



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

**IMPLICACIONES DE LA CRISIS
SUBPRIME EN EL FUNCIONAMIENTO
DE LOS MERCADOS FINANCIEROS
EN EL PERIODO 2005-2009: EL CASO DE MÉXICO**

**T E S I S A
P O R D I P L O M A D O**

**QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:
LICENCIADO EN ECONOMÍA**

**P R E S E N T A :
CÉSAR SAÚL FRAGOSO MARTÍNEZ**

DIRECTOR DE TESIS: MTRO. JOSÉ VENANCIO RUIZ ROCHA



CIUDAD UNIVERSITARIA, MÉXICO D.F.

2010



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

2.4 El Mercado de Derivados	26
2.4.1 Forwards	28
2.4.2 Futuros	29
2.4.3 Opciones	30
2.4.4 Swaps	32
2.4.5 Warrants	33
Capítulo 3 – La crisis “Subprime”	34
3.1 Antecedentes	34
3.2 Las Instituciones de Crédito y el papel de las calificadoras de riesgos	36
3.2.1 Las instituciones de Crédito y las Prácticas Financieras de Alto Riesgo	36
3.2.2 El papel de las Calificadoras de Riesgo	38
3.3 Factores detonantes de la crisis “Subprime”	40
3.3.1 Principales Acontecimientos: <i>Noticias que Impactaron a los Mercados Financieros</i> 	40
3.3.2 Los Factores que la Detonaron	41
3.3.2.1 Los Desequilibrios Macroeconómicos	43
3.3.2.2 Las Fallas Microeconómicas	45
3.3.3 La crisis “Subprime”: <i>Paso a Paso</i>	45
3.3.4 Crisis de Liquidez: El Riesgo de un <i>Credit Crunch</i>	48
3.4 Causas de la Crisis Financiera	49
3.4.1 Corto y Largo Plazo	49
3.4.1.1 Consecuencias a Corto Plazo	49
3.4.1.2 Efectos a Largo Plazo	50
3.5 ¿Cómo Evolucionará el Sector Financiero en Términos de: liquidez, capital, gestión del riesgo y competencia? 	51
3.5.1 Acciones Para Mejorar el Funcionamiento de los Mercados Financieros	52

Conclusiones

Bibliografía

Introducción

La crisis financiera actual es un fenómeno muy importante que ha afectado a la economía mundial, es por eso que se ha convertido en objeto de investigación. En el presente trabajo detectaré los factores detonantes que provocaron la crisis “subprime”, ya que los orígenes se centran en los mercados financieros, en los cuales ha habido demasiada especulación y además son la principal causa de la recesión mundial. Por otro lado, las grandes instituciones bancarias se han ido a la quiebra teniendo un efecto domino en empresas que no son del mismo sector; provocando así que los gobiernos de las principales potencias mundiales están entrando al rescate de las mismas. Así mismo, analizaré los mercados financieros internacionales para proponer algunas alternativas y mejorar su funcionamiento.

En la primera parte del trabajo, realizaré de manera introductoria una breve reseña de lo que es la globalización financiera, así mismo destacaré cómo es que se ha desarrollado el sistema financiero internacional. También haré énfasis en el proceso globalizador que se ha venido gestando desde hace décadas y que ha beneficiado a unos sectores pero a perjudicado a otros, y esto nos habla de los beneficios y los riesgos de la globalización financiera. Para entender la crisis financiera actual es necesario entender la estructura del sistema financiero en su conjunto ya que se analiza a fondo la gravedad del problema.

Por tal motivo, en el segundo capítulo explicaré lo que son los mercados financieros mundiales, así como los distintos instrumentos que se utilizan dentro de los mismos, y cómo es que la ola de innovación financiera puso en descubierto la fragilidad del sector financiero global. Además, el aumento en los niveles de crédito y titularización dejó a los bancos expuestos a medida que se desenvolvía la crisis. La titularización compleja redujo la transparencia, y los bancos se preocupaban menos por el riesgo crediticio dado que posteriormente se vendían los créditos a terceros.

Así mismo, en el siguiente capítulo, se analizará el papel de las instituciones de crédito y la actuación de las agencias calificadoras de riesgo, ya que fueron las causantes de que los inversores entraran en una etapa de confianza en los mercados financieros. A raíz de esto, es como comienza a formarse la burbuja hipotecaria, que desencadenó en una euforia financiera la cual fue el escenario perfecto para generar especulación en todo el mundo, y así llegar al pánico en todas las bolsas por falta de liquidez en los mercados (*credit crunch*). Se darán a conocer los principales factores que detonaron la crisis subprime, además de describir paso a paso cómo se fue desarrollando. Finalmente analizaré lo que puede suceder en el corto y largo plazo, además de la posible evolución que tendrá el sistema financiero después de la crisis. También aportaré algunas acciones que pueden ser recomendables para mejorar el funcionamiento en los mercados financieros y corregir las fallas que se dieron por falta de regulación y otros factores que detallaré en el último capítulo.

Capítulo 1 – Globalización financiera

1.1) Aspectos generales

Desde hace veinticinco años, el sistema financiero mundial ha cambiado mucho en los países desarrollados. Las finanzas han sido un factor decisivo de estos cambios desde la desaparición del sistema de Bretton Woods y la gran inflación en los años setenta. Por lo tanto, a las transformaciones que han afectado los principios de funcionamiento de las finanzas, se le denomina: Globalización Financiera. Se trata de profundas transformaciones que asocian de manera muy estrecha la liberalización de los sistemas financieros nacionales y la integración internacional; marcado así una nueva etapa en el manejo de las finanzas.

Así mismo, esta nueva etapa de las finanzas se encuentra totalmente relacionada con la estructura económica de cada país. En los países desarrollados esta evolución hace aparecer cada vez más inversiones de cartera, en donde una parte creciente de la población con cierto nivel de ahorro, se transforma en accionista de las empresas a través de la mediación de los inversores institucionales¹. La influencia preponderante de estos actores recae en la asignación de capitales y en el comportamiento de las empresas. Estos efectos microeconómicos tienen repercusiones macroeconómicas, ya que la globalización financiera actúa sobre las condiciones de crecimiento de las economías.

Actualmente han prevalecido los principios de las finanzas de mercado, una lógica financiera nueva comparada con la que existía cuando la financiación del crecimiento se veía asegurada de modo preponderante; siendo así los inversores institucionales los precursores de estas nuevas finanzas. Sin embargo, los cambios en los mercados financieros han permitido una movilidad internacional de capitales, facilitando una mejor aplicación de los recursos a escala mundial, una mayor diversificación de riesgos y un estímulo al crecimiento de las economías de los mercados emergentes.

1.1.1) El Sistema Monetario Internacional

El Sistema Monetario Internacional (SMI) se refiere a las instituciones por medio de las cuales se pagan las transacciones que traspasan las fronteras nacionales, determina cómo se fijan los tipos de cambio y cómo pueden influir en ellos los gobiernos². La necesidad del SMI surge al aparecer la moneda como medio de pago (1870), momento en que se empieza a desechar como tal el uso de los bienes y a generalizar la utilización del papel moneda. En el instante en que este último se utiliza para realizar pagos al exterior, se vuelve indispensable el hecho de contar con unas reglas de valoración de esas monedas. Su objetivo es procurar la generación de liquidez monetaria a los

¹ Michel Aglietta. *La globalización financiera*. Finanzas, inversión y crecimiento. Edición N° 59. Mayo-Agosto 2000.

² Krugman Paul y Obstfeld Maurice (1995), “*Economía internacional, teoría y política*”. McGraw Hill. Tercera Edición. Madrid España. pp. 639-642.

finés que las transacciones internacionales se desarrollen en forma fluida, radicando en esto la necesidad de su correcto funcionamiento.³

El comercio internacional se realiza con diferentes monedas nacionales, que están ligadas por los precios relativos llamados tipos de cambio. Las transacciones entre monedas de distintos países se realizan en el mercado de cambios ó divisas. En este mercado se lleva a cabo el cambio de moneda nacional por monedas de los países con los que se mantienen relaciones económicas, originándose un consenso de ofertas y demandas de moneda nacional a cambio de monedas extranjeras.

1.1.2) El Patrón oro

Este sistema fue dominante en el período 1880-1913. En él, los países expresaban su moneda en una cantidad fija de oro, estableciendo así unos tipos de cambio fijos entre los países acogidos al patrón-oro. Desde el punto de vista teórico, se lo consideraba un sistema totalmente automático y que no necesitaba de medidas gubernamentales, nacionales o de la cooperación internacional para su correcto funcionamiento. Por ejemplo, el ajuste de cualquier desequilibrio en las cuentas externas de un país se producía en forma totalmente automática, por lo menos en teoría. Dicho mecanismo de ajuste se puede explicar simplemente como sigue: si un país padecía en un momento dado de un desequilibrio del balance comercial por un exceso de importaciones con respecto a las exportaciones tenía que acudir a sus reservas en oro a los efectos de cancelar la diferencia. Por lo tanto, una reducción del stock de oro provocaba inmediatamente una disminución en los medios de pagos⁴.

El mecanismo descrito y las reglas de juego que le servían de fundamento, no surgían de ningún acuerdo o convenio escrito por parte de los países particulares sino de una mera aceptación de ajustarse a normas de conducta que exigían su funcionamiento. Pero en la realidad, había detrás de él un país que actuaba como el sol dentro del sistema planetario. Este no era otro que el Imperio Británico que gozaba en aquellos tiempos de un gran poder de decisión en los aspectos económicos financieros mundiales⁵.

Cuadro 1: Principales características del patrón oro.

Periodo del patrón oro clásico 1876-1913.
--

³ Martínez Coll, Juan Carlos (2001): "*Organismos Económicos Internacionales*" en *La Economía de Mercado, virtudes e inconvenientes* .

⁴ Krugman Paul y Obstfeld Maurice. Obra citada. pp 648-649.

⁵ Maddison Angus (1992), "La economía mundial en el siglo XX. Rendimiento y política en Asia, América Latina, la URSS y los países de la OCDE". FCE/Económica Contemporánea. pp. 37-48.

<u>Principales características.</u>	
<u>Ventajas</u>	<u>Inconvenientes</u>
<ul style="list-style-type: none"> • Comercio relativamente libre y Londres como centro del comercio. 	<ul style="list-style-type: none"> • Beneficiaba a los países poseedores de oro, que son los que en un principio podían emitir dinero en cantidades abundantes.
<ul style="list-style-type: none"> • La moneda se establecía en términos del oro que resguardaba la economía. 	<ul style="list-style-type: none"> • Estimulaba el desequilibrio inicial entre países que tenían oro y los que no lo tenían; aunque con el tiempo el sistema tendió a ajustarse al ir adquiriendo dicho metal estos últimos países.
<ul style="list-style-type: none"> • La cantidad de oro se relacionaba con la balanza de pagos. 	<ul style="list-style-type: none"> • La cantidad de dinero en circulación estaba limitada por la cantidad de oro existente. No había más cantidad de dinero que la cantidad de oro.
<ul style="list-style-type: none"> • Déficit salida de oro, superávit entrada de oro incremento de la oferta monetaria. 	<ul style="list-style-type: none"> • La falta de liquidez provocaba un aumento de la deflación y de los desequilibrios que afectaban a cada economía nacional.

Fuente: elaboración propia con datos de Martínez Coll, Juan Carlos (2001): "Organismos Económicos Internacionales" en La Economía de Mercado, virtudes e inconvenientes.

De esta forma, el principal objetivo del patrón oro era controlar la expansión monetaria internacional para que los precios internacionales tuvieran un control. Y debido a los problemas que éste presentó, que se pueden observar en el cuadro 1, el sistema evolucionó hacia otro denominado sistema de patrón de cambios-oro o conocido también como patrón-oro-esterlina.

1.1.3) El sistema de patrón de cambios-oro.

La evolución que sufrió el SMI trató de aumentar la cantidad de medios de pago en circulación. Como esto no se podía realizar a través del aumento del oro, se hizo a través del aumento de una moneda, la libra esterlina (L), que pasó a ser aceptada con carácter general, aunque el Banco de Inglaterra emitía una mayor cantidad de billetes que los depósitos en oro que poseía. Este sistema se basaba en la confianza en estos billetes, aunque se sabía que no todos ellos podían ser canjeados por oro. El oro seguía siendo la unidad de referencia. La regla de fluctuación seguía siendo la de los puntos oro y el tipo de cambio fijo.

La razón del buen funcionamiento de este sistema radicaba en la aceptación por parte de los usuarios de la moneda patrón. Y en el período de referencia ello era así porque en esa época el 90% del comercio internacional se realizaba a través de Inglaterra, lo que implicaba que la mayoría de las compras de los diferentes países se hacían en territorio inglés pagándose en libras y, al mismo tiempo, cuando vendían sus productos a terceros países no tenían inconveniente en aceptar como medio de cobro la libra, ya que aunque no pudiera, hipotéticamente, ser convertida en oro, tenía un poder adquisitivo que les iba a permitir adquirir otros productos, que necesitaban, en el exterior. Gracias a esta situación, la libra se convirtió en la unidad de cuenta generalizada

del sistema, con lo que se solucionaba el problema de la liquidez. Aquellas naciones que tenían superávit en sus cuentas externas, en vez de acumular oro que no ofrecía ningún tipo de rendimiento, acumulaban saldos de libras esterlinas en Londres, percibiendo así una atractiva tasa de interés.

La Primera Guerra Mundial, entre 1914 y 1918, puso fin a las condiciones bajo las cuales funcionaba el sistema, en especial por la suspensión de la convertibilidad de las monedas de los países participantes con respecto al oro, que era una de las reglas más importantes. Además, después de este acontecimiento bélico, la situación de Inglaterra quedó muy comprometida financieramente, perdiendo la influencia y el poder anterior.

El puesto de Inglaterra en el concierto internacional fue ocupado por EE.UU., pero con distintas características. A diferencia de Inglaterra, este país no tenía que preocuparse por defender intereses en el comercio internacional. La economía norteamericana dependía sólo marginalmente del comercio exterior, más bien los restantes países dependían de él. Bajo estas circunstancias era imposible restablecer el patrón oro tal como había sido diseñado antes de la guerra. La pauta de esta incapacidad por parte de Inglaterra estuvo dada por los intentos que hizo de restablecer el patrón oro, aún con importantes variantes, entre los años 1920-1930 lo que terminó en un rotundo fracaso. Ningún otro tipo de sistema ordenado pudo ponerse en vigencia en dicho período, por lo cual las monedas de los distintos países empezaron a fluctuar libremente sin poder las autoridades gubernamentales controlar tal situación, que se volvió insostenible en los años treinta al manifestarse una severa crisis en EE.UU., país que había alcanzado la primacía en el orden internacional. Todo esto terminó por liquidar definitivamente el desordenado sistema monetario internacional que estuvo vigente en el período indicado.

1.1.4 El sistema de Bretton Woods (patrón de cambios dólar)

La Segunda Guerra Mundial cubrió con un manto de olvido las vicisitudes del funcionamiento del orden monetario mundial en el período. Una vez que los países aliados estuvieron convencidos de que el triunfo sería suyo, la preocupación por el futuro de dicho orden monetario estuvo presente. Tras la Segunda Guerra Mundial, la economía de Estados Unidos resultó indemne y pudo ayudar a reconstruir los países de los aliados y de los enemigos. El sistema político internacional posterior a la Segunda Guerra Mundial también respondió a las necesidades de los países destruidos por la guerra, creando instituciones duraderas dentro de las cuales pudo recuperarse rápidamente la economía internacional⁶.

Los trabajos elaborados especialmente por EE.UU. e Inglaterra se sometieron a la consideración de una conferencia internacional llevada a cabo en Bretton Woods (EE.UU.) en julio de 1944 con

⁶ Madison Angus, Op Cit.

la participación de 44 países. Bajo el liderazgo intelectual de J. M. Keynes y del diplomático americano H. D. White, esta conferencia dio origen a la creación de dos instituciones internacionales: el Fondo Monetario Internacional y el Banco de Reconstrucción y Fomento (Banco Mundial). Si bien los objetivos de los mismos son amplios, se los puede resumir diciendo que el primero posee la responsabilidad de coordinar y controlar el mecanismo de los pagos internacionales, y el segundo asume la responsabilidad de facilitar financiamiento para el desarrollo económico.

El sistema monetario internacional resultante de los Acuerdos Bretton Woods, es, a diferencia del patrón oro, un acto voluntario jurídicamente reglado y tendiente a ordenar las relaciones monetarias entre los distintos países participantes. El Fondo Monetario Internacional se erige dentro de esta superestructura, como el organismo supranacional que tiene a su cargo la tarea de hacer observar a los países miembros las reglas de juego que éstos se han comprometido a cumplir. Los gobiernos de las distintas naciones participantes delegan de esta forma parte de su soberanía en aras de una mayor cooperación. En el patrón oro del siglo pasado, el equilibrio de las relaciones monetarias entre sus participantes se obtenía dejando funcionar el mecanismo libremente, es decir, sin injerencia de tipo político. En las actuales circunstancias son los gobiernos los que actúan activamente en estrecha relación con el Fondo Monetario para lograr los mismos resultados. En el sistema de Bretton Woods, además de la participación de la acción del estado de los países miembros para lograr los objetivos propuestos en el Acuerdo, participó un país como EE.UU. que desempeñó un papel similar al que jugó Inglaterra con el patrón oro.

La conferencia creó un marco para administrar los tipos de cambio que se conoce con el nombre de Sistema de Tipos de Cambio de Bretton Woods. Estableció una paridad para cada moneda fijada tanto en dólares americanos como en oro. Como moneda clave o de reserva se fijó la paridad del dólar solamente en oro, inicialmente en \$ 35 por onza de oro. Estados Unidos era el único país obligado a mantener la convertibilidad de su moneda en oro (poseía entonces los dos tercios de las reservas mundiales oficiales en oro), mientras que el resto de los países tenían que fijar la paridad de su moneda con respecto al dólar. Así pues, en el sistema de Bretton Woods, como la paridad de cada moneda se fijaba en oro y en dólares, se estableció por acuerdo internacional un conjunto de tipos de cambio entre las distintas monedas.

