. Los derivados financieros son contratos en los cuales una parte acepta asumir un riesgo relacionado con la evolución futura de una variable subyacente a cambio de una contraprestación dineraria o asunción de otros riesgos por su contraparte, conf. Malumian, Nicolás, "Contratos de Derivados" La Ley Buenos Aires , 2003.

[\(3\)](#) Con aproximadamente un billón de dólares en hipotecas, los bancos crearon por medio de instrumentos derivados y otros híbridos financieros cerca de diez billones de dólares por año, producto de la multiplicación que genera el apalancamiento. Fuente: Revista Inversor Global (2008).

[\(4\)](#) Si bien en el presente trabajo se parte para el análisis del origen de la crisis en las hipotecas subprime, a los fines de mayores antecedentes me remito en mérito a la brevedad al trabajo del Dr. Carlos Gerscovich, publicado en: La Ley "La reciente Crisis financiera Global", 25.10.2007.

[\(5\)](#) En este punto seguiré la entrevista al profesor Sergio Pernice de la Revista Ucema.

[\(6\)](#) Colateral (collateral) se designa a la garantía aportada por el tomador del préstamo en operación crediticia, ya sea aval, valores mobiliarios, hipoteca, etc.

[\(7\)](#) En la década de 1950 Benjamín Graham, desarrolló el llamado análisis de valores, que buscaba entender y valorar las empresas a partir de sus datos contables y financieros. Durante el decenio siguiente, aparecieron otros modelos como el CAPM, que trataba de estudiar la interrelación entre

rentabilidad e inflación, cobertura de riesgo, etc. El analista de hoy no sólo analiza el balance y la cuenta de explotación, también incluye otros aspectos como el posicionamiento estratégico, la estructura de costes, las barreras de entrada y salida, etc. En eso consiste el análisis fundamental (fundamental análisis).

(8) El proceso de securitización consiste en la emisión de títulos garantizados por un flujo de pagos que será recibido, más deuda. El emisor de estos títulos (securities) anticipa los recursos colocando los títulos entre los inversores. En el caso, la crisis estalló al momento en que gran cantidad de deuda no fueron pagadas y el sistema y los mercados se convenció que muchas otras tampoco lo serían.

(9) Una empresa Calificadora de Riesgo ("rating agencies") hace un análisis y opinión transparente e independiente para los inversionistas de la situación de una emisión en particular y de la calidad crediticia del título. Este es otro aspecto que tiene en cuenta el inversor y que contribuye a consolidar la confianza. ¿Qué ponderan estas firmas al momento de otorgar una calificación? Pues, aprecian el riesgo financiero, la estructura de la emisión y los condicionamientos específicos para su cumplimiento. Estos elementos son evaluados por las calificadoras de riesgo con el fin de asignar una calificación final. En la medida que la estructura y proyecciones sean más sólidas, la calificación será más alta, pues la seguridad del pago oportuno es mayor.

Las calificadoras al otorgar una calificación, indican la solvencia del emisor; circunstancia ésta que, por la propia dinámica del mercado, podrá verse modificada sin que esto implique -prima facie- responsabilidad alguna a cargo de la propia institución calificadora. La calificación ("rating"), refleja la probabilidad de que el emisor del título lo cancele al vencimiento y cumpla con los pagos de intereses programados. Estas empresas al calificar utilizan un sistema de letras que muestra su criterio sobre la seguridad de una emisión de bonos en relación con el pago de la cantidad principal y de los intereses. Las calificadoras de riesgo ("rating agencies") más conocidas son: 1) Moody'S Investor Services, 2) Standard And Poors Corporation, 3) Duff And Phelps, y 4) Fitch Investor Services, no obstante en general los bancos de inversión y los grandes inversores institucionales tienen sus propios departamentos de análisis crediticio. Las empresas calificadoras evalúan la calidad de los títulos y los ranquea (ranking) en categorías de acuerdo con la probabilidad relativa de default o no pago.

