

LOS EFECTOS DE LA UTILIZACIÓN DE DERIVADOS FINANCIEROS EN EL ACTUAL CONTEXTO DE DESREGULARIZACIÓN

Isabel Cristina Arce Campo
isabelita777@gmail.com

MODULO III

**MASTER EN COMERCIO Y FINANZAS
INTERNACIONALES**

UNIVERSIDAD DE BARCELONA

2012



TABLA DE CONTENIDO

	Pág.
Introducción	3
1. Antecedentes	4
2. Origen y evolución de la Actual Crisis	9
3. El Papel del Sistema Financiero	11
4. La Regulación del Sistema Financiero	15
5. La Reforma de la actual Regulación Financiera	22
6. Los Derivados Financieros	26
6.1 Definición y clasificación	26
6.2 Historia y evolución de los Derivados	35
6.3 Participantes en Operaciones con Derivados	36
6.4 Productos Financieros Estructurados	38
7. La implicación de las Agencias Calificadoras de Riesgo y de los principales Bancos.	42
8. Las consecuencias de la Actual Crisis.	53
9. Cuadro comparativo entre la Crisis de América Latina, la Crisis Asiática y la Actual Crisis de Deuda en PIGS.	60
10. Conclusión	63
11. Bibliografía	66

INTRODUCCIÓN

En la actualidad, la economía mundial ha entrado en una profunda recesión que está creando una intensa contracción del comercio y de la economía con impactos muy negativos... sin embargo no podemos olvidar que este panorama es producto de los hechos del pasado, en donde nos vemos encadenados por la famosa frase de “El que no conoce la historia, está condenado a repetirla”.

Por lo tanto, es importante analizar por medio de este proyecto los diferentes eventos que han hecho historia durante la última década, en donde se puede evidenciar que el escenario de una crisis u otra, es el mismo o simplemente semejante pero con actores diferentes, donde una vez más, vemos cómo la historia se repite como círculo vicioso que va de generación en generación, destacándose en primera instancia que en las finanzas es mayor la ambición que la memoria histórica.

Es indiscutible que la crisis económica desencadenada el verano del 2007 en Estados Unidos ha influido sobre la economía de los distintos países, en los dos últimos años, acabando de esta forma con el ciclo de elevado crecimiento que caracterizó al sexenio 2003-2008. Y es que la actual situación resulta básicamente por la coincidencia de unos reducidos tipos de interés en los primeros años de este siglo, el movimiento desregulatorio que comenzó en la década de 1970 y la globalización, que junto a las TIC's, permitieron que los flujos financieros crecieran de forma sustancial, incrementándose en todos los países del mundo, hasta 6 veces más que el comercio internacional.

Por consiguiente, con el presente proyecto se busca además afirmar que lo único nuevo y diferente de la actual crisis es el rápido contagio financiero entre los mercados, que gracias a la interrelación de los segmentos del mercado acabó en contagio mundial y tensiones financieras, situación

claramente permisible por la innovación financiera, especialmente en lo referente al diseño de productos financieros más sofisticados que pudieran ofrecer soluciones a las cada vez más complejas necesidades de cobertura de riesgo de los inversores y más concretamente de los banqueros.

Es por lo anterior, que se espera que este documento sirva para esclarecer el verdadero origen, los grandes beneficiados y sobre todo las víctimas que en este sentido, los derivados financieros bajo el supuesto de ser unos instrumentos para cubrir el riesgo, han ocasionado durante los últimos años una asimetría o discrepancia – reflejada en una amplia brecha de desigualdad entre ricos y pobres, en donde, pese a las diversas crisis los ricos son más ricos y los pobres más pobres.

Finalmente se intenta ejemplificar que todas las crisis financieras terminan en últimas por convertirse en una crisis de deuda, y la actual no es la excepción, máxime que se evidencia una clara debilidad de la política económica sobre la política financiera, en la cual aún no se logra una decisión fuerte de política, frente a la fuerza y desregulación del sistema financiero, aspecto que ha quedado claramente expuesto durante el desarrollo de la crisis y que se espera como parte de la política macroeconómica, reformar solo hasta el año 2012 para lograr una mayor transparencia en productos tóxicos que dieron origen a la crisis actual.

1. ANTECEDENTES

Para muchos, el término de Derivados Financieros, hoy por hoy se maneja como si fuera algo novedoso, nunca antes visto, convertido en un concepto común de múltiples noticias acerca de la actual crisis. Pero la verdad es que a través de los años se han vivido diversas crisis, en las que el mundo financiero se ha desbocado hasta quebrantar bancos que presumían de su fortaleza y de sus extraordinarios beneficios; realmente, observar índices

elevados de desempleo y estadísticas que reflejan economías en declive, son aspectos muy antiguos.

Todas las economías sufren desgastes con más o menos frecuencia, pero siempre permaneciendo el mundo financiero como actor influyente del desencadenamiento, en el que a través de los años su papel se ha ido acrecentando gracias a la desregularización del sector financiero iniciado entre los años 70 y 80, en especial bajo el mandato del Presidente Ronald Reagan en EEUU y a los avances tecnológicos, que han permitido la creación de innovadores instrumentos financieros.

Por consiguiente, se resaltan los siguientes sucesos históricos que demuestran que esta crisis no es un caso aislado; que en todas ellas, la acumulación de dinero en manos de unos pocos y el aumento de las actividades especulativas en los mercados financieros, representan un panorama normal.

🚩 **1997: La crisis asiática** se inició en el mes de Julio, cuando países como Tailandia, Malasia, Indonesia y Filipinas protagonizaron una cadena de depreciaciones de su tipo de cambio y de caída de sus mercados bursátiles. De tal modo que sus efectos en el comercio mundial fueron la contracción de sus importaciones y la expansión de sus exportaciones ya que, al devaluarse las monedas asiáticas, sus productos se abarataron y se volvieron más competitivos frente a los de otros países, inundando de esta forma todo el mercado internacional.

🚩 **1998: La recesión del Japón** fue producto del alza impresionante de los precios de las acciones y del valor del terreno durante la segunda mitad de los años 80, que a principios de la década de los años 90 cayeron sustancialmente generando una presión deflacionaria en la economía japonesa; es decir, que con el valor de estas acciones y del terreno en baja, su riqueza y activos se esfumaron, además de las deudas incobrables para las instituciones del sistema financiero japonés, que es una de las razones

de los males que afligen a la economía japonesa. Por lo tanto, la economía japonesa al no reactivar su consumo interno reactivó sus exportaciones al resto del mundo y contrajo sus importaciones desde el exterior, afectando de manera drástica al comercio internacional, al ser más competitivo con sus productos baratos (debido a la devaluación de su moneda) en comparación con los países asiáticos, especialmente con los productos de Corea del Sur, retrasando de esta forma la recuperación de estos países asiáticos que tenían que aumentar sus exportaciones para poder recuperarse de su postración económica.

🚩 **2000: Superación de la crisis asiática y recuperación de la economía y el comercio mundial**, con tasas de crecimiento del 12% volumen del comercio mundial y del 4% del PIB mundial aproximadamente.

🚩 **2001: Desaceleración de la economía mundial**, en la cual se destaca que el PIB mundial solo creció un 1,5%.

Burbuja Tecnológica o la Crisis de las punto com denominada de esta forma, por su corriente especulativa entre 1997 y 2001, en la que a partir del desarrollo de las tecnologías informáticas y de telecomunicaciones, los mercados financieros se fueron globalizando, de manera que pasaron a formar un mercado global e interdependiente, operado por redes informáticas en tiempo real. Por lo tanto, la aparición de los capitalistas de riesgo, llevó a la cotización de los valores bursátiles de empresas tecnológicas a niveles muy altos, debido específicamente a las expectativas; es decir, los capitalistas de riesgo apostaban a que el crecimiento y el éxito de las empresas de la nueva economía se vería rápidamente recompensado por subidas en las cotizaciones de sus títulos en el mercado bursátil.

Los ataques del 11 de septiembre en EEUU, tuvieron un impacto significativo en el mercado estadounidense y mundial. Sin embargo, se debe destacar que la actividad económica ya había mostrado señales de

agotamiento antes de los atentados, con la pérdida de más de un millón de empleos en el sector industrial. Los ataques agravaron aún más la situación al reducirse fuertemente el consumo de la población y la demanda en el sector aéreo, debido sobre todo al temor y a las medidas de seguridad en los aeropuertos.

Además, en el sector financiero se produjo el mayor paro de actividades desde la Gran depresión por su cierre desde el 11 al 17 de septiembre, cuando se registraron caídas exorbitantes en los índices bursátiles.

🚩 **2003-2006: Crecimiento elevado de las potencias emergentes, países BRIC (Brasil, Rusia, India y China),** que han tenido una clara tendencia alcista del comercio internacional y del PIB mundial, cuyo aumento de los ingresos por exportación ha incrementado la participación de estos países en el comercio. Estos países vienen produciendo un ascenso considerable de la demanda de productos básicos, entre ellos, alimentos, petróleo y minerales. Este fenómeno, combinado con otras razones, genera aumentos desmedidos de los precios de estos productos, creando problemas económicos y sociales graves en los países importadores y favoreciendo, por el contrario, a los países productores.

🚩 **2007-2008: Estallido de la burbuja financiera y extensión de la crisis al resto del mundo.** La crisis financiera comenzó a partir del verano del 2007 en el mercado hipotecario de alto riesgo (*subprime*) de los Estados Unidos y se propagó con rapidez, infectando todo el sistema financiero estadounidense y, de manera casi simultánea, los mercados financieros de otros países desarrollados, debido a que el riesgo de las *subprime* fue transferido a los bonos de deuda y las titulizaciones, y de ahí a fondos de pensiones y de inversión por las entidades bancarias que obtenían liquidez mediante la técnica de retirar de sus activos el dinero prestado por la vía de "colocar cedulas hipotecarias u otras obligaciones respaldadas por paquetes de activos corporativos e hipotecarios".

Por ende, la contracción del crédito que se produjo por el hundimiento de importantes instituciones financieras, afectó de forma drástica la actividad de la economía real, lo que aceleró la caída de la demanda privada.

🚩 **2009: Recesión económica Mundial (Crisis del Modelo Neoliberal)**, al analizar la actual crisis o recesión económica en el mundo, se evidencia el agotamiento del modelo neoliberal, el cual se sustenta en la progresiva reducción del Estado y su no intervención ni control en la economía.

Por lo que es importante reflexionar cómo, a partir de los años ochenta, el gran capital mundial centra su estrategia de crecimiento en el sector financiero; es decir, en el capital especulativo, ya que genera alta rentabilidad en muy corto tiempo con un riesgo reducido, lo cual es extraordinariamente adecuado a la racionalidad del capitalismo; en el cual, el uso especulativo del gran capital transnacional mediante las transferencias electrónicas circula por todo el mundo con la ausencia cada vez mayor de mecanismos regulatorios que permitan su control, pero que en momentos de inestabilidad o crisis siempre es el Estado quien debe intervenir en última instancia a rescatar el sistema económico.

En definitiva, la utilización de los instrumentos derivados ha ido creciendo y penetrando profundamente los mercados financieros durante los últimos años, desarrollándose de tal manera que las operaciones han tenido un gran impacto en la gestación de las crisis, por ser operaciones cada vez más complejas y opacas, asistidas por las innovaciones tecnológicas.