Al finalizar la segunda guerra mundial se presentó un crecimiento nunca antes visto de la economía mundial, al mismo tiempo que surgían las nuevas instituciones creadas a partir de la segunda mitad del siglo XX: el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial, El Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT) hoy convertido en la Organización Mundial del Comercio (OMC), y la Organización de Cooperación y desarrollo Económico (OCDE). Además con las integraciones económicas que fueron surgiendo, se comenzó la liberalización de sus mercados financieros y hasta dejar de lado la regulación financiera, provocando a partir de los años ochenta crisis recurrentes, debido a las innovaciones que se presentaron. Las innovaciones que se presentaron en los mercados financieros en la década

de los años ochenta, se pueden clasificar según un informe de aquella época realizado por el Banco Internacional de Pagos de la siguiente forma⁷:

- a) **Innovaciones en la transferencia precio-riesgo.** Son aquellas que proporcionan medios más eficientes a los participantes en el mercado de cara a tratar con el precio o con el riesgo de cambio (éste hace referencia a las posibles variaciones adversas en el tipo de cambio de la moneda en que operamos).
- b) **Instrumentos de transferencia crédito-riesgo.** Tienen como misión la reasignación del riesgo de insolvencia.
- c) **Innovaciones generadoras de liquidez.** Son aquellas que: 1) aumentan la liquidez del mercado; 2) permiten a los prestatarios operar con nuevas fuentes de financiación; 3) permiten a los participantes en el mercado financiero bordear las restricciones legales sobre el uso de los capitales.
- d) **Instrumentos generadores de créditos.** Son aquellos que aumentan las cantidades de recursos financieros ajenos disponibles por las empresas.
- e) **Instrumentos generadores de acciones.** Son aquellos que aumentan la cantidad de recursos financieros propios disponibles por las empresas.

De esta manera se puede observar que las empresas, en unión con los intermediarios financieros, han creado nuevos instrumentos financieros para poder llevar a cabo nuevas inversiones, obtener mayores utilidades, o simplemente sobrevivir en el mercado.

1.2) Proceso globalizador

Durante la década del setenta, con las presiones sobre el dólar, los choques petroleros, el desigual aumento de la inflación en los países de la OCDE, se conjugaron para transformar el sistema monetario internacional. 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. Los condicionamientos de las balanzas corrientes eran estrictos según las reglas de Bretton Woods, puesto que los déficit estaban financiados por las reservas oficiales de cambio en condiciones de cambio fijo. En el sistema actual, en el cual los déficit son financiados por el crédito internacional de los bancos y mercados de títulos, los condicionamientos pasan por los juicios que los inversores financieros puedan formarse con respecto a la sustentabilidad de las deudas externas.

Los mecanismos financieros cada vez más sofisticados que manejan los flujos de capitales hacen una integración financiera de la economía mundial cada vez más estrecha. Pero tanto la diversificación de los instrumentos de colocación y préstamo como la aparición de mercados derivados, son procesos que se originan en la transformación de los sistemas financieros nacionales. El cambio de régimen monetario ha sido el principal factor desencadenante de estos

⁷ Bank of International Settlements: *Recent Innovations in International Banking*. BIS. Basilea. Abril 1986

procesos. La búsqueda de una protección contra el riesgo principal determinó las formas de la innovación financiera: se trató de instrumentos de protección del valor de los patrimonios privados en el régimen de los deudores; en el régimen de los acreedores, paralelamente, de instrumentos de disminución del costo de las deudas y transferencia de los riesgos.

1.2.1) Integración financiera global

El nuevo ámbito propiciado por la desreglamentación financiera ha permitido un notable incremento de la movilidad internacional de capitales, facilitando una mejor aplicación de los recursos a escala mundial, una mayor diversificación de riesgos y un estímulo al crecimiento de las economías de los mercados emergentes. Por otro lado, el ahorro de los países de la OCDE ha podido obtener mayores rendimientos que los que habrían obtenido en los mercados financieros de origen⁸.

Es frecuente que se atribuya una mayor inestabilidad de los mercados de capitales al proceso de desregulación financiera. Esta es una afirmación que sólo es cierta en parte, en la medida en que no se puede negar su contribución a unas fluctuaciones excesivas del mercado, pero no puede olvidarse el protagonismo que -a estos efectos- ostenta la práctica de determinadas políticas macroeconómicas como, por ejemplo, las frecuentes políticas presupuestarias expansivas.

El análisis de los ciclos de los mercados financieros, tanto en los países más avanzados como en las economías emergentes de América latina y Asia Oriental, antes y después de los procesos de liberalización, revela que el vínculo causal entre globalización y vulnerabilidad financiera no cumple una norma estricta. Se argumenta como, paradójicamente, la integración financiera a nivel internacional podría resolver los problemas que genera inicialmente, subrayando que podría entenderse como una causa y, a su vez, como una solución a la vulnerabilidad de las economías emergentes en una situación de pánico financiero, origen de las crisis que se autogeneran y se autoalimentan características de la segunda mitad de la década de los noventa.

Por lo tanto, el aumento de la integración financiera global ha permitido flujos financieros sin precedentes. Las empresas cada vez más pueden acceder a capital de todo el mundo. Los inversores ya no están limitados a invertir en mercados interiores. Y como consecuencia de esto, la especulación se vuelve cada vez más evidente.

1.2.2) Beneficios de la globalización financiera

El fenómeno de la globalización, como si de una moneda se tratase, tiene dos caras que están representadas por aquéllos que opinan que es beneficiosa en general y por los que creen todo lo contrario.

⁸ Fuente: Dato obtenido en la página Web del la OCDE: www.oecd.org.

Se considera que la globalización aumentará la productividad y la calidad de vida de las personas y de los países. Se basan en que unas economías integradas favorecerán una mejor división del trabajo entre los Estados, permitiendo que aquellos que tengan salarios bajos se especialicen en tareas donde la mano de obra sea vital mientras que los que los tengan altos utilicen a sus trabajadores en tareas más productivas (criterio de la ventaja comparativa). Todo ello permitirá a las empresas beneficiarse de las economías de escala subyacentes. Además, los recursos financieros se dirigirán hacia aquellos países que proporcionen las oportunidades de inversión más productivas abandonando aquellas zonas donde los rendimientos esperados sean más reducidos⁹.

De esta manera, las economías emergentes han tenido un desarrollo en sus mercados de capitales y, por lo tanto, los beneficios serán los siguientes¹⁰:

- ❖ *El beneficio más importante de integrar al sistema financiero local al mercado mundial de capitales es que reemplaza la tasa de interés local por la mundial.*
- ❖ *La inversión extranjera directa que arriba al país busca colocarse en los proyectos más rentables y con mayor productividad, esto obliga a los sectores receptores de dicha inversión a ofrecer retornos esperados más elevados, así como minimizar y diversificar sus riesgos.*
- ❖ *La introducción de nuevas técnicas financieras, la especialización del personal y la llegada de tecnología de punta incrementa la eficiencia del sistema financiero local.*
- ❖ *El crecimiento y la reforma de sus economías.*
- ❖ *La globalización empresarial.*
- ❖ *El aumento de la transparencia, con una mayor y mejor publicación de datos económicos y financieros.*
- ❖ *La integración de los mercados financieros, y la diversificación de carteras.*

1.2.3) Riesgos de la globalización financiera

En torno a los riesgos que puede provocar la globalización financiera, en las economías de todo el mundo, pueden ser tales, que si no se regulan o supervisan, pueden llegar a provocar una crisis mundial. En general se pueden describir tres tipos de riesgos:

⁹ FMI (1997), Perspectivas de la economía mundial, La globalización, oportunidades y desafíos, Mayo, FMI Washington DC.

¹⁰ World Bank (1997). The Benefits of Financial Integration. En *“Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration.* A World Bank Policy Research Report. Published for the World Bank Oxford University Press. p 157.

En primer lugar, puede haber un sobrecalentamiento de la economía, este fenómeno surge cuando existe un acelerado crecimiento económico; acompañado del incremento del déficit de la cuenta corriente; el aumento de los niveles inflacionarios y la apreciación del tipo de cambio real.

Otro factor importante que surge a raíz de la globalización financiera es la vulnerabilidad, ésta surge cuando un país sufre un abandono repentino de capitales externos, provocando una contracción de las reservas internacionales, fluctuaciones en el tipo de cambio y en la tasa de interés. Si la economía opera bajo tipo de cambio fijo, se corre el riesgo de abandonarlo puesto que las reservas se contraen obligando a devaluar la moneda local, surgiendo presiones inflacionarias y alzas en la tasa de interés interna¹¹.

El tercer aspecto es la volatilidad, que se manifiesta en *shocks* temporales manifestados en salidas masivas de capitales causados por cambios en las condiciones económicas mundiales o locales y que generan movimientos inesperados en el tipo de cambio, el nivel de precios y la tasa de interés. De esta manera, la globalización provocará una mayor competencia entre las economías. Por lo tanto, se cree que el aumento de la competencia de los países con salarios bajos destruirá el empleo y empujará los sueldos a la baja en los países desarrollados.

Es decir, se producirá una tendencia a disminuir los sueldos, los impuestos, la riqueza, los controles ambientales, etc., y todo ello con el objeto de hacer más competitiva a la economía nacional. Además, los gobiernos no podrán diseñar las políticas económicas que deseen sino que tendrán que ajustarse a la poca flexibilidad que le permitirá el mercado global junto con el todopoderoso mercado financiero internacional, siempre proclive a causar estragos y sobresaltos a lo largo y ancho de nuestro globo¹².

Por lo tanto, los riesgos que provocaría la globalización son:

- *Sobrecalentamiento de la economía.*
- *Vulnerabilidad.*
- *Volatilidad.*

Ambos puntos de vista tienen algo de razón porque efectivamente la mayor competencia mundial puede beneficiar a las personas individualmente (productos de mejor calidad al mejor precio posible, mejores servicios, mayor rentabilidad de las inversiones a un menor riesgo, etc.) pero para que beneficie al país en su totalidad deberán cumplirse una serie de medidas correctoras que le adapten continuamente a los cambios de tendencia de la economía mundial a base de mejorar su productividad y competitividad. En resumidas cuentas, la globalización proporciona muchas oportunidades a aquéllos que sean capaces de hacer frente a los muchos desafíos que plantea.

¹¹ Los efectos nocivos de una devaluación son ampliamente conocidos, de allí que sólo se exponen estas consecuencias. Sin embargo, debemos aclarar que una depreciación del tipo de cambio afecta todos los sectores de la economía.

¹² Jeffrey D. Sachs y Felipe Larraín B (1994), "*Macroeconomía en la economía global*". Prentice Hall Hispanoamericana, S.A. México, D.F.

Cuadro2. Comparativo: beneficios y riesgos de la globalización financiera.

<u>Beneficios</u>	<u>Riesgos</u>
✓ Reemplazo de la tasa local por la tasa de interés mundial.	✓ Sobrecalentamiento de la economía.
✓ Retornos esperados más elevados	✓ Vulnerabilidad.
✓ Eficiencia del sistema financiero local	✓ Volatilidad.
✓ Crecimiento de la economía	
✓ Diversificación de carteras	

Fuente: elaboración propia con datos de: el sistema financiero internacional: *Consideraciones sobre el reto de insertar a las economías pequeñas al mercado mundial de capitales.* División de economías y comercio del sistema de investigación y análisis. Cámara de diputados 2002.

Capítulo 2 – “Los mercados financieros Internacionales”

El proceso de globalización financiera ha permitido la conformación de grandes conglomerados financieros. Esta tendencia hacia la fusión de las instituciones financieras tiene como propósito alcanzar instituciones de mayor tamaño que permitan satisfacer las demandas de mayores inversiones, mejor tecnología y al mismo tiempo aprovechar los menores costos derivados de la presencia de economías de ámbito y de escala, en beneficio del cliente.

A pesar de las crisis financieras que se han presentado en todo el mundo, los mercados financieros internacionales han crecido de una manera impresionante en las últimas dos décadas. Lo peculiar del contexto actual es que la esfera financiera se ha convertido en el fenómeno más significativo del proceso de globalización económica a medida que se han ido eliminando las barreras existentes para los movimientos de capital. Eso implica que hemos pasado de una economía basada en mercados financieros, propia de la mitad de los años 80, a una economía claramente especulativa basada en las previsiones sobre el precio de los activos en que se sitúa el riesgo y el fenómeno todavía tiene más profundidad, si tomamos en consideración, como veremos más adelante, la influencia creciente de las operaciones financieras realizadas con instrumentos derivados.

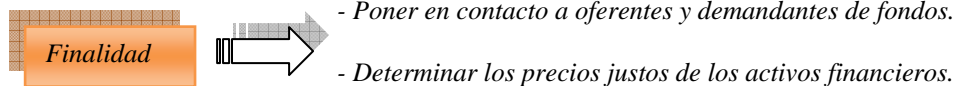
2.1) Definición de mercados financieros

Los mercados financieros actúan como intermediarios entre los que disponen de recursos monetarios y los que carecen de los mismos, es decir, entre entidades superavitarias y deficitarias

¹³. Como son desarrollados por particulares, se cuenta con la participación del estado quien regula ambas fuerzas. En otras palabras, el mercado financiero es el lugar, mecanismo o sistema en el cual se compran y venden cualquier activo financiero. La finalidad del mercado financiero es poner en contacto oferentes y demandantes de fondos, y determinar los precios justos de los diferentes activos financieros.

Las ventajas que tienen los inversores gracias a la existencia de los mercados financieros son la búsqueda rápida del activo financiero que se adecue a sus necesidades, y además, que esa inversión tenga un precio justo y que genere buenos rendimientos.

¹³ Asociación de bancos de México (ABM) 2008.



2.1.1) Características de los Mercados Financieros

A continuación mencionaré las principales características de los mercados financieros:

1. **Transfieren fondos desde las unidades superavitarias a las deficitarias.** la diferencia entre ingreso – costo operativo = ahorro (en principio ganancia) el cual va a estar destinado a bienes de capital. Una unidad económica será autosuficiente (superavitaria) cuando sus ingresos pueden soportar sus costos operativos y el costo de sus inversiones (ahorro superior) y por el contrario una unidad será deficitaria cuando no pueda soportar con su ahorro el costo de las inversiones, por lo cual necesite de activos financieros para poder crecer económicamente. esta distribución de activos entre las unidades deficitarias y superavitarias es de suma importancia para una distribución equitativa del ingreso, para el progreso de la economía particular de cada entidad y por ende para el armónico crecimiento de la economía en su conjunto.
2. **Permiten una redistribución del riesgo propio.** Las empresas que acceden al mercado financiero es porque poseen un riesgo e incertidumbre mayor, las cuales se ven reflejadas en los activos financieros que emiten. Por lo cual el inversor que accede a este activo financiero tiene que considerar los altos riesgos que esto implica, ya que el emisor sabe que va a contar con los fondos, pero el inversor no está totalmente seguro de ello.
3. **Proveen un mecanismo para la fijación de precios** que no proviene del mercado en sí, sino de la interacción entre la Oferta y la Demanda, entre los que demandan flujos de fondos y los que los proveen. Por lo cual una de las funciones de los mercados financieros es informar a los que intervienen acerca de cómo se están asignando los recursos y cuál es la forma en la que estos deberían ser asignados para darle un carácter de transparencia al mercado. De esta forma controlan al emisor y garantizan la permanencia del inversor.
4. **Provocan una reducción de Costos de Transacción:** Costos de Información (vinculados a los activos financieros disponibles para adquirir) y Costos de Búsqueda (vinculados a que activo financiero comprar)¹⁴.

Todas estas características apuntan a que a los mercados financieros le interesa que los inversores accedan a él como unidades superavitarias para poder proveerles fondos a las unidades deficitarias, por ello es que le garantizan la transparencia del mercado, el control de la emisión, y le reducen todos los costos de transacción (información y búsqueda).

¹⁴ Sánchez Fernández de Valderrama, José Luis. *Curso de bolsa y mercados financieros*. Editorial Ariel.

2.2) Clasificación

Actualmente existen diversas clasificaciones para los mercados financieros, las principales son los siguientes¹⁵:

1. Por el tipo de derecho, se clasifican en:

- ✓ **Mercados de Deudas:** son aquellos mercados en donde se comercializan activos o instrumentos financieros que otorgan un derecho sobre flujos futuros de fondos de la empresa emisora a la empresa inversora que se individualiza mediante el pago de las [obligaciones](#).
- ✓ **Mercados de Acciones:** son aquellos mercados en donde se comercializan activos o instrumentos financieros que otorgan un derecho sobre flujos futuros de fondos de la empresa emisora a la empresa inversora, relacionado con la distribución de utilidades, ya que la empresa inversora posee [acciones](#) de la empresa emisora.

2. Por el momento de la transacción, se clasifican en:

- ✓ **Mercados Primarios:** Los mercados primarios son los mercados en donde se comercializan por primera vez, activos o instrumentos financieros entre grandes empresas inversionistas.
- ✓ **Mercados Secundarios:** Los mercados secundarios son los mercados en donde los activos financieros que fueron emitidos y comercializados en los mercados primarios se revenden al público en general.

3. Por la forma de organización, estos mercados secundarios se clasifican en:

- ✓ **Mercado organizado:** Son aquellos mercados en los cuales, compradores y vendedores de activos o instrumentos financieros se reúnen en un lugar central para llevar adelante sus transacciones. Se da la creación, negociación y liquidación a través de la cámara de compensación y existen contratos estandarizados. Además cuentan con entidades que cuentan como reguladoras y garantizadoras del buen funcionamiento de las operaciones.
- ✓ **Over The Counter (OTC):** [Mercado secundario](#) extrabursátil, el cual se utiliza para describir cualquier operación que no se lleva a cabo a través de una [bolsa de valores](#). Sus operaciones se llevan a cabo entre operadores y demandantes por vía telefónica o red informática, es decir, se negocia directamente entre las partes.

4. Por el tipo de funcionamiento, se clasifican como:

- ✓ **Directos:** Se refiere a cuando la entidad financiera realiza la colocación primaria, esta colocación es adquirida por la unidad superavitaria la cual luego le revende este activo financiero a la unidad deficitaria en el mercado secundario.
- ✓ **Indirectos:** Se refiere a cuando la entidad financiera capta los recursos de las unidades superavitarias a través de sus ahorros en calidad casi siempre de depósitos y estos los utiliza para ofrecer en carácter de préstamos a las unidades deficitarias carentes de los mismos.

5. Por el plazo de vencimiento, se clasifican en:

- ✓ **Mercado de dinero:** En él, se comercializan activos financieros con un vencimiento a corto plazo, menor riesgo y alta liquidez.
- ✓ **Mercado de Capitales:** En él, se comercializan activos financieros con un vencimiento a mediano y largo plazo, existe mayor riesgo y hay menos liquidez.

¹⁵ Emilio Ontiveros, Angel Berges y Daniel Monzano. “*Mercados Financieros Internacionales*”. Editorial Espasa Calpe, España 1998.

6. Por tipo de entrega, se clasifica en:

- ✓ **Mercado spot o de contado:** En cualquier clase de [intercambio](#), se refiere a la transacción hecha al contado, y sin plazo, señalándose en el día y hora de la fecha.
- ✓ **Mercado a plazo:** Mercado constituido por todas las operaciones en las que se compran o se venden a precio de hoy, divisas, materias primas o otros bienes financieros con entrega futura.