El inversor está sujeto a la posibilidad de pérdida del dinero invertido, como consecuencia de que el emisor del título no cancele la obligación. A eso lo denominamos "riesgo de crédito", al que se lo puede descomponer en: "riesgo de default", "diferencial por riesgo de crédito" y "riesgo de disminución de calificación". El primero de ellos, el "riesgo de cesación de pago" o "de insolvencia" ("default"), es aquel que corre el inversor de que el emisor del título no pueda hacer frente a sus obligaciones en el tiempo y forma convenido. En principio, cuando un emisor entra en 'default', el tenedor no pierde toda su inversión, ya que, en general es práctica la refinanciación de la obligación, sea mediante la emisión de otro bono o a través de otro instrumento, aplicándole una cierta quita al capital adeudado. Veamos ahora qué es el "diferencial" ("Spread") por riesgo de crédito ("*Credit spread risk*"). Para expresarlo de modo sencillo diremos que las tasas fluctúan, varían. Así es que, por un lado, tenemos la variación en la "tasa libre de riesgo", la que es definida como la tasa mínima a la que un inversor está dispuesto a invertir por considerar que la misma implica una colocación segura. Por otro lado, tenemos a la "prima de riesgo", que es la tasa adicional que un inversor demanda por el riesgo en que incurre. Pues bien, el "spread por riesgo de crédito" es esa tasa adicional que el inversor demanda por el riesgo.

Las calificadoras de riesgo mantienen, aumentan o disminuyen las calificaciones. En efecto, una baja en la calificación, implícitamente afecta el precio debido a que dicha emisión tiene asociado un riesgo mayor. El riesgo a que está expuesto un inversor de que una emisión sufra una baja en la calificación, es denominado "riesgo de disminución de calificación" ("Downgrade risk").

(10) Securities and Exchange Commission (Comisión de Valores y de la Bolsa). Funciona en Washington DC y actúa como agencia del gobierno de EE.UU. para vigilar el cumplimiento de las reglas de juego limpio en las operaciones bursátiles. Se constituyó en 1934.

(11) Este tipo de entidades, fueron creadas con la finalidad de abastecer de recursos financieros a inversiones a operar en el largo plazo, pensados con destino al desarrollo de la actividad empresaria. Esto quiere decir, para dedicarse al financiamiento y colocación de emisiones de

acciones y otros títulos de deuda (Vg.: bonos), para lo cual se brinda asistencia técnica y asesoramiento en la emisión. Estas entidades, cumple la función de dar crédito para adquirir aquellos activos que -por su elevado costo y lenta amortización- no pueden ser financiados con recursos de corto plazo.

Ley de Entidades Financieras Nro 21.526 (Adla, XXXVII-A, 121) de Argentina caracteriza a las distintas clases de entidades que regula de acuerdo a su operatoria y, en este orden, los Bancos de Inversión están autorizados para: a) recibir depósitos a plazo; b) emitir bonos, obligaciones y certificados de participación en los préstamos que otorguen u otros instrumentos negociables en el mercado local o en el exterior; c) otorgar avales, fianzas u otras garantías y aceptar y colocar letras y pagarés de terceros vinculados con las operaciones en que intervinieren; d) realizar inversiones en valores mobiliarios vinculados con las operaciones en que intervinieren, prefinanciar sus emisiones y colocarlos; e) efectuar inversiones de carácter transitorio en colocaciones fácilmente liquidables; f) actuar como fideicomisarios y depositarios de fondos comunes de inversión, administrar carteras de valores mobiliarios y cumplir otros encargos fiduciarios; g) obtener créditos del exterior, y actuar como intermediarios de créditos obtenidos en moneda nacional y extranjera; h) realizar operaciones en moneda extranjera, previa autorización del Banco Central; i) dar en locación bienes de capital adquiridos con tal objeto y, por último, cumplir mandatos y comisiones conexos con sus operaciones.