2. ORIGEN Y EVOLUCION DE LA ACTUAL CRISIS

Después de la crisis económica a principios de la década del 2000, la Reserva Federal de Estados Unidos (FED), aplicando una relajación monetaria, redujo el tipo de interés hasta niveles históricos pasando de 6,5%

a un mínimo histórico de 1,0% desde el mes de mayo del 2000 hasta diciembre de 2001, con el propósito de reactivar la economía.

Pero esa decisión tuvo como consecuencia la creación de una burbuja inmobiliaria que, teniendo como motor a la especulación, empujó los precios de las viviendas al alza de forma descontrolada y constante. Por ende, el endeudamiento no sólo era barato, a causa de los bajos tipos de interés, sino que también sirvió para especular en un mercado en alza y así obtener unos cuantiosos beneficios. Este escenario permitió que la demanda de préstamos se incrementara notablemente.

Efectivamente, entre 1997 y 2006, los precios de las viviendas en Estados Unidos se incrementaron un 124%. El endeudamiento familiar también había aumentado notablemente, y durante 2007 se incrementó hasta un 130%. Aproximadamente, un 40% de las viviendas compradas no fueron destinadas a viviendas para residencia primaria, sino que se compraban como segunda vivienda o para especular con ellas en el mercado inmobiliario.

Los bancos multiplicaron su oferta de préstamos hipotecarios, movidos por el aumento de la demanda y por el efecto que tenía la titulización sobre la capacidad prestamista de las entidades. Llegaron hasta el punto en que concedieron préstamos de modo muy arriesgado a familias que no podrían pagarlos si cambiaba a peor su situación económica. Fomentaron así las llamadas hipotecas subprime, que tenían mucho más riesgo de impago, porque se concedían a personas con pocos recursos económicos. Las subprime se encuentran jerarquizadas en el último escalafón de calidad entre las hipotecas de Estados Unidos, por debajo de las “prime”, las “jumbo” y las “nearprime” (también conocidas como “Alt-A”), en ese orden.

Para compensar el alto riesgo que conllevaban dichos préstamos, los bancos impusieron tipos de interés más altos a los prestatarios, de modo que las amortizaciones mensuales que tenían que soportar éstos eran mucho más duras de lo normal. Pero además había trampa, debido a que

quienes acudían a solicitar los préstamos no eran conscientes de lo que realmente firmaban, puesto que los mecanismos ideados por los bancos para pagar los préstamos eran especialmente complejos y escondían engaños muy maquinados.

Por ejemplo: Cuando la Oficina de Responsabilidad del Gobierno de Estados Unidos ("US Government Accountability Office"), que es el organismo oficial que audita, evalúa e investiga para el Congreso, mostró su preocupación con respecto a la falta de información de los prestatarios a la hora de enfrentarse a préstamos complejos. Esta oficina responsabilizaba directamente a la publicidad engañosa de los bancos e intermediarios y a la utilización de la letra pequeña.

Por consiguiente, los bancos forzaban a muchos prestatarios a contratar préstamos hipotecarios subprime a pesar de que, a causa de las características económicas de los prestatarios, aspiraban a contratar hipotecas de mejor calidad. Al menos un 61% de los prestatarios que tenían contratadas hipotecas subprime en realidad disponían de recursos propios suficientes para haber suscrito préstamos en mejores condiciones y, en consecuencia, estar soportando un menor tipo de interés

La titulización de las hipotecas subprime ha sido cada vez más habitual. En el año 2001 se titulizaban el 46% de dichas hipotecas, mientras que en el año 2006 esta cifra, ya alcanzaba un 75%. Los préstamos Alt-A, siguientes en la escala de riesgo y también fuertemente implicados en la crisis, eran titulizados en un 91% de los casos. En total, a lo largo del año 2006 se titulizaron hipotecas subprime y Alt-A por valor de 814.300 millones de dólares, y en total (sumando también hipotecas jumbo y prime) se titulizaron hipotecas por valor de 1.938.000 millones de dólares. Precisamente, porque los bancos sabían que una vez suscritos podrían vender esos préstamos hipotecarios en el mercado financiero, traspasando de esta forma el riesgo a las entidades compradoras, no se preocuparon lo suficiente por las consecuencias de posibles impagos.

Además, la mayoría de las hipotecas eran suscritas a través de los brokers, o comisionistas, quienes únicamente estaban preocupados en la cantidad y no en la calidad.

3. EL PAPEL DEL SISTEMA FINANCIERO

Es fundamental para todas las instituciones que conforman el sistema financiero, lograr tanto la estabilidad monetaria como la financiera y proporcionar una seguridad máxima en los sistemas de pago; es decir, que su intervención es primordial para la evolución general de una economía, porque canaliza el ahorro desde las unidades económicas con superávit hacia aquellas unidades que tienen déficit.

Por consiguiente, tras el Crack Bursátil de 1929 y la Gran Depresión, desde el sistema financiero se fraguaron una serie de disposiciones encaminadas a prevenir futuras crisis; como resultado de estas disposiciones, Estados Unidos tuvo un período de cuarenta años sin crisis financieras. Entre ellas cabe mencionar la Ley Glass-Steagal, que prohibía a los bancos de depósitos el participar en las actividades de los bancos de inversión, separando de este modo sus actividades. Por lo tanto, en aquella época, coexistieron ambos tipos de entidades, cada una con su propia finalidad.

- **Bancos de Depósitos:** Entidades en las que la gente ingresaba su dinero y a las que pedía sus créditos, hipotecas, etc.
- **Bancos de Inversión:** Entidades que se dedicaban a la compraventa de acciones y bonos con el dinero de sus socios integrantes.

Sin embargo, en 1981 cuando fue nombrado Secretario del Tesoro el señor Donald Reagan, se inició una tendencia a la desregulación de los mercados financieros, generándose de este modo, a finales de los años 90 una consolidación contundente del sector financiero, en varias firmas enormes,

cada una tan grande que su quiebra podía amenazar al sistema, gracias en gran parte a la interposición del poder de Wall Street, con la utilización de cabildos y mucho dinero fue capturando paso a paso el sistema político, por lo que se conoce que entre el periodo comprendido de 1998 y 2008, la industria financiera gastó cinco mil millones de dólares en contribuciones políticas, en busca de la desregulación, ocasionando finalmente la pérdida de confianza desde el estallido de la crisis financiera de las subprime en Estados Unidos a mediados del año 2007.

Una muestra de ello ha sido la derogación de la Ley Glass-Steagall el 12 de noviembre de 1999 por el Financial Services Modernization Act, conocida como Ley Gramm-Leach-Bliley Act, o más bien Ley de alivio, que abría la puerta para futuras fusiones. Asimismo, en diciembre del 2000, el Congreso de los Estados Unidos aprobó la Ley de Modernización de Futuros, ley que prohibía la regulación de derivados financieros.

Por lo tanto, desde el sistema financiero podemos resaltar la influencia de determinadas personas que forjaron desde los años 90 la desregulación de los derivados financieros, a sabiendas del impacto negativo a largo plazo; entre ellas tenemos:

ALAN GREENSPAN, el cual fue nombrado por el presidente Reagan en los años 90, como jefe del Banco Central de EEUU (FED); conservó su nombramiento durante muchos años, incluso bajo el mandato de Clinton y George W. Bush. Siempre se negó a la regulación del mercado de derivados; incluso en 1998 Alan Greenspan dijo ante el Congreso de Los Estados Unidos: *“La regulación de transacciones de derivados, que son negociadas en privado por profesionales, es innecesaria”*.

Y años más tarde, durante la gestación de la crisis, también respaldó la opinión del economista titulado en Harvard Larry Summers ante el Congreso nuevamente, en cuanto a la Ley de Modernización de Futuros, aprobada en el año 2000, en la que se prohibía la regulación de derivados, dándose de

esta manera la explosión abusiva de la utilización de los derivados y de la innovación financiera a partir del año 2000.

Igualmente, Greenspan afirmó ante el Senado de Estados Unidos en 2003 que: *"lo que hemos visto a lo largo de los años en el mercado es que los derivados han sido un vehículo extraordinariamente útil para transferir el riesgo de las personas que no deberían asumirlo a aquellas que están dispuestas y son capaces de hacerlo"*.

Asimismo, el señor **Robert Rubin**, el cual fue Secretario de Tesorería durante el periodo presidencial de Clinton; junto a Alan Greenspan en 1998, facilitó la fusión de Citicorp y Travelers, actualmente conocida como Citigroup la compañía más grande del mundo, pero que de forma irregular se violó la Ley Glass-Steagall, cooperando de esta manera con la formación y concentración del sistema financiero en grandes conglomerados de poder influyente.

No obstante, en 1998 la presidenta de la Comisión de Bolsa de Futuros **Brooksley Born**, la cual a su vez supervisaba el mercado de derivados, fue la única persona que visiono que éste era un mercado potencialmente desestabilizador; entonces propuso la necesidad de regular los derivados; dicha propuesta fue desestimada por el economista **Larry Summers**, debido a que el poder financiero había influenciado para que la propuesta de regulación no se llevara a cabo, porque los bancos dependían de las actividades con derivados para ser viables.

Dicha negación a regular los derivados fue respaldada en su momento por Greenspan, Rubin y el presidente de la Securities and Exchange Comisión (SEC) Arthur Le vitt y adicionalmente, estos recomendaron una legislación para no regular los derivados.

Por su parte, la **SEC** además, permitió a los bancos arriesgarse mucho más, por lo que el grado de apalancamiento en el sistema financiero entre el periodo 2003 y 2007 fue espeluznante, al descubrirse que los bancos de

inversión estaban apalancando al 33:1, lo que significaba que una reducción de tan solo 3% en su base de activos, los dejaría insolventes, situación lógicamente vivenciada al estallar la crisis inmobiliaria.

Después de la enorme contribución de Alan Greenspan a la desregulación, el señor **Ben Bernanke** paso a ser presidente de la Reserva Federal en 2006, en el mayor año de las hipotecas subprime, pero al igual que Greenspan y la Reserva Federal, no hicieron nada para parar la bola de nieve que se estaba gestando ante sus narices con conocimiento pleno de causa.

Ejemplo de lo anterior, son las diversas publicaciones y avisos, que se hicieron en los años previos al estallido de la burbuja, entre las cuales citaré en orden cronológico:

- En 2004, el FBI emitió advertencias sobre fraudes hipotecarios.
- En 2005, el jefe de economistas del FMI, Raghuran Rajan advirtió que los elevados incentivos en Wall Street eran muy peligrosos.
- En 2006, Nouriel Roubini economista contemporáneo, advirtió sobre la gestación de una crisis sin precedentes.
- En 2007, Allan Sloan periodista norteamericano, publicó varios artículos en Fortune y en The Washington Post sobre el papel desempeñado por los bancos de inversión, al apostar contra los mismos activos que vendían a sus clientes.
- En 2007, Bill Ackman un financiero que circulo una presentación titulada: "Who is Holding The Bag?", que describe claramente cómo iba a deshacerse la burbuja.
- En 2008, Charles Morris publicó un libro llamado "Dinero fácil, jugadores y el desplome del crédito".