7. Por su grado de desarrollo, se clasifica en:

- ✓ **Mercados desarrollados:** son mercados financieros dinámicos. Involucra desde la liquidez de los mercados hasta la innovación financiera.
- ✓ **Mercados emergentes:** Los mercados de países en vías de desarrollo reciben el nombre de [emergentes](#). Actualmente se consideran [emergentes](#) los mercados del sudeste asiático, de Latinoamérica y de los países europeos del antiguo [bloque](#) comunista.

2.3) Principales Tipos de mercados financieros

2.3.1) El mercado de deuda

Un mercado monetario o de dinero puede definirse como el mercado al por mayor, de activos de bajo riesgo y alta liquidez y emitidos a corto plazo. El hecho de ser un mercado de mayoristas no quiere decir que todas las operaciones que se hacen a corto plazo tienen la consideración de pertenecer al mercado monetario, sino solamente aquellas realizadas en mercados altamente especializados de carácter mayorista.

El bajo riesgo de estos mercados está determinado por la solvencia de los emisores, prestatarios institucionales como el tesoro, bancos comerciales o bien grandes empresas públicas y privadas de reconocida solvencia y que acuden a financiarse a corto a estos mercados. La alta liquidez está determinada por la existencia de amplios mercados secundarios que garantizan la fácil y rápida negociación de los títulos y que es consustancial con estos mercados.

Por lo tanto, las principales funciones del Mercado Monetario son las siguientes:

- ✚ *Permiten una financiación ortodoxa del déficit público, de tal manera que no provoca tensiones inflacionistas.*
- ✚ *Permite una eficaz ejecución de la política monetaria por parte del banco central, ya que mediante su actuación en el mercado controla la liquidez del sistema mediante diversos tipos de operaciones.*
- ✚ *Debe de contribuir a la formación adecuada de la estructura temporal de los tipos de interés.*

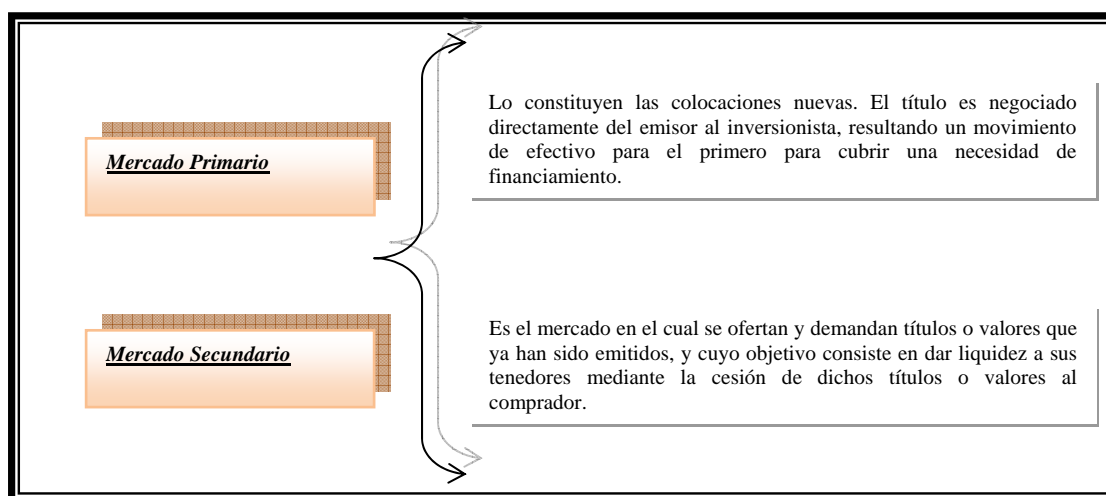
El objetivo principal del Mercado de Dinero es unir al conjunto de oferentes y demandantes de dinero, conciliando las necesidades del público ahorrador con los requerimientos de

financiamiento para proyectos de inversión o capital de trabajo por parte de empresas privadas, empresas paraestatales, gobierno federal y recientemente gobiernos estatales.

En lo general, se comercian instrumentos financieros de corto plazo que cuentan con suficiente liquidez. Sin embargo, en los últimos años ha aumentado la participación de instrumentos de mediano y largo plazo¹⁶. Actualmente en México, los títulos con mayor bursatilidad son los del gobierno federal (Cetes, Bondes y Bonos). En segundo lugar, los Udibonos, Pagarés Bancarios que pueden ser operados en el mercado secundario, los bonos bancarios y de algunas empresas triple “AAA” con tasas de interés revisables generalmente a TIIE (Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio) más un diferencial por el riesgo emisor.

De esta manera se puede dividir al mercado de dinero en:

Cuadro 1: mercado primario y secundario



Fuente: Elaboración propia con datos de la clase de Mercado de Títulos de Deuda, Facultad de economía 2008.

2.3.1.2) Principales Instrumentos

En el Mercado de Títulos de Deuda, se negocian títulos de crédito de corto, mediano y largo plazo, cuya característica principal es que son de alta liquidez¹⁷.

Para que este Mercado funcione, se requiere de la participación de diferentes actores:

- ✚ **Oferentes.-** Son aquellos que llevan los recursos al mercado (ahorradores e inversionistas).

¹⁶ Dirección Corporativa de Análisis y Estrategias de Mercados, Dirección General de Tesorería y Mercados, BBVA-Bancomer, 2008.

¹⁷ Merton, Robert, *Finanzas*, México, Edit. Prentice-Hall, 1999.

✚ **Demandantes.-** Son aquellos que requieren del financiamiento para satisfacer sus necesidades de capital de trabajo o de dinero.

✚ **Intermediarios.-** Son las Casas de Bolsa y Bancos.

Las principales características del mercado de títulos de deuda son:

- ✓ *Alta bursatilidad*
- ✓ *Alta liquidez*
- ✓ *Bajo riesgo*
- ✓ *Plazo definido*
- ✓ *Representan una deuda o crédito colectivo*

Por lo tanto, los instrumentos de este mercado representan una deuda o un crédito colectivo. En el siguiente cuadro podremos observar la clasificación:

Cuadro 2: Instrumentos en el mercado de deuda

<i>a) Instrumentos Gubernamentales</i>	<i>b) Instrumentos del Sector Privado</i>
Cetes	Aceptaciones Bancarias
Ajustabonos	Papel Comercial
Bondes	Pagare con Rendimiento Liquidable al Vencimiento
Udibonos	Udibonos
	Bonos Bancarios
	Bonos de Infraestructura
	Certificados de Depósito
	Certificados de Participación referidos a Deuda

Fuente: Elaboración propia con base en: ABM (Asociación de Bancos de México), 2005.

Estos instrumentos pueden agruparse en dos categorías:

- ***Instrumentos colocados a tasa de descuento:*** Son aquellos cuyo diseño no contempla el pago de intereses. Esto es, son los instrumentos cuyo rendimiento estará dado exclusivamente por el diferencial entre el precio de compra y el monto que se recibirá al finalizar el plazo de vencimiento (valor nominal).
- ***Instrumentos colocados a precio:*** Son los instrumentos que estipulan el pago, en fechas establecidas, de rendimientos calculados sobre el valor nominal a tasas de interés predeterminadas, que pueden ser fijas o variables. Estos rendimientos se conocen como intereses y se dan en los instrumentos que cotizan a precio, es decir, en los que se determina el valor de negociación en pesos.

2.3.2) Mercado de Capitales

El mercado de capitales es una “herramienta” básica para el desarrollo económico de una sociedad, ya que mediante él, se hace la transición del ahorro a la inversión¹⁸. De esta manera se generan una serie de consecuencias que juegan un papel muy importante en el desarrollo de la economía de un país y por tanto en el desarrollo total del mismo; ya que, como es sabido, por medio de una mayor propensión al ahorro, se genera una mayor inversión, debido a que se producen excedentes de capital para los ahorradores, los cuales buscan invertirlos y generar mayor riqueza.

Esta inversión da origen, por su parte, a nuevas industrias generadoras de ingresos, las cuales sirven como cimientos sólidos para buscar una mayor expansión económica y de esta manera aumentar el ingreso neto, así mismo el producto nacional neto y el producto interno bruto; al ascender estos índices, se presenta crecimiento de la economía y se reducen otros indicadores macroeconómicos como la tasa de desempleo, la inflación.

De igual manera una creciente inversión, ya sea privada o del estado, hace posible la creación de mayor infraestructura, mejorando las condiciones sociales, en aspectos tan vitales como centros educativos, vías de comunicación, telecomunicaciones, servicios públicos, etc. Es así, como podemos apreciar que los países con mercados financieros más desarrollados, como las grandes potencias occidentales, han tenido un crecimiento altamente ligado al desarrollo de estos mercados. Algunas ventajas de invertir en capitales en el mercado accionario son las siguientes:

- ✓ *Posibilidad de obtener rendimientos mayores a los de otras alternativas.*
- ✓ *Protección de mi capital contra la inflación.*
- ✓ *Obtención de un ingreso recurrente, vía el pago de dividendos.*
- ✓ *Exención de impuestos de las ganancias de capital.*

2.3.2.1) Acciones

El mercado de renta variable es el más conocido por la gente no iniciada en el mundo de la bolsa y es el que más atención acapara de los inversores en general. A largo plazo las ganancias medias en renta variable son superiores a los de renta fija pero a cambio hay que asumir una mayor volatilidad en las cotizaciones, a lo que no están dispuestos muchos inversores.

Las acciones cotizadas en la bolsa son emitidas por las empresas y otorgan a las personas que las compran unos derechos sobre el patrimonio de la empresa pero ninguna responsabilidad por las acciones de la empresa. Los derechos son básicamente el cobro de unos dividendos (en función de los beneficios de la empresa), acceso y derecho a voto en la junta de accionistas.

¹⁸ Díaz Mata, Alfredo, *Invierta en la Bolsa*, México, Edit. Grupo Editorial Iberoamericana, 1998.

Por tanto, al comprar acciones en la bolsa tenemos unos derechos sobre las mismas pero no nos obligan a nada, si por ejemplo: la empresa ha incurrido en alguna ilegalidad y debe pagar una multa por ello, los accionistas no tienen que asumir con su patrimonio el importe de la multa.

De igual manera, podemos distinguir dos tipos de acciones:

- ✚ Acciones ordinarias: son emitidas a perpetuidad y otorgan el derecho a recibir el dividendo.
- ✚ Acciones preferentes: la empresa que las emite las recompra a una fecha determinada. Tienen preferencia a la hora de cobrar el dividendo, por lo que se puede dar el caso, que los accionistas preferentes cobren un dividendo y los ordinarios no.

Las acciones preferentes se consideran capital de la empresa y se utilizan cuando la empresa emisora no desea aumentar la base de accionistas ordinarios. Las acciones preferenciales también pueden ser convertibles, es decir, a cambio de una prima, se pueden convertir en ordinarias¹⁹.

2.3.2.2) Índices accionarios

Los denominados índices accionarios o bursátiles (index) constituyen conjuntos de acciones que se utilizan para medir el comportamiento global del mercado de valores o de algún segmento de éste.

Los más conocidos en Estados Unidos son el Dow Jones Industrial y el Standard & Poor's 500²⁰. Ambos reflejan el comportamiento de las principales compañías norteamericanas. Los siguientes son los más conocidos del mercado de valores de Estados Unidos:

Cuadro 3: Principales índices accionarios de E.U.

Dow Jones	Refleja el desempeño de las 30 mayores acciones industriales de Estados Unidos.
Standard & Poor's 500 (S & P 500)	Lo componen 400 acciones industriales, 20 del sector del transporte, 40 de servicios públicos y 40 financieras.

¹⁹ Mansell Carsten, Catherine, *Las Nuevas Finanzas en México*, México, Edit. ITAM-IMEF, 1994.

²⁰ Arnaud Zacharie. *Los mercados financieros*. 2002

Standard & Poor's 400	Refleja el comportamiento de 400 acciones industriales <i>Midcap</i> .
Standard & Poor's 100	Refleja el comportamiento de 100 acciones.
AMEX Composite	Es el índice de todas las acciones que se venden y compran en la American Stock Exchange.
NASDAQ 100	Comprende las mayores 100 acciones no financieras de la bolsa NASDAQ.
NASDAQ Composite	Es el índice de mediana capitalización compuesto por todas las acciones conocidas como OTC (over the counter).
NYSE Composite	Es el índice de todas las acciones que se venden y compran en la Bolsa de Nueva York.
Russell 3000	Refleja las tres mil compañías mayores de Estados Unidos.
Russell 2000	Es un indicador representativo de las llamadas acciones pequeñas (small-cap).
Wilshire 5000	Este índice refleja el valor en dólares de 5000 acciones comunes de firmas con oficinas centrales en Estados Unidos.

Fuente: elaboración propia con base en: Arnaud Zacharie. *Los mercados financieros*. 2002

2.3.2.3) Las bolsas de Valores

Las Bolsas de Valores son instituciones fundamentales en el desarrollo de una economía de mercado, por cuanto facilitan el encuentro entre el sector real y el sector financiero. El Sector Real, está conformado por todas las empresas industriales, comerciales, las cuales necesitan recursos financieros para adelantar su tarea productiva. Por cada obrero, cada oficinista, cada experto en cualquier labor, las empresas requieren una inversión en terrenos, edificios, maquinaria, equipo, y estas inversiones deben ser financiadas con recursos de capital.

EL Sector Financiero, está conformado por entidades como los Bancos, las Corporaciones Financieras, las Compañías de Seguros, las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, los Fondos de Inversión y los Intermediarios Financieros. Estas entidades tienen como objetivo principal, la canalización de recursos hacia las actividades productivas.

La Bolsa es, en consecuencia, el gran mercado donde confluyen aquellas empresas que requieren recursos, y los inversionistas, sean estas personas naturales, instituciones financieras u otras empresas que disponen de los recursos a través de un proceso de ahorro de parte de su ingreso.

En la bolsa se realiza la transferencia de recursos monetarios entre sectores de la economía que tienen un excedente para invertir y, los que por el contrario, los necesitan para adelantar sus actividades; si no existiera la Bolsa, la captación de recursos por parte del sector real sería difícil, como también la colocación de los mismos por parte de los inversionistas.

La más importante función de la Bolsa es mantener un mercado que ofrezca liquidez a los valores mobiliarios inscritos en ella. Esto permite que el inversionista de un papel inscrito en Bolsa,

tenga en cualquier momento la posibilidad de vender ese activo financiero, y disponer de tales recursos para cualquier otro fin. Por lo tanto, juegan un papel fundamental en las distintas economías del mundo; en el siguiente cuadro, se puede observar la participación que tienen las bolsas en el mercado nacional:

Cuadro 4: Importancia del mercado de valores en la economía nacional.

Bolsa de Valores	2008		
	PIB	Capitalización del Mercado interno	%
Hong Kong Exchanges	207.2	2,654.40	1281.10%
Sao Paulo Stock Exchange	1,313.60	1,369.70	104.30%
Korea Exchange	969.9	1,122.60	115.70%
National Stock Exchange India	1,100.70	1,660.10	150.80%
Tokyo Stock Exchange	4,381.60	4,330.90	98.80%
<i>Bolsa Mexicana de Valores</i>	<i>1,022.80</i>	<i>397.7</i>	<i>38.90%</i>
NASDAQ OMX	13,807.60	4,013.70	29.10%
New York Stock Exchange	13,807.60	15,650.80	113.30%
Santiago Stock Exchange	163.9	212.9	129.90%
Toronto Stock Exchange	1,436.10	2,186.60	152.30%
Deutsche Börse	3,320.10	2,105.20	63.40%
Johannesburg SE	283.1	828.2	292.50%
London SE	2,804.40	3,851.70	137.30%
Luxembourg SE	49.5	166.1	335.50%
BME Spanish Exchanges	1,440.00	1,781.10	123.70%

Cifras para 2008 en miles de millones de dólares americanos.

Fuente: IMF International Financial Statistics Yearbook 2007 and exchange members²¹.

2.3.2.3.1 El caso de México: La Bolsa Mexicana de Valores

La Bolsa Mexicana de Valores (*BMV*) es el foro en el que se llevan a cabo las operaciones del mercado de valores organizado en México, siendo su objeto el facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado, fomentar su expansión y competitividad²². La *BMV* provee la tecnología, los sistemas y las reglas de autorregulación bajo los cuales funciona el mercado de valores mexicano, principalmente en lo relativo a la inscripción, negociación y

²¹ World Federation of Exchange, annual report and statistics, 2004. (www.world-exchange/statistics.com)

²² Concepto obtenido en la clase de Mercado de Títulos de Deuda, Facultad de Economía 2008.

registro de acciones, certificados de participación, títulos de deuda y títulos opcionales. A la vez, se le considera como la segunda bolsa más importante después de la de Brasil (*Bovespa*).

Sus principales funciones son las siguientes:

- ✚ Establecer los locales, instalaciones y mecanismos que faciliten las relaciones y operaciones entre la oferta y demanda de valores, títulos de crédito y demás documentos inscritos en el Registro Nacional de Valores (RNV).
- ✚ Proporcionar, mantener a disposición del público y hacer publicaciones sobre la información relativa a los valores inscritos en la BMV y los listados en el Sistema Internacional de Cotizaciones de la propia Bolsa, sobre sus emisores y las operaciones que en ella se realicen.
- ✚ Establecer las medidas necesarias para que las operaciones que se realicen en la BMV por las casas de bolsa, se sujeten a las disposiciones que les sean aplicables.
- ✚ Expedir normas que establezcan estándares y esquemas operativos y de conducta que promuevan prácticas justas y equitativas en el mercado de valores, así como vigilar su observancia e imponer medidas disciplinarias y correctivas por su incumplimiento, obligatorias para las casas de bolsa y emisoras con valores inscritos en la BMV.

2.3.2.3.2 El Índice de Precios y Cotizaciones

El principal índice de acciones en México es el IPC o Índice de Precios y Cotizaciones. En la actualidad existen 35 acciones en la lista de 75 compañías que cotizan en la bolsa. La muestra del Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores se revisa anualmente, la nueva muestra se da a conocer a mediados de enero de cada año y surte efectos a partir de febrero para los siguientes doce meses; el número de series de acciones que conforma la muestra es de 35 series, las cuales varían en función a ciertos criterios de selección.