Los Bancos de Inversión son entidades propias del mercado de capitales, que captan el ahorro del público y lo destinan a conceder créditos a mediano y largo plazo. En la práctica, son los Bancos de Inversión o el área o departamento pertinente de un Banco Comercial los que asesoran al cliente acerca del tipo de inversión más conveniente de acuerdo a las pautas y perfil del mismo (léase, del inversor); esto es, el plazo, su aversión o no al riesgo, etc., etc., pudiendo de este modo el cliente optar por alguno de los activos financieros en particular, como ser: bonos corporativos o soberanos; acciones; "commercial papers", etc. En otros casos, son los propios Bancos especializados los que crean distintos "portafolios de inversión", ya que estas entidades tienen su propio departamento de riesgo crediticio, además de contar con la opinión de las clásicas agencias calificadoras de riesgo. El Banco recibe de la empresa o gobierno el mandato para llevar a cabo determinada operatoria, asume el rol de director principal ("lead manager" o "arrender"); es quien organiza. El "arrender bank" es una entidad financiera de primera línea, a la cual se le otorga un mandato ("mandate"), en donde se establecen los parámetros de la operación, siendo de este modo como el arrender se asegura la exclusividad en la transacción. Acorde a la magnitud de la colocación, se selecciona a los bancos que participan en la distribución de los títulos en el mercado; a éstos se los denomina "co-arrenders" y, si bien suelen ser entidades de envergadura, aquí su elección está directamente vinculada con su capacidad de distribución. Tanto el "lead arrender" como el "co-arrender" pertenecen al "management group". Hemos dicho que, acorde con la importancia de la emisión participan otras entidades, a los que se los suele denominar "selling group", se trata, generalmente, de Bancos intermediarios o de menor envergadura que participan en la colocación. Otras veces, cuando no se utiliza ese tipo de estructura, se recurre directamente a un Banco que se desempeña como "banco agente" ("agent bank") tomando la Entidad a su cargo -mandato de por medio- los actos de gestión o administración -Vg.: pago a los bonistas, recepción de documentación informativa del emisor, etc., etc.- entre otras.

[\(12\)](#) Apalancamiento o "Leverage" es el efecto que el endeudamiento introduce en la rentabilidad de los capitales propios, cuyos resultados pueden reforzarse por encima de lo que se derivaría de sus recursos originales. La condición necesaria para que se produzca el apalancamiento amplificador es que la rentabilidad de las inversiones sea mayor que el tipo de interés de las deudas. La fórmula simple de medir es Apalancamiento = Deuda sobre Patrimonio (L=D/E).

[\(13\)](#) El Sistema financiero está compuesto por el Mercado de Capitales, el Mercado de Dinero y el Mercado de Divisas. Las empresas, las personas y los gobiernos, con frecuencia necesitan obtener capital. Para ello, el sistema financiero se organiza con el objeto de ser el nexo entre aquellos que desean solicitar fondos en préstamo con aquellos que tienen un exceso de liquidez y buscan obtener un retorno de su capital prestado.

[\(14\)](#) A mayor abundamiento puede consultarse el trabajo de Massad (1998), "The liberalization of the capital account: Chile in the 1990's", Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?, Essays in the International Finance, Princeton University, num. 207, mayo.

(15) El nuevo "Sistema de patrón de cambios-dólar" comienza en 1944 con los acuerdos de Bretton Woods y durará hasta comienzos de la década de los setenta. Las naciones que se perfilaban vencedoras en la guerra deciden reunirse y establecer un nuevo Sistema Monetario Internacional, que elimine el problema de los anteriores -Patrón oro clásico que se estableció alrededor de 1870 hasta 1922 en que evoluciona a otro denominado Patrón de cambios oro hasta 1944-.

El acuerdo fundamental consiste en tomar el dólar de los EE.UU., e indirectamente el oro, como unidad de cuenta. Así la unidad de cuenta fue el dólar cuyo valor se fijó en razón de 35 dólares la onza de oro y el resto de las monedas son valoradas en dólares que, como es obvio, cada moneda tiene un valor en oro calculado a través de su valor en dólares.