En conclusión, la desregulación de la industria financiera permitió:

- a) Una agresiva comercialización de hipotecas, estimulada por unos incentivos comerciales perversos, excesivamente centrados en los resultados a corto plazo.
- b) La irracional creencia por parte de los compradores, pero también por parte de algunas de las principales autoridades económicas internacionales acerca de que los precios de las viviendas no podían descender.
- c) La comercialización de nuevos productos derivados financieros, complejos de entender, proporcionando información incompleta acerca de sus características.
- d) Una evaluación del riesgo muy deficiente por parte de las agencias de calificación.

En definitiva, esta actual crisis era una muerte anunciada, suscitada negativamente por el sistema financiero al usarse los derivados financieros con fines lucrativos a beneficios de pocos, sin importar las consecuencias a largo plazo para el resto del conjunto de la economía y de la sociedad, debido a que, a partir de ahí, se desató el caos en los mercados financieros del mundo y, con él, la crisis financiera que ahora vivimos.

4. LA REGULACION DEL SISTEMA FINANCIERO

Es una forma de mantener la integridad del sistema financiero, ya que los organismos o instituciones supervisan el cumplimiento de las leyes redactadas por los parlamentos, así como de las normas emitidas por los propios reguladores, mediante objetivos específicos que son generalmente:

- Hacer cumplir las normas aplicables
- Procesar los casos de faltas de conducta de mercado, tales como el uso de información privilegiada
- La licencia de los proveedores de servicios financieros
- Proteger a los clientes, e investigar las denuncias
- Mantener la confianza en el sistema financiero

Sin embargo, con respecto a los derivados financieros, es necesario mencionar algunas de las leyes, acuerdos o normas en pro de evitar futuras crisis como la actual, ya que es inminente la necesidad de un nuevo marco institucional y regulatorio del mercado financiero capaz de contener la inestabilidad financiera y limitar los daños sobre la capacidad productiva, el crecimiento y la creación de empleo.

Al iniciarse la implementación de los derivados financieros en el Sistema financiero, ya existía una Ley conocida como Glass-Steagall, la cual permitió la armonía entre los organismos del sistema y evito la reproducción de crisis desde la Gran Depresión de los años 30.

Asimismo, en 1988 se publicó un acuerdo con el nombre de Basilea I, haciendo mención a la ciudad Suiza. El Comité de Basilea, estaba compuesto por los gobernadores de los bancos centrales de Alemania, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Luxemburgo, Holanda, el Reino Unido, Suecia y Suiza; se planteaba en este acuerdo un conjunto de recomendaciones que debía tener una entidad bancaria en función de los riesgos que afrontaba, entre ellas el establecer un capital mínimo del 8% sobre el total de los activos de riesgo (sumados crédito, mercado y tipo de cambio). Sin embargo, al ser solo recomendaciones, cada uno de los países signatarios, así como cualquier otro país, tenía la libertad de incorporarlo en su ordenamiento regulatorio según las consideraciones oportunas.

Las repercusiones de este acuerdo, en cuanto al grado de homogenización alcanzado en la regulación de los requerimientos de solvencia, ha sido extraordinaria, debido a que entró en vigor en más de 130 países.

Pero, el 12 de noviembre de 1999, la ley Glass-Steagall fue derogada por el Financial Services Modernization Act, conocido como Ley Gramm-Leach-Bliley Act, o Ley de alivio, que abría la puerta para futuras fusiones, dándose de esta forma los primeros alicientes para la evolución de los derivados.

No obstante, un año después se dio luz verde total a los derivados en el Congreso de los Estados Unidos al aprobarse la Ley de Modernización de Futuros, que prohibía literalmente la regulación de derivados financieros. Sinceramente, esta ley fue aprobada más para beneficio de unos pocos que en pro del funcionamiento del propio sistema, ya que permitió que el auge de la innovación financiera fuera descomunal.

Por lo tanto, en junio del 2004, tras el estallido de la crisis de las puntocom y dado que el acuerdo Basilea I contenía ciertas limitaciones en cuanto a las variaciones de riesgo, ignorando la calidad crediticia de los distintos prestatarios; es decir, consideraba que los créditos tenían la misma probabilidad de incumplir, se sustituyó este acuerdo por el llamado Basilea II.

Basilea II se centra en tres pilares fundamentales que son:



Pilar I: El cálculo de los requisitos mínimos de capital

Teniendo en cuenta lo siguiente:

(Riesgo de crédito + riesgo de mercado+ riesgo de tipo de cambio + riesgo operacional).

- El **riesgo de crédito** se calcula a través de tres componentes fundamentales:
 - Probabilidad de incumplimiento (PD)
 - Pérdida en el momento del incumplimiento (LGD)
 - Exposición en el momento del incumplimiento (EAD)

Además, el acuerdo propone distintos métodos para el cálculo del riesgo crediticio. En el método estándar, la PD y la LGD se calculan implícitamente a través de las calificaciones de riesgo crediticio publicadas por empresas especializadas.

En cambio, los bancos más sofisticados pueden, bajo cierto número de condiciones, optar por el método de ratings internos avanzado (AIRB), que

les permite utilizar sus propios mecanismos de evaluación del riesgo y realizar sus propias estimaciones.

Existe un método alternativo e intermedio (foundation IRB) en el que los bancos pueden estimar la PD, el parámetro de riesgo más básico, y utilizar en cambio valores pre calculados por el regulador para la LGD.

Dentro del riesgo de crédito se otorga un tratamiento especial a las **titulizaciones**, para las cuales se analiza si existe una transferencia efectiva y significativa del riesgo, y si son operaciones originadas por la entidad o generados por otras.

- El **riesgo de negociación** y el **riesgo de tipo de cambio**
- El **riesgo operacional** se calcula multiplicando los ingresos por un porcentaje que puede ir desde el 12% hasta el 18%.

Pilar II: El proceso de supervisión de la gestión de los fondos propios

Los organismos supervisores nacionales están capacitados para poder validar los métodos estadísticos de los bancos que estarán obligados a almacenar datos de información crediticia durante periodos largos, de 5 a 7 años, así garantizar su adecuada auditoría y adicionalmente superar las pruebas de "stress testing".

Además se exige que la alta dirección del banco se involucre activamente en el control de riesgos y en la planificación futura de las necesidades de capital.

Pilar III: La disciplina de mercado

El acuerdo estableció normas de transparencia y exigió la publicación periódica de información acerca de su exposición a los diferentes riesgos y la suficiencia de sus fondos propios. El objetivo con este tercer pilar es:

1. La generalización de las buenas prácticas bancarias y su homogeneización internacional.
2. La reconciliación de los puntos de vista financiero, contable y de la gestión del riesgo sobre la base de la información acumulada por las entidades.
3. La transparencia financiera a través de la homogeneización de los informes de riesgo publicados por los bancos.

Inicialmente la información debe incluir:

- Descripción de la gestión de riesgos: objetivos, políticas, estructura, organización, alcance, políticas de cobertura y mitigación de riesgos.
- Aspectos técnicos del cálculo del capital: diferencias en la consolidación financiera y regulatoria.
- Descripción de la gestión de capital.
- Composición detallada de los elementos del capital regulatorio disponible.
- Requerimientos de capital por cada tipo de riesgo, indicando el método de cálculo utilizado.

En cambio, con relación a las Agencias Calificadoras de Riesgo (ACR) como S&P, Fitch y Moody's, el 31 de agosto de 2007, una vez que el mercado de estos instrumentos financieros estructurados había causado grandes pérdidas en los mercados financieros, en particular en Estados Unidos y el Reino Unido, y al quedar en evidencia la profundidad del problema, se decidieron revisar las áreas en las cuales se percibió que las ACR no estaban funcionando como deberían.

Fue entonces cuando la División de Trading y Mercados, la Oficina de Análisis Económico (OAE) y la Oficina de Cumplimiento de Inspecciones y Examinaciones (OCIO), realizaron la evaluación de estos entes con los siguientes fines:

- Evaluar las metodologías, supuestos y variables de los modelos de calificación para entender las prácticas en el proceso calificador de este tipo

de instrumentos. Revisar si las CR estaban aplicando políticas y procedimientos homogéneos con respecto a estos instrumentos.

- Detectar posibles conflictos de interés relacionados con los procedimientos y las políticas.
- Evaluar el nivel de revelación en cuanto a las metodologías y la información relevante que los mercados pudieran percibir como necesaria.
- Revisar los procesos de autoevaluación para reconocer si la calificación crediticia no era precisa.

En septiembre de 2006, el ente regulador de los mercados financieros, la Securities Exchange Commission (SEC), incluyó en su regulación que las ACR debían llevar un historial de todas las actividades relacionadas con el proceso de evaluación de la calificación y reportar estos eventos. También estableció procedimientos para revelar más información acerca de las metodologías usadas para evaluar las calificaciones. Sin embargo, uno de los aspectos de la nueva regulación abordó la prohibición que tenía la SEC de regular las metodologías y los procedimientos de calificación de riesgo, lo cual en su momento le otorgó a las ACR más independencia, sin importar que estas no estuviesen siendo lo suficientemente reguladas.

Del mismo modo y más recientemente, los miembros del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en el año 2010-2011, hicieron público el acuerdo Basilea III, que fue desarrollado en respuesta a las deficiencias en la regulación financiera revelada por la crisis financiera de finales de la década de 2000-2010. Este acuerdo refuerza la banca con requerimientos de capital e introduce nuevos requisitos reglamentarios sobre la liquidez bancaria y el apalancamiento bancario.

Por ende, Basilea III exigirá a los bancos mantener un 4,5% del capital ordinario (frente al 2% en Basilea II) y el 6% de los recursos propios básicos (frente al 4% en Basilea II) de activos ponderados por riesgo (RWA).

También introduce reservas de capital adicionales:

- (i) un tampón obligatorio de conservación de capital del 2,5%
- (ii) un tampón discrecional anticíclico, lo que permite a los reguladores nacionales requerir hasta un 2,5% del capital durante los períodos de elevado crecimiento del crédito.

Además, Basilea III introduce un mínimo ratio de apalancamiento del 3% y dos ratios de liquidez requeridos. El ratio de cobertura de liquidez requiere que un banco posea suficientes activos de alta calidad líquidos para cubrir sus egresos totales netos de efectivo de más de 30 días y la tasa neta de financiación estable requiere la cantidad disponible de financiación para exceder el monto de financiamiento en unos años período de estrés prolongado.

Finalmente, con referencia a la actualidad, en el siguiente cuadro podemos ver de forma resumida la situación actual de debate regulatorio:

C Situación actual del debate regulatorio	
A- CAPITAL Basilea III	<ul style="list-style-type: none">• Capital: más y mejor calidad.• Entidades más solventes y con menor apetito de riesgo.
B- LIQUIDEZ Basilea III	<ul style="list-style-type: none">• Liquidez: ratios mínimos de liquidez .• Entidades menos vulnerables a crisis de liquidez.
C- MEDIDAS CONTRACICLICAS	<ul style="list-style-type: none">• Instrumentos financieros: contabilización de activos DPV.• Provisiones dinámicas: basadas en pérdida esperada.• Entidades más previsibles y menos expuestas a la volatilidad.
D- TRATAMIENTO RIESGO SISTÉMICO	<ul style="list-style-type: none">• Requerimientos de capital: más capital por ser entidad sistémica. "Too big to fail".• Estructura de los grupos bancarios: filiales versus sucursales.
E- SUPERVISIÓN	<ul style="list-style-type: none">• Supervisión intrusiva• Mecanismos de recuperación y resolución a emplear si la entidad esta en riesgo de quiebra
F- TASAS E IMPUESTOS	<ul style="list-style-type: none">• Impuestos a las entidades financieras

5. LA REFORMA DE LA ACTUAL REGULACION FINANCIERA

En la actualidad, se plantea una profunda reforma a la regulación financiera, por medio del Acuerdo Basilea III, el cual exige a las entidades bancarias, a través de una ratio de apalancamiento y de unos colchones de capital, más capital para solventar algunos riesgos y exposiciones en situaciones de crisis, como la vivida hoy en día.