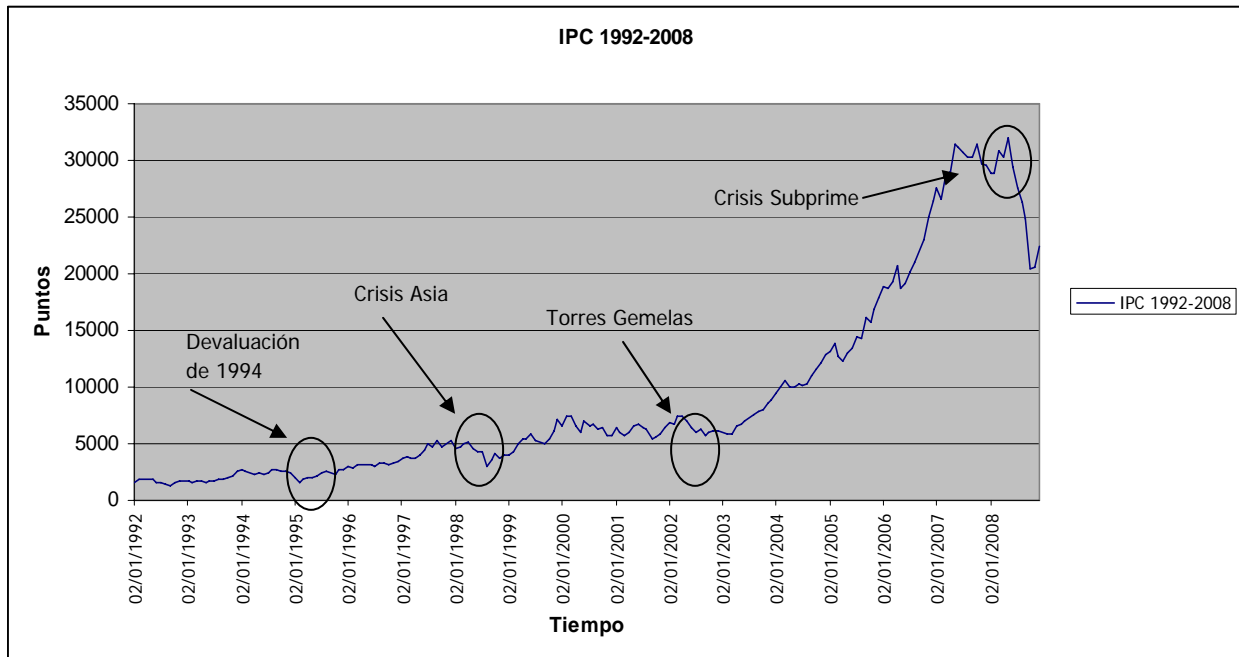
Se le considera el termómetro de la economía ya que por medio del índice se analizan las inversiones a futuro y por consiguiente la toma de decisiones a nivel país. Si el índice tiende a la alza y se ha mantenido así durante cierto tiempo, se considera que la economía del país se encuentra estable y es momento de realizar inversiones, ya que el riesgo es mínimo y existen grandes expectativas.

Por ejemplo si un inversor extranjero sondeará el estado de salud de las diferentes Bolsas, analizando la persistencia de los diferentes índices, antes de decidir cuál será su inversión; la destinación de los capitales, necesarios para la inversión y el desarrollo económico de un país, serán por lo tanto determinados en parte por la persistencia del índice bursátil de ese país. Son, entonces, la salud microeconómica (la cotización bursátil de cada empresa) y la salud macroeconómica (el desarrollo económico de un país) de un país los que están en relación con la salud del índice bursátil de ese país.

En la siguiente gráfica observamos la tendencia que ha tenido el IPC desde 1992 a 2008, y también las secuelas que han tenido las distintas crisis financieras a lo largo del periodo en dicho índice. La primera que podemos analizar es la devaluación de 1994 que impactó directamente al

IPC, creando un marco de desconfianza en el país y afectando las principales variables macroeconómicas de México. La segunda es la crisis asiática entre 1998 y 1999. La siguiente se da en el centro financiero más grande del mundo, Wall Street, debido a un problema asociado al terrorismo. Y a partir del 2003, el índice siguió una tendencia alcista marcando un máximo histórico en mayo de 2008 con 31,975.47 puntos. Después de dicho auge vino la debacle en todas las bolsas del mundo, afectando a la economía mundial.

Gráfica 1: Registro del Índice de precios y cotizaciones (1987-2008)



Fuente: Elaboración propia con base en: www.finance.yahoo.com

Por lo tanto, todas las crisis que se presentan en el mundo, las podemos identificar gráficamente gracias a los índices que se manejan en las bolsas de cada país. En el caso de México, el IPC representa un indicador muy importante para la actividad económica y es por eso que se le considera el termómetro de la economía.

2.4) El Mercado de Derivados

Un mercado de productos derivados es el medio que se utiliza para celebrar operaciones con instrumentos cuyo precio está basado en otros productos o instrumentos ya existentes²³. A través de los años, los derivados han desempeñado un papel en el comercio y en las finanzas por miles de años, se han encontrado escritos de Contratos Derivados en tabletas de arcilla en Mesopotamia 1750 A.C. Por ejemplo, Aristóteles habló un tipo de Derivado y como podía ser utilizado para manipular el mercado de Aceite de Oliva en “Política” hace unos 2500 años²⁴.

²³ Edwards, Warren. *Instrumentos financieros fundamentales*. Madrid, Pearson educación, 2001.




²⁴ Clase de Mercado de Productos Derivados, Facultad de Economía 2009.

Todos los países que disponen de mercados financieros desarrollados, han creado mercados de productos derivados donde se negocian contratos de futuros sobre tipos de interés, divisas e índices bursátiles y contratos de opciones sobre divisas, tipos de interés, índices bursátiles, acciones y contratos de futuros.

Básicamente el entorno donde se desarrolla el tema es en Europa, y En España la negociación de instrumentos financieros derivados en un mercado organizado data de finales de los años ochenta, cuando simultáneamente y por iniciativa privada, dos compañías, OM Ibérica y MEFF SA se constituyen con el objeto de gestionar los mercados de opciones y futuros, respectivamente, y deciden el lanzamiento de sendos contratos sobre un Bono del Estado.

La resolución de la Dirección General de Tesoro, de 21 de marzo de 1989, por la que se autorizaba las operaciones a plazo, opciones y futuros sobre deuda anotada del Estado, amparaba dicha acción.

El origen de los mercados de futuros y opciones financieros se encuentra en la ciudad de Chicago, que puede considerarse el centro financiero más importante en lo que a productos derivados se refiere²⁵. El subsector de productos derivados da empleo directo a 150.000 personas de la ciudad de Chicago, ya que es en dicha ciudad donde se ubican los tres mercados más importantes en cuanto a volumen de contratación, dichos mercados son:

-  *Chicago Board of Trade (CBOT)*
-  *Chicago Mercantile Exchange (CME)*
-  *Chicago Board Options Exchange (CBOE)*

En la década de los ochenta, aproximadamente diez años después de su creación en Estados Unidos, los contratos de futuros y opciones financieros llegan a Europa, constituyéndose mercados de forma gradual en los siguientes países:

Cuadro 5: Inicio de los mercados financieros

²⁵ En estado Unidos se han negociado futuros y forwards desde 1848 en el CBOT.

<i>País</i>	<i>Mercado</i>	<i>Año</i>
Holanda	<u>EOE</u> (European Options Exchange)	1978
Reino Unido	<u>LIFFE</u> (London International Financial Futures Exchange)	1978
Francia	<u>MATIF</u> (Marché a Terme International de France)	1985
Suiza	<u>SOFFEX</u> (Swiss Financial Futures Exchange)	1988
Alemania	<u>DTB</u> (Deutsche Terminbourse)	1990
Italia	<u>MIF</u> (Mercato Italiano Futures)	1993

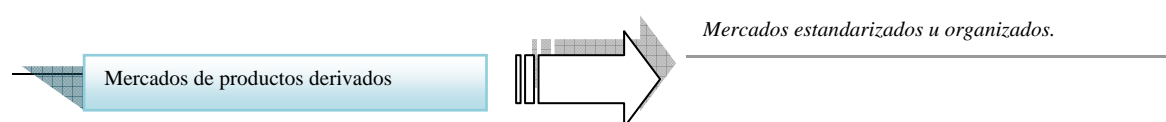
Fuente: Elaboración propia con base en Ran, Luis. *Nuevos instrumentos financieros*, ESIC Editorial, Madrid 1995²⁶.

Una característica particular a todos los países que han implantado mercados de productos derivados ha sido el éxito en cuanto a los volúmenes de contratación, que han crecido espectacularmente²⁷, superando en muchas ocasiones a los volúmenes de contratación de los respectivos productos subyacentes que se negocian al contado, considerando que éstos también han experimentado considerables incrementos en sus volúmenes de negociación.

Principales objetivos del mercado de derivados²⁸:

- ✓ *Cubrir los riesgos.*
- ✓ *Especulación (adquirir perspectiva de la dirección futura del mercado).*
- ✓ *Asegurarse el beneficio de un arbitraje.*
- ✓ *Cambiar la índole de un pasivo.*
- ✓ *Cambiar la índole de una inversión sin incurrir en los costes de la venta de una cartera y la compra de otra.*

Y se negocian en los siguientes mercados:



²⁶ Suecia, Bélgica, Noruega, Irlanda, Dinamarca, Finlandia, Austria y Portugal también disponen de mercados organizados de productos derivados.

²⁷ El BIS estima que el tamaño de los mercados de derivados excede de \$151 trillones en contratos y \$700 trillones en volumen negociado en Bolsas de Derivados.

²⁸ Ran, Luis. *Nuevos instrumentos financieros*, ESIC Editorial, Madrid 1995.

Mercados fuera de bolsa de mostrador (Over The Counter Markets).

En los mercados estandarizados u organizados, se proporciona toda la infraestructura necesaria para que se celebren las operaciones de contratos de futuros y opciones. En estos mercados se realizan operaciones de instrumentos financieros derivados a través de una Bolsa. Las características de los contratos que se operan en éstos mercados son estandarizadas y la liquidación de las operaciones se realiza a través de una Cámara de Compensación. Para los mercados Over the counter, los contratos que se negocian no son estandarizados. Además, las operaciones son pactadas directamente por los participantes y existe el riesgo de incumplimiento por parte de los mismos.

2.4.1) Forwards

Un [forward](#) es un contrato en el que se define un acuerdo entre dos partes, por el cual se comprometen a intercambiar una cierta cantidad de un activo en una fecha futura a un precio determinado. Este tipo de instrumento derivado es el más antiguo, y se conoce también como un “contrato a plazo”.

Los participantes de este tipo de contrato son un comprador y un vendedor, los cuales pueden ser, por ejemplo, dos entidades financieras o una entidad financiera y una [empresa](#) no financiera. Los contratos forward pueden hacerse "a medida" de las necesidades específicas de quienes realizan la operación y, gracias a eso, pueden incluir todas las condiciones que les parezcan adecuadas para el negocio que estén realizando.

Dichos contratos son de dos tipos: "liquidación por entrega física" y "liquidación por compensación". Por ejemplo: Una compañía que exporta a otros países, y que está por consiguiente expuesta al tipo de cambio entre su divisa local y las divisas extranjeras en las que se cobra por sus ventas, puede cubrirse por adelantado su riesgo de cambio vendiendo forward las divisas que espera recibir en el futuro²⁹.

Los contratos a plazo (forward) son parecidos a los contratos de futuros en lo que ambos son acuerdos de compra o venta de un activo en un momento determinado en el futuro por un precio determinado. No obstante, a diferencia de los contratos a futuros, éstos no son negociados en un mercado. Son acuerdos privados entre dos instituciones financieras o entre una institución financiera y una de sus clientes corporativos.

²⁹ Rodríguez, de Castro J. (1997). *Introducción al Análisis de Productos Financieros derivados*. 2ª Edición, Editorial Limusa, México.

2.4.2) Futuros

A grandes rasgos un contrato a futuro no es más que una especie de contrato forward pero estandarizado y negociable en un mercado organizado (instrumentos intra bursátiles)³⁰, es decir, un contrato a futuro es mucho más detallado que un forward, incluye detalles como cantidad, calidad, fecha de entrega, método de entrega, etc.

Este tipo de contrato cuenta con márgenes y capital que respalda su integridad. Todas las posiciones que se manejan en estos contratos (futuros) son entre un participante por un lado y la cámara de compensación por el otro. Además, la operatoria con futuros es un juego de suma cero, de manera que los beneficios del comprador serán las pérdidas del vendedor y viceversa.

De esta forma es como se dan dos posiciones, tanto para el comprador como para el vendedor:

- ✓ Para el **comprador de Futuros** (posición larga):
 1. *Se asegura un precio de compra del activo subyacente en el futuro.*
 2. *Por ello, el futuro le reportará beneficios cuando el precio de mercado (spot) en el vencimiento sea mayor que el precio de ejercicio (strike). Le reportará pérdidas en el caso contrario.*
 3. *Por lo tanto, el comprador de futuros tiene unas expectativas alcistas del mercado.*

- ✓ Para el **vendedor de Futuros** (posición corta):
 1. *Se asegura un precio de venta del activo subyacente en el futuro.*
 2. *Por ello, el futuro le reportará beneficios cuando el precio de mercado (spot) en el vencimiento sea menor que el precio de ejercicio (strike). En el caso contrario le reportará pérdidas.*
 3. *Por lo tanto, el vendedor de futuros tiene unas expectativas bajistas del mercado.*

2.4.3) Opciones

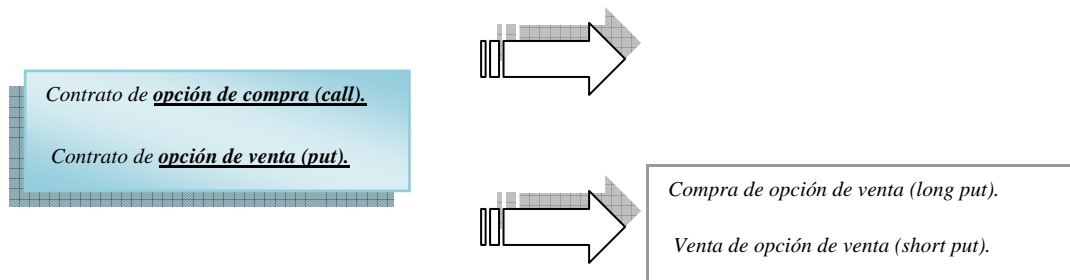
Una opción es un contrato entre dos partes por el cual una de ellas adquiere sobre la otra el derecho, pero no la obligación, de comprarle o de venderle una cantidad determinada de un activo (activo subyacente) a un cierto precio (*precio de ejercicio o strike*) y en un momento futuro

³⁰ Hull, John (1996). *Introducción a los Mercados de Futuros y Opciones*. Editorial Prentice Hall, España.

Compra de opción de compra (long call).

Venta de opción de compra (short call).

(vencimiento)³¹. Existen dos tipos básicos de opciones y así como en futuros se observa la existencia de dos estrategias elementales, que son la compra y la venta de contratos:



La simetría de derechos y obligaciones que existe en los contratos de futuros, donde las dos partes se obligan a efectuar la compraventa al llegar la fecha de vencimiento, se rompe en las opciones puesto que una de las partes (la compradora de la opción), tiene el derecho pero no la obligación, de comprar (call) o vender (put), mientras que el vendedor de la opción solamente tiene la obligación de vender (call) o de comprar (put). Dicha diferencia de derechos y obligaciones genera la existencia de la prima, que es el importe que abonará el comprador de la opción al vendedor de la misma.

Cabe destacar que las opciones financieras pueden encontrarse de tres maneras diferentes:

1. "in the money" - "dentro del dinero"

Call in the money: El precio de Ejercicio de la opción está por debajo del precio del activo Subyacente
 Put in the money: El precio de Ejercicio de la opción está por encima del precio del activo Subyacente

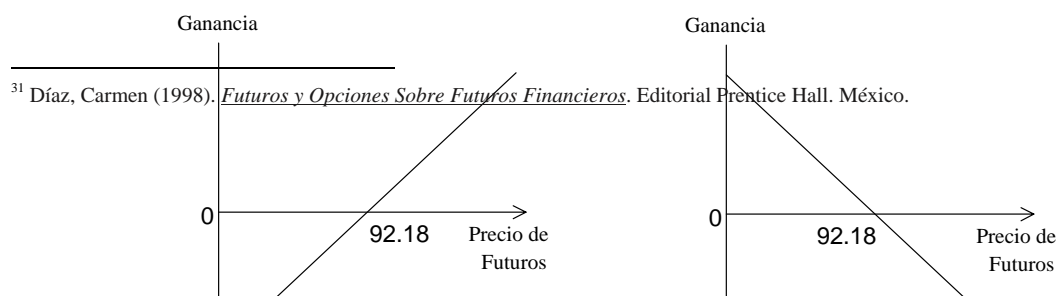
2. "at the money" - "en el dinero"

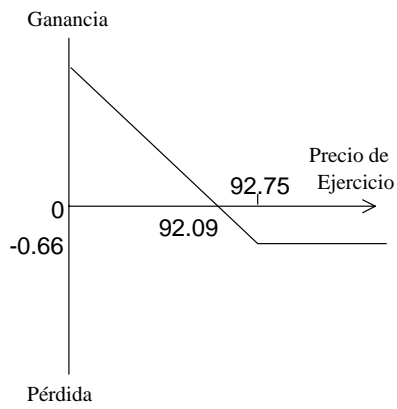
Call at the money: El precio de Ejercicio de la opción es igual que el precio del Subyacente
 Put at the money: El precio de Ejercicio de la opción es igual que el precio del Subyacente

3. "out of the money" - "fuera del dinero"

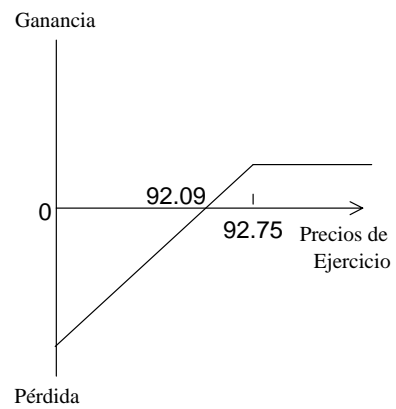
Call out of the money: El precio de Ejercicio de la opción está por encima del Subyacente
 Put out of the money: El precio de Ejercicio de la opción está por debajo del Subyacente

A continuación presento en forma de ejemplo las distintas posiciones en forma de diagramas:

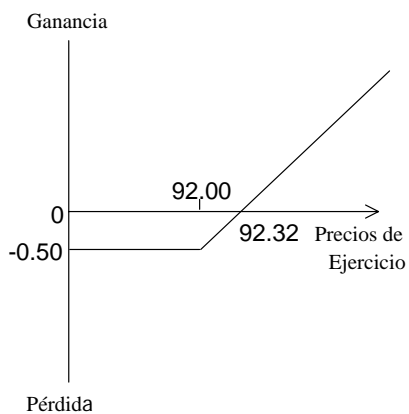




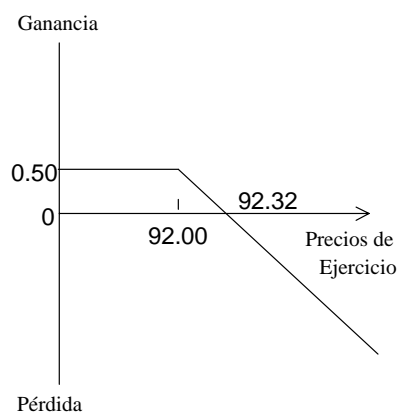
COMPRA PUT. Compra una Opción Put de un Contrato de Futuro de Eurodólares para Septiembre en 92.75.