(16) La relación Riesgo - Rendimiento de un activo financiero" trata de uno de los principios que rigen la teoría de las finanzas. La teoría financiera nos proporciona una serie de bases que nos acerca al conocimiento y comprensión para la toma de decisiones financieras, así pues "la relación riesgo - retorno" es una de ellas.

Dicho principio nos dice que si una persona desea conseguir grandes beneficios, deberá asumir el riesgo de altas pérdidas. No obstante, en una operación financiera las personas preferirán obtener los mayores rendimientos posibles corriendo el menor riesgo.

Léase que un inversor racional elegirá aquella alternativa que, a idéntico rendimiento esperado, esté el menor riesgo asociado a dicho activo financiero. En consecuencia los inversores no son indiferentes al riesgo sino que requieren una compensación por asumirlo. Siendo eso así, la mayoría de las personas estará dispuesta a aceptar un menor rendimiento esperado a cambio de ver reducido su exposición al riesgo. Es por ello que los mercados de capitales ofrecen distintas oportunidades y cada agente puede elegir la combinación de riesgo - rendimiento que más se adapte a su preferencia.

Por otra parte, debemos señalar hay activos a los que consideramos libres de riesgo: son aquellos que serán pagados con toda certeza (que proporciona un rendimiento que compensa la preferencia temporal de consumir en el futuro); tal es el caso de los bonos del tesoro de los Estados Unidos. Se define activo libre de riesgo como aquel valor que ofrece una tasa de rendimiento perfectamente predecible en términos de la unidad de cuenta seleccionada para el análisis y la duración del horizonte de decisión del inversionista. Si se toma como unidad de cuenta al dólar estadounidense y el horizonte de negociación es de un día, la tasa libre de riesgo es la tasa de interés de las letras del Tesoro de EE.UU. que vencen al día siguiente

En consecuencia, el rendimiento a obtener de cualquier activo financiero será igual al que se llegue por el activo libre de riesgo más una prima por riesgo.

(17) En circunstancias de incertidumbre sobre riesgo de las inversiones los inversores recurren a dichos títulos en búsqueda de seguridad.

(18) La relación "Riesgo - Rendimiento de un activo financiero", trata de uno de los principios que rigen la teoría de las finanzas. La teoría financiera nos proporciona una serie de bases que nos acerca al conocimiento y comprensión para la toma de decisiones financieras, así pues "la relación riesgo - retorno" es una de ellas.

Dicho principio nos dice que si una persona desea conseguir grandes beneficios deberá asumir el riesgo de altas pérdidas. No obstante, en una operación financiera las personas preferirán obtener los mayores rendimientos posibles corriendo el menor riesgo. Léase que, un inversor racional, elegirá aquella alternativa que a idéntico rendimiento esperado, esté el menor riesgo asociado a dicho activo financiero. En consecuencia los inversores no son indiferentes al riesgo sino que requieren una compensación por asumirlo. Siendo eso así, la mayoría de las personas estará dispuesta a aceptar un menor rendimiento esperado a cambio de ver reducido su exposición al riesgo. Es por ello que los mercados de capitales ofrecen distintas oportunidades y cada agente puede elegir la combinación de riesgo - rendimiento que más se adapte a su preferencia. Por otra parte, debemos señalar hay activos a los que consideramos libre de riesgo, es aquel que será pagado con toda certeza (que proporciona un rendimiento que compensa la preferencia temporal de consumir en el futuro); tal es el caso de los bonos del tesoro de los Estados Unidos. Se define activo libre de riesgo como aquel valor que ofrece una tasa de rendimiento perfectamente

predecible en términos de la unidad de cuenta seleccionada para el análisis y la duración del horizonte de decisión del inversionista. Si se toma como unidad de cuenta al dólar estadounidense y el horizonte de negociación es un día, la tasa libre de riesgo es la tasa de interés de las letras del Tesoro de EEUU que vencen al día siguiente

En consecuencia, el rendimiento a obtener de cualquier activo financiero será igual al que se llegue por el activo libre de riesgo más una prima por riesgo.