A continuación se exponen los tres ítems sujetos a cambio o reestructuración:

Más liquidez

Los nuevos requerimientos de liquidez obligarán a una transformación de los pasivos y activos bancarios para conseguir un mejor encaje de los plazos de vencimiento de unos y otros. Pese a que esta exigencia perjudica notoriamente a la banca comercial tradicional que transforma depósitos (generalmente, a un plazo medio reducido) en créditos (normalmente con un plazo de vencimiento mayor).

Específicamente este ítem, aumentará la demanda de los activos de mayor calidad crediticia y liquidez como por ejemplo, los del Estado y disminuirá los de menor calidad y liquidez emitidos normalmente por empresas. Y finalmente se pretende la transformación de fondos de inversión y de pensiones en depósitos bancarios.

Menor apalancamiento

La reducción del apalancamiento de las entidades, aunque será un factor de estabilidad financiera y económica, limitará las inversiones de todo tipo, incluidas las crediticias de las entidades financieras.

Esta medida supondrá una presión sobre las rentabilidades de las entidades al tener que financiar una mayor proporción de sus inversiones con recursos propios.

Por lo tanto, se resaltan los posibles impactos sobre los balances de las entidades con respecto a dicha medida:

- Se reducirán algunas participaciones en otras entidades, la financiación interbancaria no garantizada o el diseño y negociación de muchos derivados.
- Las medidas estimularán previsiblemente un pricing más selectivo de los productos y servicios prestados.
- La financiación a empresas puede verse modificada al favorecerse relativamente las emisiones de valores con respecto al crédito bancario.

Asimismo, habrá incentivos a prestar a empresas que mantengan una vinculación estrecha con la entidad, especialmente las que mantengan depósitos.

- Las limitaciones a la financiación interbancaria podrían obligar a los bancos centrales a intervenir con cierta frecuencia como suministradores de liquidez a las entidades bancarias.

Más regulación

La reforma que introduce Basilea III busca el desarrollo de una banca más pequeña, más solvente y más líquida, con el fin de favorecer la estabilidad macroeconómica, con menos crecimiento durante los auges, pero menor recesión durante las fases descendentes del ciclo.

Dicho de otra forma, se pretende establecer una alternativa para la contención de crisis financieras; es decir, el desarrollo de una política preventiva, que tenga como objetivo garantizar la solvencia del sistema financiero y así preservar la estabilidad del suministro de servicios financieros a empresas y familias, dejando a un lado la volatilidad en el crédito.

Sin embargo, debemos tener en cuenta que toda reforma y sobre todo sus posibles efectos esperados no son notables de forma inmediata, por lo que de manera general, las expectativas de aplicación se centran en los próximos años, llevando consigo aun momentos de dificultad:

CRONOGRAMA DE APLICACIÓN

REQUISITOS DE LIQUIDEZ	
Fecha	Hito: Requerimiento de Capital
2013	Los requisitos mínimos de capital: Inicio de la introducción gradual de los mayores requerimientos de capital mínimos.
2015	Los requisitos mínimos de capital: mayores requisitos de capital mínimo se apliquen plenamente.
2016	Colchón de conservación: Comienzo de la entrada en vigor gradual de la memoria intermedia de la conservación.
2019	Colchón de conservación: El colchón de conservación se aplica plenamente.
ÍNDICE DE APALANCAMIENTO	
Fecha	Hito: Leverage Ratio
2011	Monitoreo de Vigilancia: El desarrollo de plantillas para realizar un seguimiento del ratio de apalancamiento y los componentes subyacentes.
2013	Paralelo corro: El ratio de apalancamiento y sus componentes se realizará un seguimiento de los supervisores, pero no revelada y no obligatoria.
2015	Funcionamiento paralelo II: El ratio de apalancamiento y sus componentes se realizará un seguimiento y den a conocer, pero no es obligatorio.
2017	Los ajustes finales: En base a los resultados del periodo de aplicación en paralelo, cualquier ajuste final a la relación de apalancamiento.
2018	Obligatorio requisito: El ratio de apalancamiento se convertirá en una parte obligatoria de los requisitos de Basilea III.
REQUERIMIENTOS DE CAPITAL	
Fecha	Milestone: Requisitos de Liquidez
2011	Período de observación: Desarrollo de plantillas y la vigilancia de supervisión de las ratios de liquidez.
2015	Introducción de la LCR: Introducción de la Ratio de cobertura de liquidez (LCR).
2018	La introducción de la NSFR: Introducción del coeficiente de financiación estable neta (NSFR).

Fuente: Construcción propia

Sin embargo, el acuerdo Basilea III no es la única reforma expuesta, ya que el Gobierno de Los Estados Unidos ha implementado la reforma de Wall Street, llamada Dodd-Frank, que introduce numerosos cambios en las operaciones con instrumentos derivados especialmente y dirigidas a supervisar en forma estrecha a todos los participantes del mercado involucrados y a las actividades que realizan las compañías de asesoramiento en inversiones financieras, afectando a todas aquellas entidades que operan con productos derivados, especialmente en el mercado OTC (Over the counter) .

La ley Dodd-Frank se aplica directamente sobre las firmas estadounidenses, aunque también supone grandes cambios para las empresas extranjeras con activos financieros en el mercado supervisado por la SEC y ahora también el OTC.

Con respecto a las Agencias Calificadoras de Riesgo (ACR), esta reforma tiene como objetivo regular más el sistema financiero y adicionalmente empezar a regular las ACR, las cuales no eran reguladas de forma específica anteriormente.

Por ende, los siguientes son los aspectos que esta reforma, va a reglamentar en relación con las ACR:

- La SEC creará una oficina de calificaciones de riesgo encargada de examinar a las ACR por lo menos una vez al año y de publicar los resultados.
- Se requerirá que las ACR revelen la metodología e historia de la calificación y su uso por parte de terceros.
- Las ACR deberán considerar información relevante de fuentes diferentes al cliente que se está calificando.

Además, los empleados que trabajen en una ACR no podrán trabajar para una institución que en los últimos doce meses haya sido calificada por dicha ACR.

- Las ACR podrán ser investigadas de forma privada por no llevar a cabo una apropiada evaluación de los factores relacionados con una calificación o por no obtener esta evaluación de una fuente independiente.
- La SEC tendrá la facultad de quitarle el registro a una ACR, si esta ha emitido una calificación deficiente durante un periodo de tiempo.
- Los analistas que trabajen en calificaciones de riesgo tendrán que pasar exámenes de idoneidad relacionados con las calificaciones de riesgo.
- Se fomentará que los inversionistas lleven a cabo sus propios análisis con respecto a las calificaciones de riesgo, con el propósito de reducir la

excesiva dependencia en las calificaciones de riesgo que el mercado presenta actualmente.

- La mitad de las juntas directivas de las ACR deberán ser independientes y sin relación financiera con ninguna calificación de riesgo.
- Se creara un nuevo mecanismo para que los emisores de ABS (MBS, CDO, etc.) no puedan elegir cual ACR va a llevar a cabo la calificación de riesgo.

En términos generales, la Regulación Dodd-Frank pretende que no existan bancos demasiado grandes para quebrar, ni provocar un pánico generalizado en las demás instituciones financieras.

También, teniendo en cuenta la falta de transparencia y de información en los mercados financieros, el objetivo es mejorar la protección de los consumidores de servicios financieros frente a las prácticas abusivas y predatorias de ciertas instituciones. Para este fin existen tres líneas de actuación principales:

- a) El control de los productos financieros ofrecidos por las empresas.
- b) Las condiciones que se ofrecen en los distintos servicios.
- c) El fomento de la educación financiera.

6. LOS DERIVADOS FINANCIEROS

6.1 DEFINICION Y CLASIFICACION

Un producto derivado es un instrumento que se utiliza en un contrato a plazo, cuyo valor depende o proviene del valor de un activo principal llamado subyacente; este activo puede ser una materia prima que cotice en los mercados internacionales, o algún instrumento financiero, como por ejemplo índices bursátiles, los títulos accionarios, divisas o un instrumento de deuda. Aunque es verdad que los derivados financieros implican riesgos, también es cierto que permiten trasladarlos a quienes pueden tomarlos, con lo cual

gracias a la tecnología financiera existe una mayor eficiencia del proceso de intermediación financiera que en caso contrario no podría funcionar, facilitando de esta forma el mejor desempeño de la economía, teóricamente hablando.

Básicamente, la utilización de los derivados financieros se agrupa en tres conceptos esenciales que son:

- **Cobertura de riesgos:** Los derivados financieros son útiles para mitigar o cubrir el riesgo de cambios adversos en los precios de los activos que se tiene en el mercado de contado o de forma física.
- **Especulación:** En este caso, no se desea reducir los riesgos. Por el contrario, el especulador realiza una apuesta direccional en los movimientos del precio de un producto derivado para obtener una ganancia acorde con el riesgo que asume. Esta actividad es muy útil en los mercados organizados, ya que a mayor número de especuladores, mayor liquidez.
- **Arbitraje:** Consiste en realizar una operación en los mercados financieros para obtener una ganancia a valor presente sin riesgo, aprovechando alguna imperfección detectada en dichos mercados. El arbitraje más simple consiste en comprar y vender simultáneamente un mismo activo en dos mercados distintos, para asegurar una utilidad (la imperfección consiste en que el activo de referencia podría tener dos precios diferentes en sendos mercados).

Los derivados financieros podemos clasificarlos según el producto en:

🚦 **Un Forward** es un contrato entre dos partes realizado fuera de bolsa, con el fin de aceptar o realizar la entrega de una cantidad específica de un activo subyacente con especificaciones definidas en cuanto al precio, fecha, lugar y forma de entrega. Generalmente, el precio a plazo o precio forward

pactado en la fecha en que se realiza el contrato, se llevará a cabo o se liquidará en un futuro.

A este contrato en particular se le asocian dos tipos de riesgo que son:

- ❖ **El Riesgo de Liquidez;** debido a que se negocia en un mercado no organizado, las posibilidades de convertir en dinero el activo financiero son mínimas.
- ❖ **El Riesgo de Contrapartida,** hace referencia a la ausencia de una entidad que asegure la operación por si alguna de las partes incumple.

📌 **Un Futuro Financiero** es un contrato de entrega futura al igual que los contratos forward pero este es estandarizado y realizado en un mercado organizado, en virtud del cual las partes se comprometen a entregar y a recibir una mercancía o un activo financiero en una fecha futura detallada en el contrato.