VENTA PUT. Vende una Opción Put de un Contrato de Futuro de Eurodólares para Septiembre en 92.75.



COMPRA CALL. Compra una Opción



VENTA CALL. Vende una Opción Call de

Fuente: elaboración propia con base en: Dubkovsky, Gerardo (2002). "Opciones, futuros y otros productos financieros derivados".

2.4.4) Swaps

Un swap es un contrato por el cual dos partes se comprometen a intercambiar una serie de flujos de dinero en una fecha futura. Dichos flujos pueden, en principio, ser función ya sea de los tipos de interés a acorto plazo como del valor de índice bursátil o cualquier otra variable. Es utilizado para reducir el costo y el riesgo de financiación de una empresa o para superar las barreras de los mercados financieros³². Básicamente los swaps se dividen en:

- ✓ Swaps de tipos de interés (swap de vainilla): contrato por el cual una parte de la transacción se compromete a pagar a la otra parte un tipo de interés fijado por adelantado sobre un nominal también fijado por adelantado, y la segunda parte se compromete a pagar a la primera un tipo de interés variable sobre el mismo nominal.
- ✓ Swaps de divisas: es una variante del swap de tipo de interés, en que el nominal sobre el que se paga el tipo de interés fijo y el nominal sobre el que se paga el tipo de interés variable son de dos monedas distintas. La forma tradicional del swap de tipo de cambio, generalmente denota una combinación de una compra (venta) en el mercado al contado "spot" y una venta (compra) compensatoria para la misma parte en el mercado a plazo "forward", pero este puede a veces referirse a transacciones compensatorias a diferentes vencimientos o combinaciones de ambos.
- ✓ Swaps sobre materias primas: Tras la aparición de estos swaps, ha sido posible separar el riesgo de precio de mercado del riesgo de crédito, y convertir a un productor de materias primas en una simple fábrica que procesa materiales sin tomar riesgo de precio.
- ✓ Swaps de índices bursátiles: el mercado de los swaps sobre índices bursátiles permite intercambiar el rendimiento del mercado de dinero por el rendimiento de un mercado bursátil.

2.4.5) Warrants

³²Concepto obtenido en: Bodie, Zwi y Robert C. Merton. Finanzas. Editorial Prentice Hall, México. (1999).

Los warrants son instrumentos derivados, opciones, emitidos en forma de un título valor que cotiza en Bolsa. Así, su precio está vinculado a la cotización de otros activos financieros sobre los que se emiten, denominados activos subyacentes³³. Sus principales características son:

- *Son valores negociables en Bolsa.*
- *Otorgan a su tenedor el derecho, pero no la obligación a comprar (call warrant) o vender (put warrant) una cantidad determinada de un activo (activo subyacente) a un precio prefijado (precio de ejercicio o strike) a lo largo de toda la vida del warrant o a su vencimiento.*
- *Para adquirir ese derecho, el comprador debe pagar el precio del warrant, también llamado prima. La cotización de un warrant representa en todo momento el precio a pagar por adquirir ese derecho.*

Los warrants serán bien opciones de compra (call) o de venta (put) del activo subyacente sobre el que son emitidos. Un warrant call, es una opción que otorga al inversor el derecho a comprar el activo subyacente en unas condiciones preestablecidas. Por el contrario un warrant put, otorgará al tenedor del mismo el derecho a vender el subyacente en unas condiciones preestablecidas, y ya conocidas por el inversor de antemano.

En el mercado hay disponibles cientos de warrants para su negociación, por lo que es importante seleccionar el warrant adecuado respecto al activo subyacente seleccionado. Los warrants no sólo se diferencian por sus precios, sino que su potencial de desarrollo y actuación es también muy diferente según sean sus periodos de vencimiento y sus precios de ejercicio.

Hay dos tipos warrants en función de la forma en la que sea su ejercicio:

- a) **Americano:** se puede ejercitar en cualquier momento hasta la fecha de vencimiento.
- b) **Europeo:** sólo se pueden ejercitar en la fecha de vencimiento.

Normalmente son de tipo americano, lo que ofrece una garantía adicional al tenedor de poder ejercitarlos en cualquier momento durante la vida del warrant.

³³ Arroyo Blanca, Manuel. *Warrants: un apunte sobre su eficiencia y el comportamiento de los inversores* [Perspectivas a la globalización \(2007\)](#). Dykinson, 2007

Capítulo 3 – “La crisis subprime”

3.1) Antecedentes

En estos días aún estamos viviendo los estragos de la crisis “subprime³⁴” en todo el mundo. Sus efectos en la economía real han provocado despidos masivos a nivel internacional, también bajo crecimiento, inflación, déficit en el comercio exterior de algunos países, altas tasas de interés y sobretodo desconfianza en los mercados financieros internacionales. A través de la historia se han presentado varias crisis financieras en todo el mundo y en especial ésta última ha costado muchos millones de dólares para mantener el sistema financiero internacional a salvo.

A continuación se presentan las mayores crisis que han afectado a la economía internacional desde 1929:

✓ 1929-1939: La Gran Depresión

Una devastadora depresión económica azotó a los países desarrollados tras el desplome de la bolsa de valores de Wall Street en octubre de 1929, la cual tuvo efectos hasta por una década en algunas naciones. La economía de Estados Unidos cayó a su nivel más bajo en 1933, con una producción industrial de tan sólo 65%, en comparación con su nivel anterior. Las tasas más altas de desempleo alcanzaron casi un 30% en Alemania, Australia y Canadá.³⁵

✓ 1973-1975: Crisis del petróleo

Tras el estallido de la guerra del Yom Kippur en octubre de 1973, los principales países árabes exportadores de petróleo declararon un embargo en los envíos a Estados Unidos, así a como otras naciones partidarias de Israel. De igual manera, se unieron a otros proveedores de petróleo para elevar los precios. La Crisis del petróleo de 1973 desencadenó la peor crisis económica desde la Segunda Guerra Mundial en algunas de las principales naciones industrializadas, provocando un descenso del 14% en la producción industrial de E.U. y más del 20% en el caso de Japón³⁶.

✓ Década de 1980: Crisis de la deuda externa de América Latina

En la década de 1960, los países latinoamericanos comenzaron a recibir fuertes empréstitos para desarrollar sus industrias nacionales. A inicios de la década de 1980, la deuda externa excedió a los 300.000 millones de dólares estadounidenses. Poco después, en 1982, México se declaró incapaz de pagar la deuda, provocando una agitación mundial con la crisis de la deuda externa, durante la cual el producto interno bruto (PIB) per capita decayó un 10% en los países de América Latina³⁷.

³⁴ *Subprime*: Se refiere a créditos hipotecarios de alto riesgo.

³⁵ Ashworth, William. *Breve Historia De La Economía Internacional: (Desde 1850.)*

³⁶ A. G. Kenwood. *Historia Del Desarrollo Económico Internacional Desde 1820 Hasta Nuestros Días. 1995*

³⁷ García Méndez José Ramón. *Política económica y deuda externa en América Latina.*

✓ ***Década de 1990: Colapso de la burbuja de activos japonesa***

Los precios de los bienes raíces y el mercado de valores sufrieron un desplome catastrófico en 1990, después de años de inflación. En la década siguiente, Japón sufrió una deflación crónica y una recesión económica debido a la devaluación de sus activos. La economía nacional entró en una fase de crecimiento cero en la mitad de la década de los años noventa.

✓ ***1997-1998: Crisis financiera asiática***

El aumento de valor del dólar estadounidense provocó que las exportaciones de varios países asiáticos, cuyas monedas se encontraban atadas al dólar, se hicieran menos competitivas. En julio de 1997, surgió una devaluación expandida tras la decisión de Tailandia de fluctuar su moneda, el baht, dando inicio a la crisis financiera asiática, de la cual Indonesia, Tailandia y Corea del Sur fueron los más afectados, con una contracción durante la crisis del 83.4%, 40.4% y 34.2%, respectivamente.

✓ ***2000-2003: Burbuja tecnológica (punto com).***

Se denomina burbuja “*punto com*” a una corriente especulativa muy fuerte, en la cual las bolsas de las naciones occidentales vieron un rápido aumento de su valor debido al avance de las empresas vinculadas al nuevo sector de la [Internet](#) y a la llamada [Nueva Economía](#). El período fue marcado por la fundación (y en muchos casos, espectacular quiebra) de un nuevo grupo de compañías basadas en la [Internet](#) designadas comúnmente [empresas punto com](#). Una combinación de un veloz aumento de precios de las [acciones](#), la especulación individual y la gran disponibilidad de [capital de riesgo](#) crearon un ambiente exuberante³⁸. Así lo podemos observar en el siguiente gráfico:

Gráfico 1: Índice [NASDAQ Composite](#) 1994-2004.



Fuente: www.finance.yahoo.com

✓ ***2007-Actualidad: Crisis de las hipotecas subprime, crisis financiera global***

³⁸ Piscitelli, Alejandro: *“La generación Nasdaq”*. Ediciones Granica. Buenos Aires, 2001.

La crisis de los créditos de alto riesgo se desató en Estados Unidos durante el verano de 2007. Sus orígenes están en las hipotecas hechas a los prestatarios con menor capacidad para pagar los préstamos. El resultado ha sido el cierre de muchas compañías que invirtieron fuertes sumas en productos relacionados con las hipotecas subprime y a la reducción de créditos alrededor del mundo.

3.2 Las Instituciones de Crédito y el papel de las calificadoras de riesgo

La preocupación actual de los gobiernos, personas de negocios y participantes del mercado, es cómo poner fin a la crisis financiera que vivimos en los últimos meses. Pero tarde o temprano la volatilidad va a ceder. Sin embargo, gracias a la crisis nos dimos cuenta de que el sistema financiero necesita algunas modificaciones. Si bien este sistema generó la crisis actual, también fue responsable en la última década de un crecimiento de la economía mundial sin precedentes. En el nuevo estado de economía después de la crisis subprime, es posible que ese nivel de crecimiento no pueda sostenerse. Para entender por qué, es necesario hacer un buen diagnóstico de las causas de la crisis, y en particular, ver el rol jugado por las calificadoras de riesgo y las instituciones de crédito a nivel mundial.

3.2.1) Las instituciones de crédito y las prácticas financieras de alto riesgo

Hay un gran consenso entre los economistas en reconocer las ventajas de la innovación financiera. En efecto, ésta permite una reducción de los costes de transacción y una mayor flexibilidad de las operaciones financieras. También se supone que contribuye a la eficiencia de los mercados, mejorando el proceso de formación de precios, y permite una mejor asignación de riesgos. Por otra parte, incluso actualmente, cuando todo el mundo reconoce el papel esencial que la titularización ha desempeñado en la crisis hipotecaria, esta práctica no está en cuestión por sí misma.

La titularización es una operación financiera que consiste en transformar préstamos bancarios tradicionalmente ilíquidos en títulos fácilmente negociables en los mercados, mediante una entidad jurídica. Lo más habitual es que el banco que ha concedido los préstamos iniciales los ceda a un vehículo específico (*special inversion vehicle* o SIV³⁹) que financia esta adquisición emitiendo títulos en los mercados. Los inversores que compran los títulos reciben como contrapartida los ingresos (intereses y reembolso del principal) procedentes de los préstamos. La titularización permite a los bancos transferir el riesgo de crédito. El operador bancario o financiero que cede los créditos que otorgó inicialmente puede continuar sus operaciones sin modificar su base de fondos propios. La titularización forma así parte de un amplio proceso de desintermediación y negociación en los mercados⁴⁰.

En teoría, la negociación en el mercado de los créditos debería de mejorar la eficiencia del sistema financiero, permitiendo una mejor diseminación del riesgo. En la práctica, como la entidad inicial ya no conserva los riesgos, no es tan estricta en el análisis de los mismos (*screening*) y su seguimiento (*monitoring*). En consecuencia, la cantidad de créditos en el sistema

³⁹ Los vehículos de inversión especial fuera de balance (SIV) permitieron tomar prestado a corto plazo e invertir a largo.

⁴⁰ Resumen del informe del CAE (Conseil d'Analyse Économique) No. 78, 2008.

asciende, su calidad media se degrada, los fondos propios bancarios que los garantizan son relativamente cada vez más bajos, y el riesgo asumido por el comprador del título aumenta. Para limitar los riesgos de comportamiento oportunista del cedente, la solución consiste, en teoría, en dividir la cartera de préstamos en varios tramos con más o menos riesgo y que el cedente conserve el de más riesgo, el llamado tramo *equity* (o *First Loss Position*)⁴¹.

Al sólo ceder una fracción de los préstamos, además la de menos riesgo, la entidad inicial está motivada para ejercer plenamente su actividad de selección y control. Además, cuanto más elevado es el tramo *equity*, menos expuestos están los inversores. No obstante, en la práctica es difícil saber qué parte conserva efectivamente la entidad inicial: al multiplicarse las herramientas de transferencia de riesgos (CDS⁴² y otras), ya no se sabe realmente quién soporta qué. Por otro lado, parece que la titularización incita a los bancos a tomar más riesgos al permitirles transferir una parte de ellos.

Si el sistema financiero funciona correctamente, los riesgos se asignan ciertamente de manera óptima hacia quienes aceptan asumir sus consecuencias; pero ello no implica que tengan la capacidad de asumir efectivamente los riesgos. El seguimiento de los flujos financieros resulta finalmente imposible y la concentración de riesgos puede alimentar el riesgo del sistema. Este nuevo modelo genera una banca con una capacidad de préstamo muy superior a la tradicional, ya que el capital de la totalidad del mercado, y no sólo el de los bancos, está en principio disponible para generar préstamos. Además permite distribuir los riesgos en el mercado de la manera más eficiente posible. Para manejar activos y pasivos, instituciones con pasivos de largo plazo como fondos de pensiones (no bancos precisamente, que tienen mucha deuda de corto plazo) son las naturales compradoras de hipotecas y productos estructurados basados en ellas.

El problema con el nuevo modelo de banca es que implica una distancia muy grande entre quien presta dinero y el prestatario. Para que esa larga cadena funcione bien se requieren poderosos mecanismos que logren transmitir información confiable entre los diferentes eslabones de la cadena, y sólo así se podrán estimar finalmente los riesgos reales. Esto es especialmente difícil porque los incentivos de los distintos eslabones no necesariamente están alineados. Por ejemplo, el originador del préstamo en la banca tradicional absorbía el riesgo de default hasta el final (entre veinte y treinta años), mientras que ahora lo absorbe sólo hasta que vende el préstamo (unos pocos meses). Por lo tanto lo que le interesa es generar tantos préstamos como pueda, sin importarle demasiado la calidad de los mismos, que en todo caso afectarán al comprador del título.

3.2.2) El papel de las calificadoras de riesgo

La información es un elemento esencial para el buen funcionamiento de los mercados financieros. La calificación de riesgo es una importante pieza de información adicional; y nos

⁴¹ En los últimos tiempos, el lenguaje financiero se ha visto ampliado considerablemente con acrónimos –SIV, ABS, CDS, CDO...- y términos anglosajones que constan la continua evolución del sector al compás de la innovación financiera.

⁴² Los CDS (Credit Default Swaps) son activos pocos líquidos pero muy rentables.

brinda una opinión fundamentada acerca del riesgo de incumplimiento de una emisión (riesgo de no pago). Por esta vía ayuda a la correcta formación de precios de los instrumentos financieros:

“Una empresa que haya decidido emitir un valor para captar recursos del mercado buscará venderlos a los inversionistas interesados. Sin embargo, el valor aún no estaría listo para la venta porque el inversionista deseará evaluar la confiabilidad del emisor y de la emisión que éste ofrece. La calificación de riesgo emerge, especialmente en los mercados actuales, como un elemento de información que facilita el “diálogo” entre emisor e inversionista y ayuda a que el precio que se pague por el valor sea el correcto; al quedar en mejor evidencia cualquier potencial riesgo sobre recuperación de la inversión en que se incurre al comprar el valor”⁴³.

La función de las clasificaciones de riesgo es la de determinar la viabilidad, oportunidad y sobre todo la seguridad de emprender algún tipo de negocio o contrato, en el caso de los países tiene que ver con la capacidad de los países con cumplir con sus deudas y obligaciones financieras. Una primera clasificación indica que el riesgo puede ser económico o financiero; otra que el riesgo puede ser diversificable o no diversificable y otra, que los riesgos pueden ser cuantificables o no cuantificables⁴⁴:

- ✚ *El riesgo económico*: es aquél que se asocia con las operaciones normales de la empresa (o país) o más precisamente, es el riesgo de no poder cubrir los costos de operación (gasto corriente). Es independiente de la estructura financiera de la empresa, e incluye aquellas eventualidades que pueden afectar el resultado de explotación de la empresa, tales como obsolescencia o exceso de oferta del producto, baja de cotizaciones en mercados, etc. Estas se derivan de la incapacidad de la organización para garantizar la estabilidad del resultado, debido a que se encuentra expuesta a factores endógenos y exógenos propios de su entorno.
- ✚ *El riesgo financiero*: se crea por el establecimiento de préstamos y acciones preferentes; está altamente correlacionado con la estructura financiera de la empresa y se refiere a cuando no se puede cubrir las obligaciones. El ejemplo típico de este tipo de riesgo es la excesiva deuda de la empresa con relación al patrimonio, una elevación inesperada de las tasas de interés o un riesgo cambiario en las deudas en moneda extranjera, etc.
- ✚ *El riesgo diversificable*: aquel que disminuye cuando se invierte en más de un activo. A este tipo de clasificación de riesgo también se le denomina no sistemático o único. Existen activos cuya rentabilidad en el tiempo va en la misma dirección y otros, cuya rentabilidad va en sentido contrario.
- ✚ *El riesgo no diversificable*: es aquel que no puede reducirse, aun cuando se invierta en varios activos debido a que afecta a todos los sectores en general. A este tipo de clasificación de riesgos también se les llama sistemático o de mercado.
- ✚ *Los riesgos no cuantificables*: por su propia naturaleza casi siempre obedecen a aspectos normativos y administrativos, dependiendo del tipo de transacciones y de inversiones que realiza una entidad.