La administración y la responsabilidad de cumplimiento de estos contratos corresponden generalmente a la Cámara de Compensación de la Bolsa de Futuros. Por consiguiente, en un contrato de futuros, el riesgo de contrapartida es prácticamente nulo, debido a que la entidad liquida su posición diariamente (ganancias o pérdidas) contra el depósito, que normalmente es en efectivo o en títulos, que se debe mantener en la Cámara de Compensación.

Aunque es necesario aclarar que existe un riesgo muy importante que es:

- ❖ **El Riesgo de Mercado,** denominado también riesgo de precio y se refiere al hecho de que el precio del activo pueda fluctuar en mi contra, tanto en operaciones de corto como de largo plazo, debido fundamentalmente a la propia incertidumbre económica.

Además, se destacan los datos más relevantes en las cotizaciones de futuros que son:

- **El “open price”:** precio de apertura en la sesión.

- **Variaciones durante la sesión:** más alto, más bajo y precio al cierre.
- **Precio de liquidación ("settlement")** representativo del activo cuando el mercado está cerrado: media de las variaciones extremas o precio al cierre.
- **El "open interest":** revela el número de contratos abiertos durante la sesión y tiene que ver con la liquidez en Futuros; es decir, que cuanto mayor sea el Open Interest, mayor es la posibilidad de entrar y salir del mercado.

Consecuentemente, en un contrato de futuros se presentan dos contextos:

- **El Comprador del contrato:** implica tomar una posición a largo; es decir, que significa tener unas expectativas alcistas, al disponerse a recibir el producto, por una cantidad y calidad específica, en un lugar y en un plazo futuro concretos, en los que se pagará la totalidad de su importe.
- **El Vendedor del contrato:** toma una posición a corto; es decir, que significa tener unas expectativas bajistas, implica entregar una cantidad de un producto, de calidad concreta, en un plazo futuro y en un lugar específico, recibiendo entonces el pago de su importe total.

Finalmente, podemos observar en el siguiente cuadro las diferencias entre estos dos primeros productos financieros:

DIFERENCIAS ENTRE CONTRATOS FORWARD Y FUTUROS

MERCADOS NO ORGANIZADOS (OTC) FORWARD	MERCADOS ORGANIZADOS FUTUROS
Contrato no estandarizado	Contrato estandarizado
Vigencia del contrato hasta la fecha de vencimiento (Riesgo de liquidez)	Posibilidad de cerrar la posición (Operación contraria) antes del vencimiento
Relación bilateral (Acuerdos privados) entre las partes	Relación a través de una entidad miembro del mercado
No existe una entidad que asegure la operación (Riesgo de contrapartida)	Sí existe una entidad que asegure la operación (Cámara de Compensación)
No existe mercado secundario	Sí existe mercado secundario
Depósito fijado por acuerdo mutuo	Depósito estandarizado de garantías
Negociación directa, habitualmente vía telefónica	Negociación habitual vía electrónica

Fuente: Construcción propia

🚦 **Opción** es un contrato que garantiza el derecho, más no la obligación, de comprar o vender un activo durante un período específico a un precio acordado previamente. Sin embargo, ese derecho se paga a un precio conocido como Prima.

La prima siempre la paga el comprador del derecho y es determinada por dos variables: **Prima = Valor Intrínseco + Valor Temporal**

El Valor Intrínseco varía según la clase de opción y siempre debe ser positivo o cero, pero nunca negativo, porque eso significaría que es mejor no ejercer la opción.

- En CALL, el **Valor Intrínseco = máx. (S-K,0)**
- En PUT, el **Valor Intrínseco = máx. (K-S,0)**

Donde **S**=Al precio del Activo Subyacente y **K**=Al precio de ejercicio.

Mientras que el Valor Temporal mide el riesgo con relación a la fecha de vencimiento del contrato, por medio del modelo de valoración de opciones que incluye cuatro variables:

- ❖ **Tiempo a vencimiento:** se refiere a lo que le queda a la opción de vida. Entre mayor sea el tiempo, mayor es la incertidumbre.
- ❖ **Volatilidad:** con respecto a la variabilidad del precio subyacente, es la única variable incontrolable, por lo cual es eje esencial para la especulación.
- ❖ **Dividendos,** en el caso de que el activo subyacente pague dividendos, afecta de forma inversamente proporcional el precio subyacente.
- ❖ **Tipos de interés a corto,** es la tasa existente en el mercado para el plazo hasta el vencimiento de la opción.

Cuando la opción solamente se puede ejercer en la fecha de expiración del contrato se llama Opción Europea; pero cuando la opción se puede ejercer en cualquier momento previo a la fecha de expiración del contrato se llama Opción Americana.

En las opciones financieras se otorga un derecho para el comprador y una obligación para el vendedor; por lo tanto, las opciones pueden ser de compra o de venta.

- ✓ **Opción CALL (Compra)**, suministra a su comprador el derecho pero no la obligación de comprar un activo subyacente a un precio determinado en una fecha concreta. No obstante, el vendedor de la opción Call adquiere la obligación de vender el activo en el caso de que el comprador ejerza el derecho a comprar. En definitiva, la compra de una opción Call es la compra de un derecho a comprar.

COMPRADOR DE OPCION CALL	VENDEDOR DE OPCION CALL
Derecho a comprar el activo al Precio de Ejercicio	Obligación a vender el activo al Precio de Ejercicio
Pago de una prima por el derecho a comprar	Ingreso de una prima a cambio de una obligación a vender
Beneficio ilimitado	Beneficio limitado a la prima
Pérdida limitada a la prima	Pérdida ilimitada
Posición alcista respecto al precio del Activo	Posición bajista respecto al precio del Activo

- ✓ **Opción PUT (Venta)**, facilita a su poseedor el derecho pero no la obligación de vender un activo subyacente a un precio determinado en una fecha concreta. El comprador de la opción Put tiene la obligación de comprar el activo en el caso de que el poseedor ejerza el derecho a vender el activo. La compra de una opción Put es la compra de un derecho a vender.

COMPRADOR DE OPCION PUT	VENDEDOR DE OPCION PUT
Derecho a vender el activo al Precio de Ejercicio	Obligación a comprar el activo al Precio de Ejercicio
Pago de una prima por el derecho a vender	Ingreso de una prima a cambio de una obligación
Beneficio ilimitado	Beneficio limitado a la prima
Pérdida limitada a la prima	Pérdida ilimitada
Posición bajista respecto al precio del Activo	Posición alcista respecto al precio del Activo

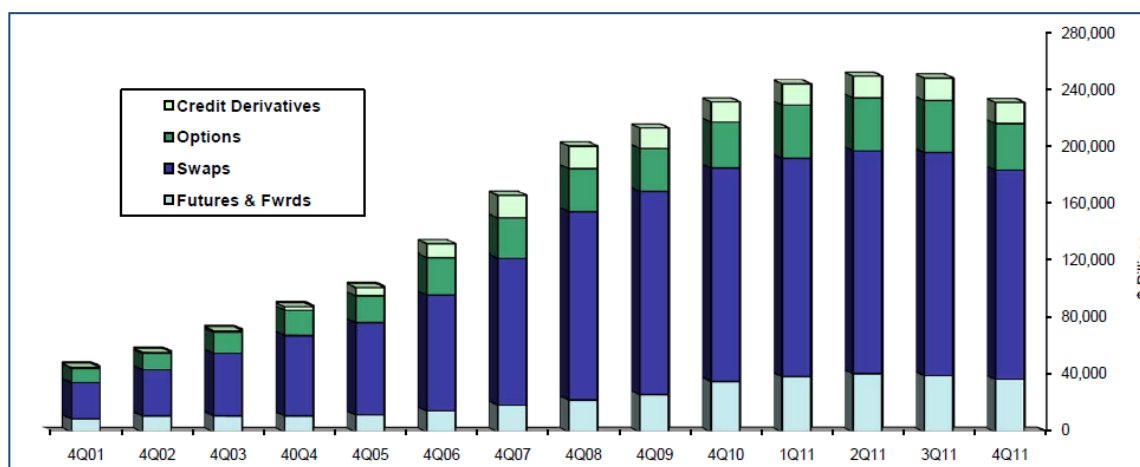
Además, podemos clasificar las opciones según el precio de ejercicio, para definir si se debe o no ejercer la opción inmediatamente:

- **In the Money:** Es la opción que conduciría a un flujo de caja positivo, si se negociara en ese preciso instante.
- **At the Money:** Es la opción que conduciría a un flujo de caja nulo, si se negociara en ese preciso instante.
- **Out of the Money:** Es la opción que conduciría a un flujo de caja negativo, si se negociara en ese preciso instante.

🌈 **Un Swap** o permuta financiera es un contrato entre dos partes que acuerdan intercambiar flujos de dinero recibidos o por pagar en el tiempo de los contratos, lo cual financieramente se asimila a una serie de contratos forward, cuyo objetivo es reducir los costos y riesgos en que se incurre gracias a las variaciones en las tasas de cambio de las divisas o en las tasas de interés.

En el siguiente cuadro podemos ver la evolución de los derivados financieros según el producto, durante el periodo 2001 – 2011, quedando en evidencia la cuota de participación de cada uno de ellos.

DERIVATIVE CONTRACTS BY PRODUCT 2001 –2010, QUARTERLY 2011



\$ in Billions	4Q01	4Q02	4Q03	4Q04	4Q05	4Q06	4Q07	4Q08	4Q09	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Futures & Fwrds	9,313	11,374	11,393	11,373	12,049	14,877	18,967	22,512	26,493	35,709	39,081	41,097	39,791	37,248
Swaps	25,645	32,613	44,083	56,411	64,738	81,328	103,090	131,706	142,011	149,247	152,736	156,054	156,132	146,253
Options	10,032	11,452	14,605	17,750	18,869	26,275	27,728	30,267	30,267	32,075	37,275	36,958	36,368	32,534
Credit Derivatives	395	635	1,001	2,347	5,822	9,019	15,861	15,897	14,036	14,150	14,899	15,227	15,661	14,759
TOTAL*	45,386	56,074	71,082	87,880	101,478	131,499	165,645	200,382	212,808	231,181	243,991	249,337	247,952	230,794

*Notional amount of total: futures, exchange traded options, over the counter options, forwards, and swaps.

Valor establecido en el contrato que no necesariamente es negociado, pero sí marca un referente en el volumen de recursos que se manejan en este mercado y que es capaz de distorsionar los precios de los activos financieros y no financieros.

Fuente: Comptroller of the Currency Administrator of National Banks

Es evidente que los contratos swap han tenido una dinámica ascendente durante los últimos años, destacando en el cuarto trimestre de 2011 con un 63% sobre el total de derivados de 230.794 billones de dólares.