Aún cuando distintos calificadores mantienen diferentes simbologías, es una característica común a todas ellas el expresar sus opiniones mediante un sistema de notación sintética, estructurado sobre la base de letras y un conjunto de símbolos. Las nomenclaturas jerarquizan los riesgos de

⁴³ González Cid Manuel. (Director Financiero del BBVA). “*La crisis de liquidez de 2007: hacia un nuevo modelo de industria financiera*”.

Ponencia presentada en febrero de 2008 en el Centro de Estudios Monetarios y Financieros de España.

⁴⁴ Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNVB) 2009.

menor a mayor. Así el esquema de notación de uso más común (para deuda de largo plazo) comienza asignando una calificación AAA a los títulos de menor riesgo, hasta llegar a D, que corresponde a los valores con mayor probabilidad de incumplimiento de los pagos en las condiciones pactadas. Las emisiones clasificadas en las más altas categorías como son AAA, AA, A, BBB, son reconocidas como grado de inversión; es decir, aquellas supuestamente elegibles para un inversionista cauto por ser las de menor riesgo⁴⁵.

Aquí se descubre la importancia del análisis del riesgo en su vertiente más humana, ya que estas buenas prácticas no sólo protegen a quien otorga un crédito, o vende algún título, sino que también ayuda a quien lo solicita. Esto es así ya que le hace conocer qué tan alto puede ser su endeudamiento dadas sus condiciones y las condiciones del mercado en el que está solicitando su crédito o título. También le muestran cuáles podrían ser los escenarios futuros, tanto los optimistas como los pesimistas.

En este contexto, lo que sucedió fue que los créditos subprime surgieron en la economía norteamericana para atender un sector de la población potencialmente importante que no cumplía con los requisitos de una valoración de crédito rigurosa. Se enfocaron principalmente al mercado hipotecario, pero actualmente también existen para consumo y autos, entre otros. A clientes que por su perfil o por sus antecedentes crediticios les era difícil aspirar a un préstamo, les ofrecían uno que compensaba su bajo *score* con una tasa alta, prestando incluso más que el valor del bien hipotecado. El sector creció en forma importante. Se otorgaban créditos hipotecarios a tasas y plazos atractivos en un período de baja inflación y con tasas de referencia también bajas⁴⁶.

Estas carteras subprime lograron además ingresar en la bolsa de valores al empaquetarse y bursatilizarse, siendo adquiridas por sociedades de inversión o fondos. El gran problema de este tipo de créditos, amparados en un alto ingreso por los intereses generados, fue que, desafortunadamente, se ofrecieron sin un correcto análisis del riesgo. Esto ocasionó que se otorgaran créditos por encima de la capacidad de pago. No sólo eso. La calidad de la cartera fue muy deficiente. No se revisaba historial crediticio, llegándose a presentar casos tan extremos como falta de documentación o la no comprobación de ingresos.

Como existía una garantía, no se reparaba en lo anterior, considerándolo solamente “detalles”. Así que cuando se presentó un incremento de tasas, sobrevino el inminente atraso o impago.

Por lo tanto, una causa fundamental de la presente crisis fue la distorsión generada porque algunas hipotecas subprime fueron calificadas como seguros (AAA) y evidentemente no lo eran tanto. Y hasta que la crisis se desató, es muy probable que nadie haya tomado conciencia del punto hasta el cual toda la estructura financiera internacional dependía, para su correcto funcionamiento, del rol de las calificadoras de riesgo y, en general, de mecanismos de transmisión eficiente de información, ya que estas cumplen el papel fundamental de reducir esa asimetría informativa, auditando los riesgos de los diferentes instrumentos, y juzgando con su calificación el nivel de riesgo total de cada instrumento considerado. Para entender hasta qué

⁴⁵ Es importante anotar que las categorías de riesgo se diferencian también según el destino de las emisiones, así tenemos que las emisiones para el mercado local utilizan categorías que sólo son de alcance local; en tanto que las emisiones internacionales emplean las categorías de alcance internacional que incluyen lo que se denomina el “riesgo soberano”.

⁴⁶ Eduardo Laguna, Director de AIS México. *Informe sobre la crisis subprime*, 2008.

punto esto es así, y la consecuente dificultad del rol que les toca jugar, conviene detenerse a pensar en términos básicos sobre la naturaleza de sus responsabilidades. Además, esto nos permitirá entrever las consecuencias últimas de la crisis actual.

3.3) Factores detonantes de la crisis subprime

3.3.1) Principales acontecimientos: Noticias que impactaron a los mercados financieros

- ✓ El 2 de abril de 2007, New Century Financial Corporation, la mayor hipotecaria especializada en créditos subprime de Estados Unidos, oprimida por el incumplimiento de pago cada vez mayor de sus clientes, presentó oficialmente a las autoridades financieras del país la solicitud de acogerse al denominado Chapter 11⁴⁷. El deterioro sufrido por New Century en los meses precedentes a esta solicitud se pone de manifiesto al analizar el desmoronamiento que padeció su valor bursátil, ya que el 1 de enero de 2007 se cifraba en 1.750 millones de dólares y apenas tres meses más tarde, el 14 de marzo, día después de que la Bolsa de Nueva York decidiera excluir su cotización —por insolvencia y presunto delito contable—, su volumen de capitalización no superaba los 55 millones de dólares, tras retroceder en ese período de tiempo el valor de sus acciones un 97%⁴⁸.
- ✓ Para el 3 de mayo, UBS anunciaba el cierre de su filial de hedge funds, Dillon Read Capital Management (DRCM), una vez que las pérdidas —por valor de 124 millones de dólares— acumuladas por esta división durante el primer trimestre del año lastraran los resultados de la entidad suiza.
- ✓ Poco después, entre los meses de junio y julio de 2007, dos hedge funds gestionados por Bear Stearns declararon un volumen de pérdidas tal, que su valor se evaporó. Este acontecimiento, que suponía la bancarrota más sonada de un fondo de inversión libre desde la protagonizada por Long Term Capital Management en el año 1998, significaba la pérdida total de las cantidades aportadas por sus inversores. Los motivos esgrimidos por el banco de inversión para justificar la quiebra de ambos fondos vinieron a confirmar los peores presagios que circulaban desde hacía meses por el sector financiero.
- ✓ El 16 de agosto de 2007, la mayor hipotecaria norteamericana, Countrywide, evitaba la quiebra tras un préstamo de 11.000 millones de dólares que le concedían varios bancos. Pero cuatro días más tarde las malas noticias saltaban al otro lado del Atlántico y se hacía público el rescate del banco regional público alemán Sachsen LB por parte de un grupo de cajas de ahorro por valor de 17.300 millones de euros. También en agosto se producía el rescate del banco alemán IKB Deutsche Industriebank con una inyección de 3.500 millones de euros que al final se mostraba insuficiente y el 21 de agosto de 2008 era adquirido por la firma de capital privado Lone Star Funds.
- ✓ Pero quizá la quiebra más dramática de este periodo se producía el 13 de septiembre de 2007 cuando el Banco de Inglaterra debía acudir al rescate del Northern Rock, quinto banco hipotecario del país, cuando a las puertas de sus oficinas se formaron colas de clientes para retirar sus depósitos. Entre el 14 y el 16 de marzo de 2008, la Reserva Federal daba un paso insólito al impulsar (con la garantía pública) un plan de

⁴⁷ El Chapter 11 del Bankruptcy Code de EUA (ley vigente en EUA en materia de quiebras) otorga una oportunidad para la reorganización de las empresas con problemas financieros. La idea fundamental es brindarle al deudor la posibilidad de que haga una propuesta de pago a sus acreedores, generalmente con descuento, con el objeto de saldar sus deudas y mantener a la empresa viva, bajo su propiedad.

⁴⁸ González Cid Manuel. Op Cit.

rescate para el quinto banco de inversiones del país, Bear Stearns, que finalmente era adquirido por JP Morgan Chase⁴⁹.

- ✓ En un primer momento parecía que el quebranto de Bear Sterns y la decidida acción de la FED (*Reserve System Federal, sistema bancario central de los Estados Unidos*) habían conseguido que la crisis tocara fondo. Pero nada más lejos de la realidad. El mes de septiembre ha sido probablemente el peor de la historia financiera estadounidense. Ante el progresivo agravamiento de los problemas de descapitalización, caída del valor de las acciones y elevada desconfianza de los mercados, el 5 de septiembre de 2008 el gobierno federal de Estados Unidos decidía intervenir las agencias hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac. Éstas garantizaban aproximadamente la mitad del total del mercado hipotecario estadounidense, que es de unos 12 billones de dólares. El gobierno asumió la gestión de forma temporal y los directivos fueron apartados de la misma. Se piensa inyectar unos 200.000 millones de dólares para evitar su quiebra, con lo que será la mayor operación de rescate de la historia del país⁵⁰.
- ✓ El 15 de septiembre se hacía pública la compra del banco de inversiones Merrill Lynch por parte de Bank of America, así como la quiebra del cuarto banco de inversiones norteamericano, Lehman Brothers. El 17 de septiembre se conocía la nacionalización parcial de la compañía de seguros AIG por parte de la Reserva Federal, que adquiriría el 79,9% de las acciones de la primera aseguradora mundial a la vez que concedía un préstamo por valor de 85.000 millones de dólares. El 25 de septiembre quebraba Washington Mutual, el mayor quebranto en la historia de la banca comercial de los Estados Unidos. La institución tenía activos por valor de 309.731 millones de dólares y 2.600 oficinas. El regulador financiero intervino la entidad que finalmente ha sido adquirida por JP Morgan Chase⁵¹.

3.3.2) Los factores que la detonaron.

La crisis financiera global ha cumplido dos desde su inicio en verano de 2007 y, lejos de estar resuelta, la gravedad de la misma hace que se la compare con la famosa crisis producida tras el crack bursátil del año 1929. Por eso es importante entender el desarrollo de las turbulencias que están afectando al conjunto de la economía mundial. Antes de explicar cómo es que se desarrolló la crisis, hay que recordar en qué consiste el instrumento financiero que fue detonador de la misma, las hipotecas *subprime* en Estados Unidos. Se trata de un crédito hipotecario concedido a clientes de baja solvencia y que en consecuencia presentan un mayor riesgo de impago que los clientes normales. La calificación de *subprime* se aplica cuando se conceden a personas con un historial de crédito problemático o que no aportan toda la documentación necesaria (por ejemplo, sobre sus fuentes de ingresos).

También se considera que la hipoteca es *subprime* si la cuantía de la misma representa un porcentaje muy alto del precio de la vivienda financiada (más del 85%) o el pago mensual alcanza más de un 55% de los ingresos disponibles. Al ser más arriesgadas, los clientes deben pagar un diferencial sobre el tipo de referencia entre un 2% y un 3% superior al de una hipoteca estándar o *prime*⁵².

⁴⁹ Banco De España, (2008). *Revista de Estabilidad Financiera*, No. 14, mayo.

⁵⁰ El financiero, 8 de septiembre 2008, *finanzas*.

⁵¹ Asociación Española de Banca, AEB (2008). *La crisis financiera: ¿dónde estamos?*. Encuentro Financiero 2008, *Nueva Economía*, mayo.

⁵² Boletín Económico De Ice (Información Comercial Española) N° 2954 Del 1 Al 15 De Diciembre De 2008.

La crisis *subprime* se considera que se inició en agosto de 2007, pero su origen se remonta a los años precedentes⁵³. Sin embargo, se pueden destacar cuatro factores principales. En primer lugar, la enorme burbuja especulativa de los activos inmobiliarios en Estados Unidos. El incremento del precio de la vivienda durante los años anteriores al estallido de la crisis fue espectacular. Hasta el punto de que las familias solían ampliar sus hipotecas para financiar gasto corriente como vacaciones o compra de automóviles. La garantía era el valor de la vivienda, siempre al alza.

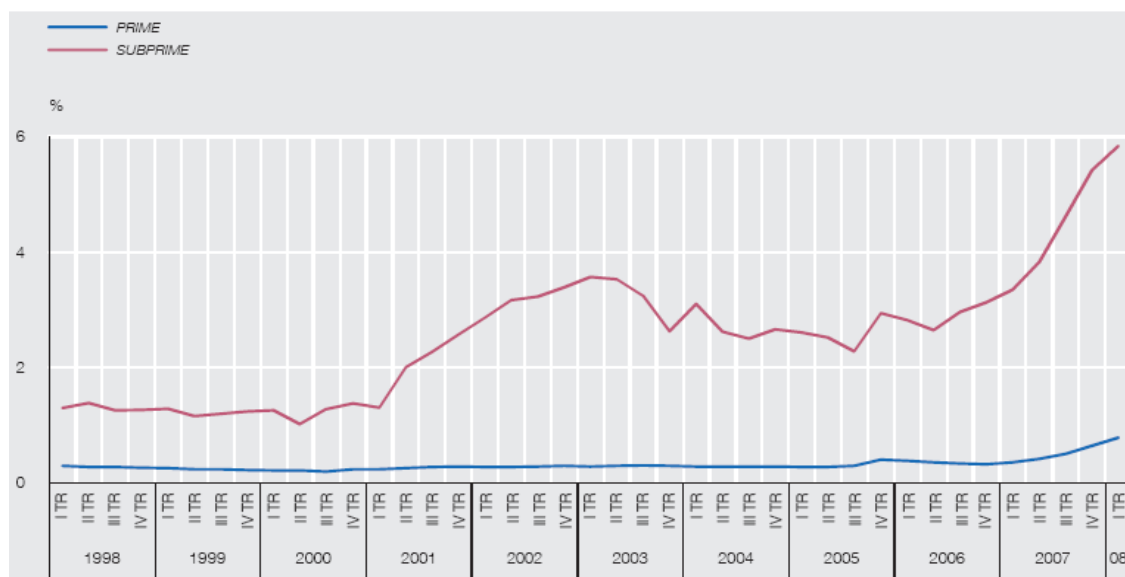
El segundo factor que propició la crisis fue la ausencia de regulación sobre las hipotecas *subprime* en los Estados Unidos. Ni el banco central ni ningún otro regulador habían diseñado una regulación mínima para evitar abusos en la concesión de este tipo de hipotecas. Una situación peligrosa, pues este segmento hipotecario conlleva un mayor riesgo, y ha acabado propiciando el proceso de contagio que hemos vivido⁵⁴.

El tercer elemento fue el mal diseño de los incentivos en la concesión de hipotecas *subprime*. Los comerciales de las instituciones de crédito tenían su salario vinculado al volumen que lograban colocar. El objetivo de estos agentes era vender el máximo número de hipotecas *subprime* y lo de menos era si el riesgo era asumible por parte del banco o caja. Es decir, sin valorar si la probabilidad de que el cliente pudiera devolver el préstamo era razonable. En le siguiente gráfico podemos observar que la morosidad hipotecaria en los Estados Unidos se incrementa de una forma paulatina a partir del año 2000, y en 2007 es donde tiene un alza considerable.

Gráfico 2: Evolución de la morosidad hipotecaria en los Estados Unidos (1998-2007).

⁵³ El 9 de agosto del 2007 se hizo la primera inyección de recursos, como consecuencia de la crisis hipotecaria.

⁵⁴ El 80% de estos activos tóxicos se encuentra en los bancos estadounidenses, según estimaciones del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por su sigla en inglés).



Fuente: Servicios de Estudios Económicos BBVA, 2008.

Y por último, como cuarto factor, tenemos que la titularización de estos créditos fue la vía por la que el virus tóxico de las *subprime* se dispersó por todo el mundo. Hay que precisar que la mayoría de las hipotecas de baja calidad fueron otorgadas por entidades financieras no tomadoras de depósitos. Con el fin de obtener financiación para dinamizar su actividad, dichas entidades se desprendían de estas hipotecas y las vendían a bancos comerciales o bancos de inversión. Éstos, a su vez, empaquetaban las hipotecas mezcladas en bloques y emitían bonos de titularización de deuda que utilizaban las hipotecas *subprime* originales como garantía o colateral. Y estos nuevos bonos fueron distribuidos a todo tipo de inversores institucionales –fondos de inversión, compañías de seguros, tesorerías de instituciones de crédito en una multitud de países.

3.3.2.1) Los Desequilibrios Macroeconómicos.

El modelo de base para comprender la sucesión de acontecimientos que condujo a la crisis es el de la teoría del sobreendeudamiento inspirado en la obra de Irving Fisher de 1933⁵⁵. Tradicionalmente, todo empieza con un choque de productividad que tiene una incidencia positiva sobre el crecimiento, que alimenta a su vez las expectativas de beneficios y se traduce en un aumento de las inversiones y por consiguiente, del crédito. No obstante, esta dinámica comporta varios mecanismos de estabilización. En efecto, la expansión del crédito se ve normalmente limitada por el alza de la inflación, que conduce a una restricción de la política monetaria y la subida de los tipos de interés. Además, los bancos se ven sujetos a unas limitaciones en su oferta de crédito debido a sus necesidades de fondos propios.

En el caso de la crisis de las *subprime*, el punto de partida parece ser el exceso de liquidez a escala mundial, principalmente debido a los importantes superávits comerciales y a la elevada tasa de ahorro de los países emergentes, China en particular, y los países exportadores de materias primas. Esta gran liquidez mundial consiguió buenas señales para mantener los niveles

⁵⁵ Fisher, Irving. "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", 1933, Econometrica.

de inflación, y así tener menos fluctuaciones en el PIB mundial y en sus componentes, lo que generó un fenómeno calificado de *gran moderación*. Ello fue igualmente acompañado de una mejora de la situación macroeconómica y una modernización de las estructuras financieras de los países emergentes. Por consiguiente, se daban todos los elementos necesarios para favorecer la confianza y como dice Hyman Minsky⁵⁶, se presenta *la paradoja de la tranquilidad*⁵⁷:

“Una característica fundamental de nuestra economía es que el sistema financiero oscila entre la robustez y la fragilidad, y esa oscilación es parte integrante del proceso que genera los ciclos económicos.”

Ello conllevó una disminución de la aversión al riesgo entre 2003 y 2006 y la abundante liquidez llevó a los agentes a buscar unos activos más arriesgados para sus inversiones, en búsqueda de rendimiento. Esto hizo bajar los rendimientos, o dicho de otro modo, las primas de riesgo.

A medida que pasó el tiempo, se asumieron más riesgos sin estar correctamente remunerados. Se estaban empezando a dar las condiciones para un giro brutal, pero los actores financieros se resistían a tenerlo en cuenta, apegándose a la idea de que los bancos centrales continuaban velando por la estabilidad del sistema. La bajada de la inflación y de su volatilidad junto con la reducción de las primas de riesgo hizo bajar los tipos de interés a largo plazo, a pesar de la restricción de la política monetaria estadounidense. La bajada de los tipos y de las primas de riesgo alentó un crédito abundante y barato.

Ello favoreció también las operaciones con un gran efecto de apalancamiento. Si bien el exceso de liquidez no tuvo un impacto sobre el precio de los bienes y servicios, sí lo tuvo sobre el precio de algunos activos, ya que las bolsas mundiales avanzaron, así como los precios inmobiliarios.