A continuación, se ejemplifica la aplicación de algunos de los Productos Derivados según las necesidades o la situación:

SIMULACION DE PRODUCTOS DERIVADOS PARA DISTINTAS SITUACIONES Y TRANSACCIONES

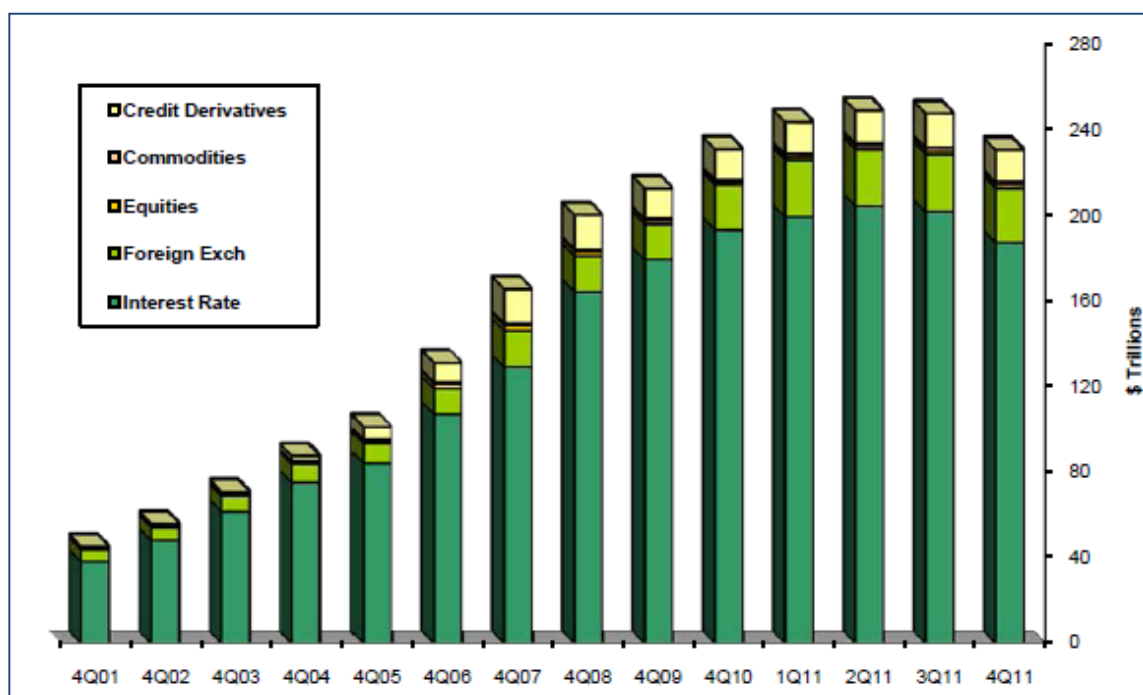
SITUACION	NOMBRE DEL CONTRATO O CONTRATOS UTILIZADOS	POSICION A TOMAR O NOMBRE DE LA ESTRATEGIA A REALIZAR	MERCADO DE NEGOCIACION
Cobertura de tipos de interés USLibor para una posición de inversión a futuro.	Contrato de Futuros sobre Tipos de Interés - Eurodólar Futures	Compra de Futuros	CME - Chicago Mercantile Exchange
Especulación sobre un previsible movimiento al alza de los tipos de DJ Euro Stoxx 50	Contrato de Futuros sobre Índices Bursátil - Euro Stoxx 50 Futures.	1. Venta de Futuros al precio actual en el mercado. 2. Compra de Futuros a un precio menor o por debajo que el de venta.	EUREX
Especulación ante un movimiento previsto al alza de los tipos de contado americanos a 5 años.	Contrato de Futuros sobre Tipos de Interés - 5 year Treasury Note Futures.	1. Venta de Futuros al precio actual en el mercado. 2. Compra de Futuros a un precio menor o por debajo que el de venta.	CBOT - Chicago Board of Trade.
Cobertura de una cartera de bonos del tesoro alemán con una duración media de la cartera de unos 5 años.	Cobertura con un contrato de futuros sobre tipos de interés, porque los futuros en bonos en últimas es comprar o vender sobre un tipo de interés - Euro Bobl Futures.	Venta de Futuros	EUREX
Estrategia para un movimiento alcista de la volatilidad del índice S&P 500.	Contrato de Opciones Financieras - S&P 500 Index Options Compra de una CALL Venta de un PUT Con el mismo precio de ejercicio y fecha de vencimiento.	Estrategia Straddle - Compra Straddle.	CBOE - Chicago Board Options Exchange
Se tiene un préstamo concedido a 3 meses con Euribor fijo y se quiere pasar a tipo variable.	Contrato de Futuros sobre Tipos de Interés - Euribor Futures	Compra de Futuros	NYSE-LIFFE
Cobertura de una cartera de acciones del Nikkei 225.	Cobertura con un Contrato de Futuros sobre Acciones - Nikkei 225 Mini Futures	Venta de Futuros	OSE - Osaka Securities Exchange.
Estrategia moderadamente alcista sobre el índice DAX utilizando opciones PUT	Contrato de Opciones Financieras - DAX Options Compra de un PUT Venta de un PUT Con la misma fecha de vencimiento.	Estrategia Bull Spread - Venta Puts spread.	EUREX
Cobertura de la compra futura de trigo a una cooperativa de agricultores americanos.	Contrato de Futuros Agrícola - Wheat Futures	Compra de Futuros	CBOT - Chicago Board of Trade.

Fuente: Construcción propia con base al material de estudio del Profesor Daniel Wühl

Asimismo, los derivados podemos clasificarlos según el tipo de uso sobre:

- ✓ Tipos de Interés
- ✓ Commodities (Materias Primas)
- ✓ Equities (Renta variable)
- ✓ Foreign Exchange (Divisas)
- ✓ Los Derivados de Crédito

DERIVATIVE CONTRACTS BY TYPE 2001 –2010, QUARTERLY 2011



\$ in Billions	4Q01	4Q02	4Q03	4Q04	4Q05	4Q06	4Q07	4Q08	4Q09	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Interest Rate	38,305	48,347	61,856	75,518	84,520	107,415	129,574	164,404	179,555	193,482	199,532	204,620	202,107	187,509
Foreign Exch	5,736	6,076	7,182	8,607	9,282	11,900	16,614	16,824	16,553	20,990	26,712	26,483	26,795	25,436
Equities	770	783	829	1,120	1,255	2,271	2,522	2,207	1,685	1,364	1,471	1,654	1,786	1,589
Commodities	179	233	214	289	598	893	1,073	1,050	979	1,195	1,377	1,352	1,602	1,501
Credit Derivatives	395	635	1,001	2,347	5,822	9,019	15,861	15,897	14,036	14,150	14,899	15,227	15,661	14,759
TOTAL*	45,385	56,075	71,082	87,880	101,477	131,499	165,645	200,382	212,808	231,181	243,991	249,337	247,952	230,794

*Notional amount of total: futures, exchange traded options, over the counter options, forwards, and swaps.

Valor establecido en el contrato que no necesariamente es negociado, pero sí marca un referente en el volumen de recursos que se manejan en este mercado y que es capaz de distorsionar los precios de los activos financieros y no financieros.

Fuente: Comptroller of the Currency Administrator of National Banks

Es indiscutible que los contratos sobre tipos de interés, presentan una evolución con una dinámica alcista durante los últimos años, destacando en el cuarto trimestre de 2011 con un 81% sobre el total de derivados de 230.794 billones de dólares.

6.2 HISTORIA Y EVOLUCION DE LOS DERIVADOS

Datos históricos demuestran que, desde el siglo XII, algunos vendedores negociaban sus productos utilizando letras de cambio o contratos que prometían entregar los productos en tiempos futuros; desde los orígenes de la Humanidad, tanto vendedores como compradores han generado estrategias para eliminar el riesgo y asegurar la estabilidad de los suministros o del precio por ellos.

Asimismo, lo hacían los japoneses feudales negociando arroz en el mercado Cho.ai.mai (mercado de arroz a plazo); este mercado sufría constantemente fluctuaciones en los precios dependiendo de una buena o mala cosecha cada año, el mercado de futuros consistía en fijar por anticipado el valor del arroz para garantizar el precio a los agricultores y avalar el suministro estable de alimentos, lo que posibilitó la alimentación de gran cantidad de personas y favoreció así el crecimiento de la población japonesa.

También es de destacar que el primer esfuerzo por aplicar las matemáticas a la evaluación de opciones fue del señor Louis Bachelier en el año 1900; sin embargo, fue solo hasta 1960 que algunos académicos trataron de encontrar un modelo de evaluación de opciones adecuado. Siendo Fisher Black, físico y matemático doctorado en Harvard, que junto a Mylon Acholes, doctorado en la Universidad de Chicago y Rober Merton profesor de matemáticas, los que en 1970 determinaron el modelo más conocido para evaluar las opciones financieras.

Los contratos de opciones en particular se han usado desde el siglo XVII en Holanda con tulipanes; los comerciantes compraban opciones de compra o Call cuando querían asegurarse de que podrían incrementar sus inventarios

si los precios subían. Estas opciones daban el derecho pero no la obligación de comprar tulipanes a un precio preestablecido. Otros buscaban protección si los precios bajaban mediante la compra de opciones de venta o Put, que daban el derecho pero no la obligación de vender tulipanes a un precio previamente acordado. Los vendedores de las opciones de tulipanes asumían sus riesgos a cambio de quedarse con la prima pagada por los compradores de estas opciones.

Ya para los años más recientes, el crecimiento del mercado de los derivados financieros se intensificó sobre todo entre los años de 1980 y 1990 en los mercados agrícolas, de metales y últimamente con respecto a divisas, acciones y bonos, por lo cual el uso de contratos futuros ha sido una forma de protección contra el riesgo de variación de precios.

Los productos derivados se operan tanto en mercados organizados como en los mercados extrabursátiles, denominados Over The Counter (OTC).

El mercado organizado más antiguo es el Chicago Board of trade (CBOT) que inició operaciones en el año 1848, para operar principalmente contratos estandarizados de futuros sobre granos. Igualmente, en el año 1919 nació Chicago Mercantile Exchange, que a partir de 1973 se especializó en contratos de futuros y opciones financieros (divisas e instrumentos de deuda, especialmente). Para el año 1973, inició operaciones también el Chicago Board of Options Exchange (CBOE) con el fin de operar contratos de opciones sobre acciones e índices de acciones.

6.3 PARTICIPANTES EN OPERACIONES CON DERIVADOS

❖ **Los inversionistas o especuladores:** Son los que proporcionan liquidez al mercado, porque están dispuestos a correr los riesgos que otros no están dispuestos a aceptar, con el propósito de obtener una ganancia, manteniéndose una relación directamente proporcional entre la rentabilidad y el riesgo. Por consiguiente, a los especuladores solo les interesa

beneficiarse de las fluctuaciones del precio que este bien presente durante un tiempo determinado.

Lo importante a destacar es que estos especuladores pueden negociar en tiempos asombrosos; es decir, menores, iguales o mayores que un día, dependiendo del riesgo que deseen tomar, por lo que todos estos movimientos se basan en la previsión correcta de la evolución de los precios futuros y en la anticipación, de forma que el mercado recompensa a los buenos previsores y castiga a los malos.

❖ **Los que necesitan cubrimiento o hedgers:** Entre los cuales podemos resaltar a los productores, los importadores, los exportadores, que desean cubrirse, por ejemplo, de las fluctuaciones del precio de las materias primas, o de los tipos de cambio, o bien sea el caso de las compañías y bancos que están expuestos a variaciones en las tasas de interés causadas por deudas contraídas en otras monedas; en definitiva lo que se busca es cubrir los riesgos propios de la actividad desarrollada frente a factores externos que los puedan afectar, imperando siempre la relación inversamente proporcional: a menor riesgo, mayor beneficio.

❖ **Los que ejercen el arbitraje o arbitrageurs:** Son los encargados de llevar a cabo la actividad del arbitraje, que no es otra cosa que fijar una posición en el mercado, a la vez que de manera simultánea toma posiciones en transacciones de otros dos o más mercados, buscando que se pueda aprovechar alguna situación especial que se presenta en un momento dado en alguno de estos mercados y así obtener una utilidad.

❖ **Los comisionistas de bolsa:** Son los encargados de analizar y evaluar los mercados, para hacer recomendaciones a sus clientes sobre el uso de las operaciones y estrategias de cobertura, pero al final realizan las transacciones bajo las órdenes de los hedgers y los inversionistas.

❖ **Los corredores de piso o de patio de operaciones:** Son en última instancia los encargados de llevar a cabo las órdenes que les imparten los comisionistas de bolsa, en el piso de bolsa al que corresponde cada producto que se va a negociar.

6.4 PRODUCTOS FINANCIEROS ESTRUCTURADOS (PFE)

Son activos financieros de renta fija ligados a instrumentos derivados, que nacieron en el año 1985, por la competencia existente entre los emisores e intermediarios financieros que, junto a los avances tecnológicos, acabó estimulando un fuerte impulso de la innovación financiera, fundamentalmente en lo concerniente al diseño de productos financieros más sofisticados, que pudieran ofrecer mayores soluciones a las complejas necesidades de cobertura del riesgo de los inversores.

Fue tan exorbitante su evolución que, a partir de 1995, los PFE acabaron incluyendo no sólo los que sirven para transferir el riesgo sino también a los productos financieros titulizados, que consisten en la reestructuración de flujos de caja, que pueden transformar las características de riesgo, rentabilidad y liquidez de las carteras de inversión mediante la utilización de las opciones, futuros, *swaps* y contratos a plazo, formando así parte de la Ingeniería Financiera.

Por consiguiente, se puede observar a continuación las cuatro generaciones existentes en PFE:

➤ **Primera generación: El FRN inverso (IFRN)**

Son los menos complicados de diseñar y la razón de su éxito radica en la facilidad de comprensión por todas las partes implicadas, especialmente por parte de los inversores que entienden fácilmente el funcionamiento de un índice de referencia. Como ejemplo de los diversos productos estructurados de esta generación citaré:

El IFRN, El FRN, El minimax FRNs, El capped FRN, El floored FRN, El súper variable, etc.

➤ **Segunda generación: El bono amortizable indexado (IAN)**

El diferencial comprador/vendedor de los PFE de la segunda generación es mayor que los de la primera debido al gran número de instrumentos derivados implicados, aparte de que los riesgos implícitos en este tipo de productos no son fáciles de cuantificar (sobre todo por los inversores). Si bien es cierto que su éxito radica en que los característicos flujos que proporcionan no pueden ser obtenidos con otros activos financieros.

Por ello, los inversores deben ser conscientes de que, aunque este tipo de estructuras proporcionan un mayor rendimiento que las de la generación anterior, ello lo consiguen gracias a incorporar un mayor riesgo de interés. Por tanto, los inversores deben entender perfectamente los riesgos que van a correr y los problemas derivados de adquirir dichos productos estructurados.

Algunas estructuras de esta generación son: los FRNs sobre activos del Tesoro con plazo constante (CMT FRN), los bonos con diferencial CMT-Libor, los bonos con opciones exóticas implícitas, bonos amortizables indicados o IAN, estructuras sobre apalancadas, etc.

➤ **Tercera generación: Bonos ligados a índices de renta variable.**

La tercera generación está formada por los denominados bonos con categorías cruzadas (Cross Category) y es la respuesta que surge en los años noventa del siglo pasado a la demanda de los inversores, que solicitaban que los PFE proporcionasen unos rendimientos que no estuvieran basados en índices del mercado doméstico de renta fija.

Así, se crearon estructuras apoyadas en índices del mercado de renta variable o de otros instrumentos distintos de renta fija.

Las cuatro categorías de PFE de la tercera generación son:

- d) Cupones indexados a divisas
- e) Cupones indexados a activos físicos

- f) Cupones ligados a índices de renta variable
- g) Cupones ligados a índices de renta fija.

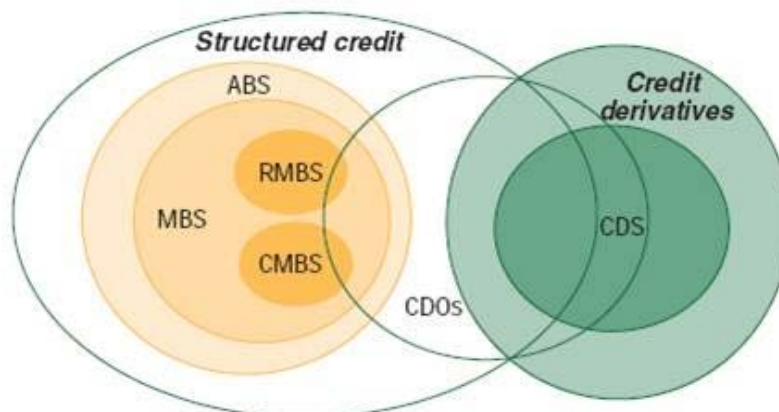
En conclusión, estas estructuras permiten a los inversores asignar y reasignar activos a gusto del inversor sin sufrir las complicaciones de negociar directamente en los mercados subyacentes.

Además, estas estructuras someten a sus propietarios a una multitud de riesgos de mercado, riesgos que deben ser comprendidos y, por supuesto, analizados y controlados.

➤ **Cuarta generación: Permutas por insolvencia crediticia (CDS) y obligaciones de deuda colateralizada (CDO)**

Esta generación abre paso en el año 1995 al concepto de financiación estructurada y de mercado de la financiación estructurada, al adaptar los flujos de caja a las preferencias de riesgo de los inversores, incluyendo instrumentos financieros más sofisticados de transferencia de riesgo; en especial, podemos nombrar:

- **La titulización:** Títulos respaldados por activos o ABS (Asset Backed Securities) y Títulos respaldados por hipotecas o MBS (Mortgage Backed Securities).
- **Los derivados de crédito puros:** Son obligaciones de deuda colateralizadas o CDO (Collateral Debt Obligations), Permutas por insolvencia crediticia o CDS (Credit Default Swaps), Permutas del rendimiento total o TRS (Total Return Swaps), Opciones sobre diferenciales de crédito o CSO (Credit Spread Options).
- **Los productos financieros híbridos:** CDO sintéticos, Títulos con enlace crediticio o CLN (Credit Linked Notes), CDO con colateral de finanzas estructuradas, etc.



En definitiva, los productos estructurados como los CDO y los CDS han estado en primera fila desde el comienzo de la crisis financiera y en el caso de los CDS se mantienen como instrumento alternativo generado por el mercado de valoración del riesgo de insolvencia de los emisores.

La alta complejidad de estos productos es perfectamente explicable desde el momento en que el colateral utilizado como garantía suele ser una cartera de diversos activos financieros e hipotecarios sujetos a sus propios riesgos. Además, el PFE propiamente dicho puede estar dividido en tramos con diversos riesgos y prelación de pago. Por último, los instrumentos de cobertura utilizados son, en muchos casos OTC lo que les hace tener un riesgo de contraparte más alto de lo deseado.

También es de resaltar que las tres primeras generaciones tienen en común una serie de características fundadas en los derivados financieros, entre las que se pueden destacar:

- ❖ Su creación es posible mediante una operación de permuta financiera; es decir, un swap, por lo que el emisor cede los riesgos implícitos en el PFE. Por esta razón, el emisor puede diseñar un producto financiero que cumpla las especificaciones demandadas por los inversores, sin preocuparse por el riesgo soportado, puesto que va a poder cubrirlo a través de la permuta financiera correspondiente.
- ❖ Desde el punto de vista del inversor, el único riesgo al que se encuentra expuesto es el propio del emisor. Esto es importante,

puesto que los productos estructurados no suelen estar asegurados por un activo subyacente sino por la calificación crediticia del emisor.

7. LA IMPLICACION DE LAS AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO Y DE LOS PRINCIPALES BANCOS

Tanto las Agencias Calificadoras de Riesgo (ACR) como las principales entidades financieras han jugado un papel fundamental en la actual crisis, debido a que después de la crisis de las puntocom a principios de la década del 2000, y con el fin de reactivar la economía, la Reserva Federal de los Estados Unidos redujo los tipos de interés para facilitar el crédito y en última instancia incentivar el consumo; es decir que, de forma desafortunada, el sistema capitalista, durante el sexenio 2003-2008, operó bajo el lema de consumo a crédito que, sumado a la desregularización, permitió la práctica de innovaciones financieras con el propósito de potenciar el crecimiento, ya que estas innovaciones facilitaban la transferencia del riesgo de crédito e incentivaban las políticas de concesión de préstamos poco rigurosos en las entidades, que al final fueron estas las que sobrevaloraron la capacidad de endeudamiento de los prestatarios.

Las Agencias Calificadoras de Riesgo:

La verdadera implicación de estas agencias va más allá de su función básica, que consiste en cobrar a los emisores por evaluar la capacidad de pago; es decir, que opinan y dictaminan sobre la calidad de la deuda emitida por países, empresas u otros organismos, y que al final publican la información a los mercados financieros, siendo objeto visible para los inversionistas que confían en dicha información para determinar cuán riesgosa es una inversión en cuanto a la probabilidad de incumplimiento.

Durante los últimos meses, incluso años, hemos escuchado hablar de Moody's, Standard & Poor's y Fitch Ratings como si fuesen algo nunca

antes visto, y es que estas tres agencias son de gran importancia en el ámbito financiero desde hace muchos años, como es el caso de Standard & Poor's fundada en 1860 y que, inevitablemente, se convierten en actores influyentes sobre los acontecimientos de hoy en día.

Por lo tanto, se puede centrar la implicación en tres aspectos fundamentales, que se han gestado durante la última década de forma insostenible:

- **La medición incorrecta de los Productos Financieros Estructurados:**

Desde hace décadas, las ACR califican riesgos sobre países y empresas en general, pero no sobre instrumentos financieros estructurados como los **Mortgage Backed Securities** (MBS, es decir, obligaciones garantizadas por hipotecas); los **Credit Default Swaps** (CDS, que actúan como un seguro que adquieren los inversores para protegerse del posible impago de todo tipo de deuda, tanto privada, ya sean bonos corporativos o emisión de deuda bancaria como pública, refiriéndose a las letras del Tesoro); las **Collateralized Debt Obligations** (CDO en las cuales el inversor soporta el riesgo de crédito del Colateral); las **Asset Backed Securities** (ABS, garantizados por los derechos de cobro sobre los flujos fijos futuros provenientes de los activos productores de renta); los **Commercial Mortgage-Backed Securities** (CMBS, es decir, obligaciones garantizadas por una hipoteca comercial); los **Residential Mortgage-Backed Securities** (RMBS, obligaciones garantizadas por una hipoteca residencial), debido a que estos productos eran realmente nuevos y no tenían la suficiente capacidad de calificarlos.