Esta apreciación favoreció la expansión de los créditos hipotecarios, ya que los préstamos estaban garantizados con el valor de los activos inmobiliarios (principio de acelerador financiero). La revalorización de los activos tuvo igualmente una incidencia sobre el consumo y se tradujo en un repunte del optimismo propicio para el crecimiento (efecto de riqueza)⁵⁸.

3.3.2.2) Las fallas Microeconómicas.

Tras el desplome de los valores bursátiles a partir del 2000, los intermediarios financieros tuvieron que encontrar otras inversiones para satisfacer a sus clientes que les ofrecieran una rentabilidad elevada. Cuando los mercados bursátiles están a medias, los inversores se suelen

⁵⁶ Mynsky, Hyman. *Hipótesis de la Inestabilidad Inherente*. 1974.

⁵⁷ Las crisis de sobreendeudamiento se incuban mientras todo va bien y los agentes económicos se benefician del crecimiento y de los bajos tipos de interés para endeudarse a veces más de lo que sería razonable. Pero cuando los tipos de interés empiezan a subir, en particular debido a la restricción monetaria, el endeudamiento que parecía sostenible en vista del nivel moderado de los tipos pasa a ser insoportable y se convierte en sobreendeudamiento.

⁵⁸ *La crisis Subprime*. Informe del CAE (Conseil d' Analyse Économique), No. 78, 2008.

dirigir hacia los mercados de renta fija (*flight to quality*). No obstante, debido a los desequilibrios macroeconómicos analizados más arriba, los tipos de interés eran muy bajos.

Para hacer frente a esta exigencia de rentabilidad, reforzada por la competencia de nuevos intermediarios financieros (*hedge funds* en particular), los bancos adoptaron dos tipos de estrategia: aumentaron su volumen de actividad relajando las condiciones de concesión de préstamos, e innovaron.

El comportamiento de los bancos en lo que se refiere a la concesión de préstamos es tradicionalmente procíclico. En el caso de la crisis de los créditos *subprime*, este efecto se produjo totalmente. En efecto, varios estudios empíricos demuestran que las instituciones financieras de los Estados Unidos fueron laxas en la concesión de préstamos a los hogares.

Normalmente, el aumento del volumen de créditos debería haber ido acompañado de un incremento de las necesidades de fondos propios de los bancos. Pero en los últimos años, este mecanismo estabilizador no se produjo totalmente. Las instituciones financieras se adaptaron muy bien a esta limitación innovando, particularmente elaborando nuevos vehículos de titularización⁵⁹.

3.3.3) La crisis subprime: paso a paso.

Dentro del contexto de una sociedad acostumbrada a endeudarse crecientemente, por una parte, y a generar burbujas de inversión por otra, es que comienza a gestarse la burbuja inmobiliaria entre el 2002 y el 2005. En esos tiempos la Reserva Federal había bajado las tasas para activar la economía, luego del impacto recesivo que generaron los temores a partir de los atentados del 11/09. Los bancos entonces podían endeudarse al 2 % anual, y prestaban al 8 % anual a quienes querían comprar o construir una casa. Era un gran negocio financiero por sí mismo, pero la voracidad de la banca no se conformaba con eso; para captar más y más clientes que sacaran su crédito hipotecario, relajaron las regulaciones y los controles y otorgaron créditos a personas de menor solvencia (hipotecas “*subprime*”)⁶⁰, y fue el auge del negocio inmobiliario, que hizo subir y subir el precio de las propiedades.

Pero a su vez, para poder prestar a cada vez más clientes, los bancos necesitaban captar fondos en el mercado, y entonces fue cuando comenzaron a ofrecer en garantía las mismas hipotecas que tenían en cartera de sus clientes. Hicieron eso una y otra vez, y las hipotecas pasaron a ser el

⁵⁹ *Op cit.*

⁶⁰ En Estados Unidos, el mercado hipotecario subprime – préstamos dirigidos a hogares con ingresos bajos- había estado creciendo a un ritmo vertiginoso desde principios de década. Estos préstamos, ofrecidos con tasas de interés inicial barato, operaban con la lógica de que los consumidores podrían refinanciar más adelante su propiedad en caso de encontrarse con problemas.

soporte de toda una compleja trama de instrumentos financieros de los que llegaron a participar también bancos europeos.

Millones de ahorristas, a través de bancos, fondos de inversión, y empresas que cotizan en bolsa, financiaron el crecimiento de la burbuja, la mayoría de las veces sin saber cual era la garantía final de su inversión. Todo esto con la anuencia de las prestigiosas calificadoras de riesgo que tanto se han ocupado de descalificar a las economías emergentes, y nunca previnieron a los ahorristas sobre el riesgo de estos irracionales instrumentos de crédito del primer mundo. Y todo fue un negocio próspero mientras las propiedades subían de valor y la rueda del endeudamiento y el pago de las cuotas seguía funcionando. Pero como toda burbuja un día estalló.

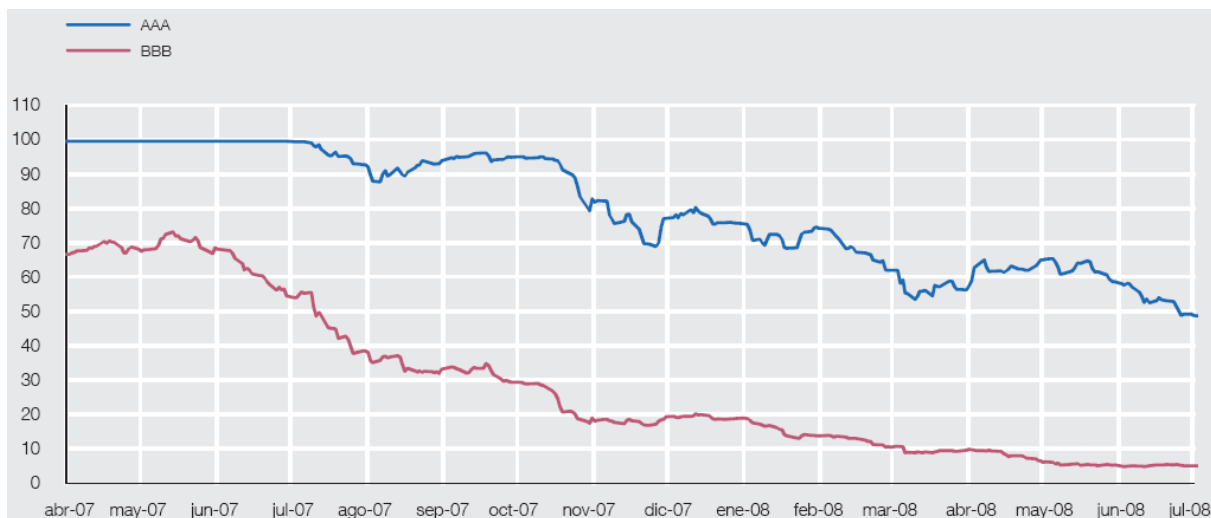
La Reserva Federal comenzó a aumentar las tasas hasta superar el 5 % para contener la inflación, y entonces los bancos también aumentaron las tasas de los créditos hipotecarios ya otorgados (que son a tasa variable). Mientras tanto muchos propietarios que no eran demasiado solventes, ya habían empezado a entrar en mora; pero al aumentar las tasas la mora se multiplicó y ya en el 2006 hubo 1.200.000 ejecuciones hipotecarias⁶¹.

El valor de las propiedades, que había llegado a niveles irracionales, comenzó a desinflarse, primero por una lógica de valores relativos, pero ese desinfe se aceleró cuando muchos propietarios pusieron en venta sus casas porque no podían pagar las cuotas de su hipoteca. Esta baja en las propiedades hizo que muchos propietarios tuvieran con el banco una deuda mucho mayor al valor de su casa, por lo cual también la pusieron en venta, con lo cual los valores siguieron bajando.

En el gráfico 3 se observa la tendencia negativa del valor de las hipotecas titularizadas con calificación AAA y BBB, este fenómeno se dio después de que las personas ya no pudieron pagar las respectivas hipotecas, repercutiendo en los mercados financieros.

Gráfico 3: Valor de las hipotecas titularizadas

⁶¹ Alejo González Enrique. Regulación, Política Monetaria y crisis financiera en los Estados Unidos. Boletín Económico de ICE No. 2954, Diciembre de 2008.



Fuente: Servicios de Estudios Económicos BBVA, 2008.

Muchos de los bancos vinculados al negocio inmobiliario no pudieron afrontar sus deudas porque se evaporaron sus activos, apalancados en hipotecas incobrables y devaluadas. Y en esa compleja trama financiera, el efecto dominó empezó a arrastrar a la quiebra a muchas entidades relacionadas de algún modo con estos instrumentos financieros apoyados en una frágil burbuja.

Los casos más resonantes fueron Freddie Mac, Fannie Mae, Bearns Stearns, y más recientemente Lehman Brothers y AIG, pero hubo un centenar de entidades afectadas en USA y algunas en Europa que tuvieron que ser apuntaladas; ya que las crisis de las hipotecas contaminó todo el sistema financiero y bursátil⁶².

Así mismo, la expansión del fenómeno subprime coincidió con una nueva ola de innovación en el mercado de titularización, diseñado para diversificar y consecuentemente reducir riesgos. Las corrientes de ingresos procedentes de la deuda de riesgo subprime se juntaron con otras formas de préstamos al consumidor como instrumentos comercializables en forma de bonos denominados asset-backed securities⁶³.

Éstos originaron a su vez derivados todavía más complejos, que fueron acaparados por bancos, compañías de seguros y fondos de pensiones. Mientras los intereses bancarios aumentaban y el precio de las casas bajaba, los incumplimientos en los préstamos subprime crecieron a niveles récord. Como el dinero dejó de fluir, innumerables cadenas de inversores en todo el mundo se vieron afectadas.

⁶² El financiero, 12 de septiembre de 2008, finanzas.

⁶³ Valores respaldados por activos, BBVA (2008). *Tiempos de incertidumbre*, Servicio de Estudios Económicos, marzo.

El pánico cundió al hacerse obvio que nadie conocía la fuente o el valor de su inversión y los bancos se volvieron reacios al préstamo. Un sistema diseñado para diversificar riesgo había servido de hecho para ocultar el alcance y la ubicación del mismo.

La crisis se extendió finalmente desde el sector financiero al empresarial e inmobiliario, con efectos devastadores para la vida de los ciudadanos en todo el continente. Los inversores comenzaron a sacar el dinero de los bancos y fondos de inversión por pánico y desconfianza, y con ello debilitaron aún más al sistema financiero internacional. Por su parte, los tenedores de bonos o acciones trataron de venderlos para hacerse de efectivo, o porque preveían una mayor depreciación de los mismos, y al hacerlo, más se depreciaron. Y al final, todos estos acontecimientos repercutieron en una recesión económica a nivel mundial, de la cual algunos analistas pronostican que terminará a finales del 2010.

3.3.4 Crisis de liquidez: El riesgo de un *credit crunch*.

Desde un principio se consideró que el núcleo de la crisis financiera que provocó la convulsión en los mercados financieros en agosto de 2007, radicó en la falta de liquidez del mercado. Entendiendo por falta de liquidez la dificultad para vender un activo a un precio razonable. Los mercados monetarios han sido de los más afectados por la pérdida de confianza de los inversores. Los bancos centrales se han visto forzados a intervenir en diversas ocasiones, proporcionando liquidez, para apoyar un funcionamiento razonable y flexible de estos mercados y, de alguna manera, la crisis financiera también ha acabado afectando a la política monetaria.

La realidad era que los grandes conglomerados financieros también estaban tocados por la crisis y de forma importante. Merrill Lynch y Citigroup estaban entre los más afectados a finales de año, con grandes pérdidas en sus balances. Northern Rock en Inglaterra había casi quebrado provocando el pánico entre sus clientes. El Banco de América (Bank of America), el primer banco americano por capitalización bursátil, el 12 de diciembre, anunció una revisión al alza de sus pérdidas ligadas a las hipotecas subprime.

El cuarto banco americano en cuanto a activos, Wachovia, en esas fechas hizo pública la duplicación del montante de sus provisiones para el cuarto trimestre de 2007, en vista de las dificultades en los mercados de crédito y de deuda, e incluso contemplaba la depreciación de sus activos en unos mil millones de dólares en el último trimestre del año.

En Alemania, los bancos regionales, uno de los pilares del sistema bancario alemán, estaban también afectados por la crisis⁶⁴. La crisis subprime afectaba al sistema financiero mundial, incluidos los pequeños y grandes establecimientos financieros que habían invertido en productos hipotecarios americanos.

⁶⁴ Revista de Economía Mundial, No. 18, 2008, 195-204.

La necesidad de controlar la crisis ante el temor a los efectos adversos sobre la economía real, llevó a que los bancos centrales realizaran una actuación concertada a finales de 2007, en donde estos lanzaron una operación concertada en los mercados de crédito. El objetivo fundamental era impedir que las pérdidas de los bancos e instituciones financieras les impulsaran a reducir los préstamos a los particulares y a las empresas y provocar una contracción del crédito con importantes consecuencias económicas.

Una restricción del crédito o *credit crunch* se consideraba que tendría consecuencias catastróficas sobre las inversiones y el consumo de las familias. La FED ha tenido que reducir el tipo de descuento y el objetivo para la tasa de los fondos federales, y el BCE (Banco Central Europeo) y el Banco de Inglaterra, que hasta el inicio de la crisis en agosto estaban a la expectativa de incrementar los tipos de interés, los mantuvieron sin variación alguna. El 5 de septiembre de 2007, los banqueros centrales en Europa intensificaron los esfuerzos para controlar las turbulencias en los mercados monetarios globales, en cuanto aparecieron evidencias de los efectos recesivos que sobre la economía americana podían producir al endurecer las condiciones de los préstamos.

3.4) Causas de la crisis Financiera

3.4.1) Corto y Largo plazo

3.4.1.1) Consecuencias a corto plazo

Una consecuencia inicial bastante inesperada de la crisis financiera fue que la liquidez desapareció del mercado interbancario, mientras que la liquidez macroeconómica global continuó aumentando muy rápidamente. El alza de la morosidad de los préstamos inmobiliarios, sobre todo en los Estados Unidos, junto con la crisis de liquidez afectaron fuertemente los resultados de los bancos. De hecho, la estimación de las pérdidas ha empeorado sin cesar desde el principio de la crisis. En abril de 2008, el FMI estimó que la crisis financiera costaría 565.000 millones de dólares a los bancos y hacia un billón de dólares a todo el sector financiero.⁶⁵

La crisis provocó igualmente una reducción enorme del apalancamiento. Ello se reflejó en primer lugar en una disminución de los productos estructurados. Los fondos de LBO⁶⁶ (*leveraged buy out*) también resultaron fuertemente afectados por la crisis. En cuanto a los *hedge funds* o fondos

⁶⁵ Las pérdidas suman hasta ahora 1.3 billones de dólares. El financiero, "A dos años de la crisis". 9 de agosto 2009.

⁶⁶ El LBO (Leveraged Buy Out) constituye un mecanismo que consiste en la adquisición de empresas usando para ello un monto de dinero prestado. Muchas veces, para obtener los fondos necesarios para la compra se utilizan créditos hipotecarios obtenidos en base a los activos de la propia empresa.

de inversión libre, que habían resistido bastante bien a la crisis en los primeros meses, la situación se complicó hasta el punto que varios de ellos tuvieron que suspender las solicitudes de reembolso de sus clientes o liquidar sus carteras⁶⁷. En general, los fondos de inversión libre se vieron afectados, como los demás, por el agotamiento de las fuentes de financiación y el deterioro de la situación de los mercados financieros. Evidentemente, la crisis también ha impactado negativamente al consumo y al empleo a nivel mundial.

3.4.1.2) Efectos a largo plazo.

Un primer efecto duradero de la crisis financiera debería ser un alza de los costos de financiación de la economía, por dos motivos: el aumento del costo de financiación de los bancos y el incremento de las primas de riesgo soportadas por las empresas y los hogares que se endeudan⁶⁸. También cabe esperar una disminución de las operaciones de titularización, cuya principal consecuencia será la necesidad de los bancos de tener más fondos propios, ya que deberán conservar una mayor fracción de créditos en sus balances.

La crisis financiera también ha hecho aparecer una exigencia de liquidez que debería tener numerosas consecuencias. En primer lugar, hará más difícil la financiación de las pequeñas y medianas empresas, ya que por definición los títulos de deuda o de capital emitidos por éstas son poco líquidos, es decir difíciles de negociar. A continuación, cambiará el papel de las finanzas.

Recientemente, la función del sector financiero ha sido sobre todo la transferencia de riesgos, principalmente a través de los mercados de derivados y la titularización. Si el volumen de titularización cae en el futuro, y si la necesidad que se refleja en los mercados financieros se convierte en una necesidad de liquidez, cabe prever que el sector financiero ya no se dedique a organizar la transferencia de riesgos, sino a facilitar el mantenimiento de la liquidez⁶⁹. Finalmente, el entorno parece incansablemente generador de burbujas. Los inversores siguen teniendo acceso a una abundante liquidez.

Además, no parecen haber renunciado, a pesar de las repetidas crisis, a buscar rendimientos elevados, lo que les empuja hacia el mimetismo. Ello concentra la liquidez en un pequeño número de activos haciendo aumentar exageradamente sus precios, lo que lleva a la aparición de nuevas burbujas.

⁶⁷ FMI (2008). *Informe sobre la estabilidad financiera mundial*, Julio.

⁶⁸ AEB (2008). *La crisis financiera: ¿dónde estamos?*, Encuentro Financiero 2008, *Nueva Economía*, mayo.

⁶⁹ González Cid, Manuel. *La crisis de Liquidez de 2007: hacia un nuevo modelo de industria financiera*. CEMFI 2008.

3.5) ¿Cómo evolucionará el sector financiero en términos de: liquidez, capital, gestión del riesgo y competencia?

El sistema financiero internacional no ha permanecido inalterable a las distintas variaciones que en los últimos años se han producido en el entorno macroeconómico acelerado por el deterioro cíclico de muchas economías, por lo que, en consecuencia, ha experimentado una serie de cambios estructurales y de diversa índole. En este sentido, el impacto de la crisis *subprime* en los mercados internacionales se podría interpretar como un punto de inflexión a partir del cual el modelo de negocio vigente requerirá de una revisión integral, lo que derivará en un nuevo cambio dentro del sistema financiero. Para saber en que sentido se puede dar este cambio, es necesario saber cómo será la evolución en los siguientes aspectos:

Liquidez

Antes de la crisis, aquellas entidades financieras que desearan obtener liquidez acudían directamente al mercado, que la proporcionaba casi sin límites y a un bajo costo. Sin embargo, en la actualidad, la disponibilidad de liquidez en los mercados se ha restringido considerablemente, convirtiéndose en un recurso escaso⁷⁰. Por lo tanto, las instituciones que precisen obtener fondos deberán volver a desarrollar una estrategia de captación de depósitos. No obstante, el incremento de la competitividad estrechará las condiciones, delimitando el acceso a la liquidez a los mejores créditos y obligando a soportar importantes costos.

Capital

En los últimos años, la gestión del capital ha estado muy marcada por las enormes posibilidades que ofrecía el mercado para captar capital. En este contexto, la evolución del dividendo ha estado caracterizada por un crecimiento vigoroso. El nuevo escenario, marcado por el inesperado consumo de capital generado por las pérdidas bancarias, plantea un entorno regulatorio más ajustado y un replanteamiento de la política de dividendos de determinadas entidades.

Gestión del riesgo

Hasta la fecha, el riesgo de crédito se transmitía con naturalidad al mercado, ya que la gestión del mismo se centraba en la originación. No obstante, se comienza a apreciar en los mercados financieros mayores requerimientos de crédito, acompañados de un seguimiento y control exhaustivo del riesgo en la originación. La gestión del riesgo de balance se ha convertido en una herramienta tan relevante que permitirá obtener ventajas competitivas claves a determinadas entidades.

⁷⁰ Sumándole a esto los 12 bancos que han quebrado, incluyendo 3 de los mayores bancos de inversión (Berra Stearn, Lehman Brother y Merrill Lynch).

Competencia

De un panorama financiero compuesto por un número elevado de competidores se evolucionará hacia un nuevo entorno, en el que la menor disponibilidad del balance dará lugar a un menor número de competidores, y en el que las instituciones de menor tamaño estarán sujetas a restricciones de liquidez y de capital. En este contexto, las instituciones de países emergentes adoptarán un mayor protagonismo en los mercados financieros internacionales.

En definitiva, en el sistema financiero se está produciendo un cambio que tal vez modifique la forma de obtener rendimientos en los mercados bursátiles, ya que el actual modelo presentó síntomas de agotamiento. El proceso de consolidación en el sector financiero es ya una realidad, tras los últimos movimientos observados en el mercado, consecuencia directa de la especulación generalizada y de una mala medición del riesgo, que está impactando en los diferentes mercados internacionales.

3.5.1) Acciones para mejorar el funcionamiento de los mercados financieros.

La economía mundial ha cambiado drásticamente desde septiembre de 2008. Lo que comenzó como una contracción del sector de la vivienda de los Estados Unidos se ha convertido ahora en una crisis mundial, que se extiende a las economías tanto ricas como pobres. Muchos creen que ésta puede pasar a la historia como la peor crisis desde la Gran Depresión de los años treinta. La onda expansiva motivada por la crisis de hipotecas subprime en Estados Unidos no ha cesado. A pesar de los intentos por reducirla, con dos años justos de vida, los bancos centrales más poderosos del planeta han inyectado liquidez al mercado que en conjunto suman ya 1.3 billones de dólares⁷¹. El 9 de agosto del 2007 se dio la primera inyección simultánea de liquidez, aunque no coordinada, de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) y del Banco Central Europeo (BCE).

Todas las medidas llevadas a cabo por los gobiernos y por los bancos centrales, no han sido suficientes para mitigar el efecto de la crisis financiera⁷². Por tal motivo, en este apartado menciono algunos aspectos que pueden mejorar la funcionalidad de los mercados financieros:

Poner énfasis en las técnicas de scoring

La adopción por los prestamistas hipotecarios de las técnicas de *scoring* y la reducción drástica de las garantías exigidas, fue un elemento para que las instituciones encargadas de ofrecer el crédito, lo hicieran de una manera desmesurada. Es importante señalar que los bancos realicen una mejor investigación crediticia, a las personas que se encuentren con problemas de solvencia.

⁷¹ El financiero, Op Cit..

⁷² La cámara de representantes en los Estados Unidos tuvo que aprobar la inyección de 700 mil millones de dólares, para adquirir la famosa “*deuda tóxica*”.

Funcionamiento de las agencias de calificación y la transparencia de la información

Exigir que las agencias de calificación sean transparentes en cuanto a sus modelos y metodologías. Imponer a dichas agencias la integración en sus evaluaciones del riesgo de liquidez y los riesgos operacionales junto con los riesgos de crédito. Ello puede traducirse en la asignación de una calificación complementaria a las ya existentes o en la utilización de una escala de calificaciones distinta cuando se trata de productos estructurados⁷³. Revisar la clasificación de los productos financieros que se ofrecen a los inversores, incorporando el riesgo de liquidez como criterio.

La tasa de interés

La crisis financiera que empezó en 2007 se ha caracterizado por una gran desconfianza mutua entre los bancos y las personas que solicitan crédito. Por lo tanto, si disminuyen la tasa de interés habrá menos clientes que no podrán pagar la hipoteca. De esta manera habrá más personas que se animarán a obtener un crédito, lo cual animará al mercado inmobiliario y se fomentará el consumo.

Gestión bancaria

Definir unas normas internacionales de liquidez. No obstante, antes de cualquier medida es indispensable refinar los conceptos y los modelos de gestión del riesgo de iliquidez. Este trabajo de análisis debería realizarse previamente a cualquier acuerdo internacional, y la tarea de organizar estos trabajos debería corresponder al Comité de Basilea.

⁷³ Por ejemplo: para los CDS (*Credit Default Swaps*), el Gobierno Federal y la FED se vieron en la necesidad de intervenir a la mayor aseguradora, debido a la imposibilidad de hacerle frente a 180 mil millones de dólares; ya que los CDS son los seguros que cubrían las posibles pérdidas de las hipotecas.

Mejorar el marco regulador

La crisis también ha puesto de manifiesto que la actual regulación no cubre por igual a todos los integrantes del mercado, dejando fuera, por ejemplo, a los bancos de inversión. La ausencia de un marco regulador similar al de los bancos comerciales es, en parte, el responsable de la toma excesiva de riesgos y del actual sufrimiento de este sector, que está viendo cuestionado su modelo de negocio⁷⁴.

Finalmente, para tener una recuperación económica y generar mejores expectativas a futuro, hay que tener en cuenta un elemento muy importante, el cual es crear confianza de nuevo en los mercados financieros ya que sin ésta, no se podrán dar las condiciones para que los mercados vuelvan a operar de una manera significativa, como lo hacían antes de la crisis. Sin embargo, si esto sucede se debe tomar en cuenta una mejor regulación en los mercados, vigilar de cerca a las calificadoras de riesgo, crear un nuevo marco regulador para así tener mejores operaciones en la banca y analizar las burbujas especulativas que pueden surgir en los diferentes movimientos que se hacen día a día en los mercados bursátiles. Aunque parezca difícil llevar a cabo estas medidas, será necesario que los gobiernos (por medio de las instituciones que conforman el sistema financiero de cada país) y los bancos centrales realicen al óptimo sus funciones para no caer de nuevo en una crisis de esta magnitud.

⁷⁴ BBVA. Informe mensual, *Regulación financiera: ¿Rumbo a Basilea III?* Octubre 2008.

Conclusiones

Un aspecto muy importante que hay que tener en cuenta, es que la globalización ha aportado ventajas significativas a lo largo de las últimas décadas. Los consumidores tienen una selección más amplia de bienes y servicios, los precios han bajado, la productividad ha aumentado y se ha sacado a millones de personas de la pobreza. Sin embargo, la globalización también entraña cuestiones como el cambio climático, el crecimiento desigual y la exposición generalizada a las crisis financieras. Así mismo, el aumento de la integración financiera global ha permitido flujos financieros sin precedentes. Las empresas cada vez más pueden acceder a capital de todo el mundo. Los inversores ya no están limitados a invertir en mercados internos.

Todo parecía que marchaba bien: la baja inflación, junto con flujos financieros sin precedentes, ayudó a contribuir a tipos de interés bajos en todo el mundo y empujaron a la baja los rendimientos de los activos tradicionales. Pero a medida que caían los rendimientos de una serie de activos, los bancos buscaron nuevas formas de aumentar sus rendimientos, y esta búsqueda provocó una *ola de innovación financiera*. Los reguladores de todo el mundo no habían tenido plenamente en cuenta dicha innovación. No se prestó la suficiente atención a los riesgos de liquidez, y por lo tanto, el aumento de operaciones entre bancos dejó al sistema excesivamente apalancado, más interdependiente y, por consiguiente, menos resistente a los choques. Estos riesgos sistémicos tienen implicaciones significativas, y demuestran la necesidad de una mayor coordinación internacional

Es por eso que la crisis financiera que empezó en 2007 sorprendió a todo el mundo. Poco antes del verano, muchos preveían un aumento de la morosidad de los préstamos hipotecarios de alto riesgo, los famosos préstamos subprime. Pero nadie imaginaba que ello podría desembocar en una crisis financiera comparable para algunos a la de 1929. Sin embargo, toda esta agitación financiera eleva la incertidumbre, lo que adiciona más riesgo a los mercados financieros que esta vez no se atreverán a tomar; Por otro lado ya los mercados están elevando los índices de riesgo país para aquellas economías altamente ligadas al exterior, lo que los pone en aprietos para colocar deuda y poder financiarse. Es así que los países en desarrollo se encuentran ahora en una situación mucho más vulnerable debido a la disminución de los flujos de capital, los cuantiosos retiros de capital que han producido pérdidas en los mercados accionarios, y las altas tasas de interés.

Otro aspecto importante a destacar es la actuación de las agencias calificadoras de valores, ya que aquí se descubre la importancia del análisis del riesgo, puesto que estas buenas prácticas no sólo protegen a quien otorga un crédito, sino que también ayuda a quien lo solicita. Esto es así ya que le hace conocer qué tan alto puede ser su endeudamiento dadas sus condiciones y las condiciones del mercado en el que está solicitando su crédito. También le muestran cuáles podrían ser los escenarios futuros, tanto los optimistas como los pesimistas. Es por eso que se pone en entredicho la credibilidad de las calificadoras de riesgo, y por lo tanto los comités de crédito y reguladores bancarios de cualquier parte del mundo ya no confiarán ciegamente en estos sistemas de calificación. Por lo tanto, se requiere aplicar mejores prácticas financieras, ya que las instituciones crediticias tienen la obligación de consultar la información crediticia en los burós de crédito y mantener la prueba de la consulta de expedientes actualizada. Deben calificar la cartera y contar con reservas preventivas.

La falta de liquidez y la incertidumbre sobre la reacción de las instituciones financieras, a través del endurecimiento de las condiciones de crédito, con perjudiciales efectos sobre la economía real y un *credit crunch*, llevó a una intervención repetida desde agosto de los bancos centrales para inyectar liquidez al sistema, lo que ayudó a tranquilizar las turbulencias que se vivían en los todos los mercados. Pero esto no fue suficiente para evitar daños al sistema financiero mundial, incluidas las pequeñas y grandes empresas financieras que habían invertido en productos hipotecarios americanos.

Ante tal escenario, queda claro que es necesaria una nueva estructura financiera que sea menos propensa a las crisis y que produzca una eficiente provisión de servicios financieros y crediticios y asegure un crecimiento económico más estable a largo plazo. También es necesaria una mejor regulación financiera que extreme las medidas precautorias y disminuya el riesgo moral asociado con la actividad de la Reserva Federal. Los bancos centrales y la Reserva Federal no pueden limitarse a un objetivo único; tienen que interactuar con los gobiernos, ya que la independencia completa no resulta significativa a la hora de abordar las crisis económicas y financieras. No puede haber una separación entre el sector real y financiero, las finanzas deben sostenerse en un funcionamiento apropiado de la economía real, y viceversa.

Bibliografía

- ⇒ Aglietta, Michel. *La globalización financiera. Finanzas, inversión y crecimiento*. Edición N° 59. Mayo-Agosto 2000.
- ⇒ Alejo González Enrique. *Regulación, Política Monetaria y crisis financiera en los Estados Unidos*. Boletín Económico de ICE (Información Comercial Española) No. 2954, Diciembre de 2008.
- ⇒ AMIB, *Manual del Mercado de Títulos de Deuda*, México, 1999.
- ⇒ Arnaud Zacharie. *Los mercados financieros*. México, 2002.
- ⇒ Arroyo Blanca, Manuel. *Warrants: un apunte sobre su eficiencia y el comportamiento de los inversores Perspectivas a la globalización (2007)*. Dykinson, 2007.
- ⇒ Ashworth, William. *Breve Historia De La Economía Internacional: Desde 1850*.
- ⇒ Asociación Española de Banca, AEB (2008). *La crisis financiera: ¿dónde estamos?*, Encuentro Financiero 2008, Nueva Economía, mayo.
- ⇒ Banco De España. *Revista de Estabilidad Financiera*, No. 13, noviembre 2007.
- ⇒ Banco De España. *Revista de Estabilidad Financiera*, No. 14, mayo 2008.
- ⇒ Bank of International Settlements: *Recent Innovations in International Banking*. BIS Quarterly Review, septiembre 2008.
- ⇒ BBVA. Informe mensual, *Regulación financiera: ¿Rumbo a Basilea III?* Octubre 2008.
- ⇒ Díaz Mata, Alfredo, *Invierta en la Bolsa*, México, Edit. Grupo Editorial Iberoamericana, 1998
- ⇒ Díaz, Carmen. *Futuros y Opciones Sobre Futuros Financieros*. Editorial Prentice Hall. México, 1998.
- ⇒ Dirección Corporativa de Análisis y Estrategias de Mercados, *Dirección General de Tesorería y Mercados*, BBVA-Bancomer, 2008.
- ⇒ Eduardo Laguna, Director de AIS México. *Informe sobre la crisis subprime*, 2008.
- ⇒ Edwards, Warren. *Instrumentos financieros fundamentales*. Madrid, Pearson educación, 2001.
- ⇒ El financiero, "A dos años de la crisis subprime", 9 de agosto 2009.

- ⇒ El financiero, 8 y 12 de septiembre de 2008, finanzas.
- ⇒ Emilio Ontiveros, Angel Berges y Daniel Monzano. *"Mercados Financieros Internacionales"*. Editorial Espasa Calpe, España 1998.
- ⇒ Fisher, Irving. *"The Debt-Deflation Theory of Great Depressions"*. 1933, Econométrica.
- ⇒ FMI, *Perspectivas de la economía mundial, La globalización, oportunidades y desafíos*, Mayo, Washington DC. 1997.
- ⇒ FMI, *Informe sobre la estabilidad financiera mundial*, Julio (2008).
- ⇒ Fragoso, J.C. *"Análisis y Administración de Riesgos Financieros"*. Universidad Veracruzana, Capítulo 13: Mercado de Derivados, 2002.
- ⇒ García Méndez José Ramón. *Política económica y deuda externa en América Latina*. Ed. Instituto de estudios políticos para América Latina y África, 1989.
- ⇒ González Cid Manuel. (Director Financiero del BBVA). *"La crisis de liquidez de 2007: hacia un nuevo modelo de industria financiera"*. Ponencia presentada en febrero de 2008 en el Centro de Estudios Monetarios y Financieros de España.
- ⇒ Hull, John. *Introducción a los Mercados de Futuros y Opciones*. Editorial Prentice Hall, España, 1996.
- ⇒ Jeffrey D. Sachs y Felipe Larraín B. *"Macroeconomía en la economía global"*. Prentice Hall Hispanoamericana, S.A. México, D.F. 1994.
- ⇒ Kenwood, A. *Historia Del Desarrollo Económico Internacional Desde 1820 Hasta Nuestros Días*. 1995. México.
- ⇒ Krugman Paul y Obstfeld Maurice. *"Economía internacional, teoría y política"*. McGraw Hill. Tercera Edición. Madrid España. pp. 639-642. 1995.
- ⇒ Lamothe Fernández, P. *Opciones financieras y productos estructurados*. Madrid, McGraw-Hill, 2003.
- ⇒ Ley del Mercado de Valores, México, Editorial Porrúa, 1998.
- ⇒ Maddison Angus. *"La economía mundial en el siglo XX. Rendimiento y política en Asia, América Latina, la URSS y los países de la OCDE"*. FCE/Económica Contemporánea. pp. 37-48, 1992.

- ⇒ Mansell Carsten, Catherine, *Las Nuevas Finanzas en México*, México, Edit. ITAM-IMEF, 1994.
- ⇒ Martínez Coll, Juan Carlos. "*Organismos Económicos Internacionales*" en *La Economía de Mercado, virtudes e inconvenientes*. Eumed-net, 2007.
- ⇒ Merton, Robert, *Finanzas*, México, Edit. Prentice-Hall, 1999.
- ⇒ Mondragón Díaz, Manuel. *Invierta con éxito en la bolsa y otros mercados financieros. Curso práctico*. México 2004.
- ⇒ Mynsky, Hyman. *Hipótesis de la Inestabilidad Inherente*. 1974.
- ⇒ Piscitelli, Alejandro: "*La generación Nasdaq*". Ediciones Granica. Buenos Aires, 2001.
- ⇒ Ran, Luis. *Nuevos instrumentos financieros*, ESIC Editorial, Madrid 1995
- ⇒ Resumen del informe del CAE (*Conseil d'Analyse Économique*) No. 78, 2008.
- ⇒ *Revista de Economía Mundial*, No. 18, 2008, 195-204.
- ⇒ Rodríguez, de Castro J. *Introducción al Análisis de Productos Financieros derivados*. 2ª Edición, Editorial Limusa, México 1997.
- ⇒ Ross, Stephen, *Finanzas Corporativas*, México, Séptima edición. McGraw-Hill, 2005.
- ⇒ Sánchez Fernández de Valderrama, José Luís. *Curso de bolsa y mercados financieros*. Editorial Ariel.
- ⇒ Servicio de Estudios Económicos, *Tiempos de incertidumbre*, Valores respaldados por activos, BBVA; marzo (2008).
- ⇒ Soros, George. *Al nuevo paradigma de los mercados financieros. Para entender la crisis económica actual*. Santillana ediciones, México 2008.
- ⇒ World Bank. *The Benefits of Financial Integration*. En "*Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration*". A World Bank Policy Research Report. Published for the World Bank Oxford University Press. p 157, 1997.

Páginas Web consultadas:

- . www.ocde.org.
- . www.world-exchange/statistics.com, World Federation of Exchange, annual report and statistics, 2004.
- . www.bmv.com.mx
- . www.finance.yahoo.com
- . www.cnbv.gob.mx
- . www.imf.org/external/spanish/index.htm
- . www.bancomundial.org
- . www.federalreserve.gov
- . www.bis.org
- . www.bbva.com
- . www.bde.es/webbde/es/