Sin embargo, desde el año 2003, el auge de estos productos ha sido tan exorbitante, que estas ACR han incrementado sus utilidades, gracias a su calificación. Dicha calificación fue obviamente incorrecta, ya que se utilizó la metodología general basada en los siguientes tres componentes para determinar la distribución de pérdidas: La probabilidad de incumplimiento, la tasa de recuperación y la correlación de incumplimiento. Pero, estas medidas requieren de un pilar fundamental llamado datos históricos y por ser

innovaciones financieras eran carentes de antecedentes. Además, fue tanta la inexactitud por falta de bases técnicas e información histórica, que se llegó a considerar que un producto financiero estructurado era menos riesgoso que un bono corporativo.

El siguiente cuadro muestra las diferentes calificaciones de las tres principales ACR.

Riesgo de crédito	Moody's	Standard & Poor's	Fitch Ratings
Grado de inversión			
Máxima calidad	Aaa	AAA	AAA
Calidad alta	Aa	AA	AA
Calidad media alta	A	A	A
Calidad media	Baa	BBB	BBB
Nº grado de inversión			
Calidad media baja	Ba	BB	BB
Calidad baja	B	B	B
Calidad pobre	Caa	CCC	CCC
Especulativa	Ca	CC	CC
Sin pagos/Quiebra	C	D	C
En default	C	D	D

Fuente: Análisis – Revista del Mercado de Valores, núm. 3, edición diciembre 2011.

Las tres agencias otorgan ratings desde Aaa/AAA/AAA hasta C/D/D respectivamente, en donde según el cuadro anterior, las calificaciones entre Aaa/AAA/AAA y Baa/BBB/BBB pertenecen al Grado de inversión; es decir, que los bonos y los productos financieros estructurados que reciben alguno de estos ratings aseguran el repago del principal más intereses; mientras que las calificaciones entre Ba/BB/BB y C/D/D corresponden al Grado de especulación; es decir, que el principal o los intereses corren peligro de impago.

- **El conflicto de intereses**

Radica en que al calificar específicamente los instrumentos financieros más complejos como los RMBS y las CDO, muchos de los analistas involucrados

en el proceso de calificación también participaban en la negociación de las tarifas al emisor, hecho que iba en contra de las políticas internas de las ACR, pero que evidentemente predominó más la avaricia.

Además, a pesar de no haber suficientes datos históricos para emitir una calificación crediticia bien sustentada, los directivos de las ACR y sus accionistas tenían como expectativa que las empresas o instrumentos calificados fueran rentables y por ello las calificadoras no tuvieron razones para no calificar este tipo de instrumentos financieros, por lo que esta situación compleja de mayor número de calificaciones es igual a mayores ingresos, ha llevado a las ACR a determinar ratings positivos a fin de dinamizar el mercado.

- **Falta de transparencia**

Hace referencia a la falta de información proporcionada sobre las carteras o productos financieros estructurados que, junto a la dificultad para comprender la complejidad de las titulizaciones, ha generado que los inversores estipularan sus decisiones sobre los análisis y calificaciones efectuadas por las ACR.

En definitiva, las ACR fueron metafóricamente el combustible de la actual crisis, al ser conscientes de la metodología errónea aplicada para la calificación y de la falta de capacitación, ya que la implementación de medidas más drásticas y específicas sobre estos productos estructurados hubiera afectado significativamente a sus ingresos, hecho que en el ámbito financiero no se suele asumir sino trasladar los efectos negativos a otros participantes de la industria financiera.

Principales Bancos:

Para poner en contexto el papel de los principales bancos en la crisis financiera, debemos remontarnos especialmente al año 2004, cuando las tasas de interés llegaron a su nivel más bajo, facilitando de esta forma el proceso de otorgamiento de préstamos, al mismo tiempo que el precio de la

vivienda en EEUU empezó a incrementarse precipitadamente como resultado de la creciente oferta monetaria.

Este auge económico permitió que los bancos cedieran créditos de vivienda incluso a clientes cuya historia crediticia no poseía buena calificación, con el fin de continuar con el círculo vicioso de obtener mayores beneficios.

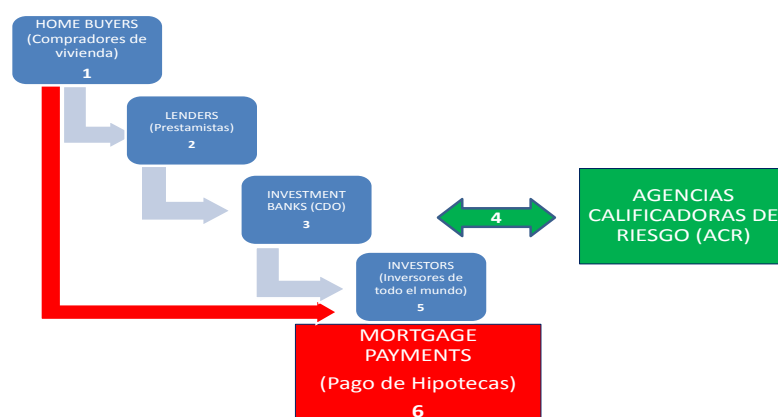
Sin embargo, durante el 2005 y el 2006, la cartera bancaria se vio realmente afectada, debido a que la tasa de interés de referencia se incrementó hasta llegar al 5,5%, lo cual tuvo un impacto en el coste de los préstamos y el valor de los activos que los respaldaban.

Antes de la crisis, el panorama presentaba los siguientes actores influyentes según la actividad desarrollada:

- **Bancos de inversion:** Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Bear Stearns.
- **Conglomerados financieros:** Citigroup y JP Morgan.
- **Aseguradoras de Valores:** American International Group (AIG), Municipal Bond Insurance Association (MBIA), Ambac Financial Group.
- **Agencias Calificadoras:** Moody's, Standard & Poor's y Fitch.

Estas sociedades se articularon para crear la cadena de bursatilización insostenible que conectaba billones de dólares en préstamos con inversionistas de todo el mundo, a través de la interconexión que conlleva la globalización.

CADENA DE BURSATILIZACION



Fuente: Construcción propia

En el anterior gráfico podemos observar cómo el prestamista vendía las hipotecas en su mayoría subprime a bancos de inversión, y estos a su vez crearon unos derivados complejos llamados Obligaciones de Deuda Colateralizada o CDO, que contenían una combinación de las hipotecas y otros préstamos como de automóviles, de estudiantes y de tarjetas de crédito. Los bancos de inversiones pagaban a las ACR por evaluar estos CDO y muchos recibieron calificación AAA como si fuese las mejores inversiones.

Después de la calificación, los bancos de inversión procedían a la venta de los CDO a inversionistas de todo el mundo, por lo que una persona, al pagar su hipoteca, realmente ese dinero no iba al prestamista sino a inversionistas ubicados en cualquier lugar de la faz de la tierra.

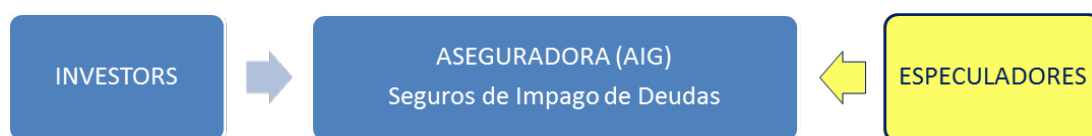
Por consiguiente, a los prestamistas que en este caso son los bancos, no les interesaba si el deudor tenía capacidad económica para pagar; entonces empezaron a correr más riesgos con el objetivo de ganar mayores beneficios, tanto así que entre el año 2000 y 2003 el número de préstamos hipotecarios anuales se cuadruplicó. Los bancos de inversión, por su parte, lo que les concernía era vender cada vez más CDO para obtener más utilidades; es decir, a nadie de los que formaban parte de la cadena de bursatilización le importaba la calidad de la hipoteca, solo imperaba la obtención de beneficios, a medida que se acrecentaba la burbuja, porque fue tan accesible obtener estos créditos al público en general, que el precio de las casas empezó a subir hasta llegar al 194% en el año 2007, punto de inflexión máximo y proyección inevitable de la crisis del ladrillo.

Por lo tanto, tras la subida de los tipos de interés por parte de la FED para contrarrestar el aumento de la inflación y el descenso del precio de las viviendas, se comenzó a evidenciar la insostenibilidad del nuevo sistema, por lo que se generaron una serie de desajustes como el impago de las deudas adquiridas específicamente las subprime, que no tenían buena calificación crediticia; la falta de liquidez en las instituciones financieras que

a su vez dio inicio a quiebras y rescates; y finalmente la disminución del sector debido a las fusiones inevitablemente necesarias para impedir el colapso financiero, pero dicho colapso ya se había iniciado, dejando a los bancos de inversión con miles de millones de dólares en préstamos CDO y propiedades que no podían vender.

El primer desencadenante fue en marzo de 2008, cuando el Banco Bear Stearns se quedó sin efectivo y entonces fue adquirido por JP Morgan Chase. Pocos meses después, más específicamente en septiembre del mismo año, se anuncia la adquisición federal de Fannie Mae y Freddie Mac, dos prestamistas que se hundían y que el gobierno abrió paso al rescate; mientras que unos pocos días más adelante de forma repentina y sin previo aviso, se hizo pública la quiebra de Lehman Brothers; en definitiva, toda la industria financiera se estaba hundiendo, al estallar la cadena de bursatilización y consigo la estabilidad del sistema financiero global peligraba.

No obstante, faltaba resaltar el problema al que se había involucrado American International Building (AIG) con la creación y venta de los seguros de impago de deuda que, al deber 13 mil millones de dólares, el gobierno debió salir al rescate el 17 de septiembre de 2008; por tratarse de la compañía de seguros más grande del mundo; este rescate costó a los contribuyentes más de 150 mil millones de dólares.



Fuente: Construcción propia

La implicación de AIG, consistió sobre todo en vender unos derivados llamados Seguros de Impago de Deudas, los cuales eran comprados por los inversores que habían obtenido un CDO, así si este perdía valor AIG

prometía pagar las pérdidas, lo irregular del sistema radicó en que al mismo tiempo los especuladores podían apostar contra un CDO que no poseían. Como estos derivados no estaban regulados, AIG no tuvo que aportar dinero para cubrir posibles pérdidas sino que le pagaba a empleados bonificaciones descomunales cuando se firmaban los contratos, bajo la expectativa de que estos CDO no perderían su valor, una expectativa un tanto opaca al conocerse que la división de productos financieros de AIG en Londres emitió 500.000 millones de dólares de seguros de impago de deudas, muchos de ellos respaldados por hipotecas subprime, es decir, que se era consciente del riesgo inminente que se estaba corriendo a la vez que se obtenían inmensos beneficios desde ambos lados, tanto del lado de los inversores para cubrir el riesgo como del lado de los especuladores.

Por consiguiente, se logra demostrar cómo las ACR y las instituciones financieras contribuyeron a la creación e inicio de la actual crisis, siendo conscientes del grave impacto y del volumen majestuoso de los beneficios que con ello abarcaba, ya que muchos de los hombres que destruyeron sus propias compañías, han salido del desastre con sus fortunas intactas, como por ejemplo los altos ejecutivos de Lehman Brothers que ganaron mil millones de dólares entre el año 2000 y 2007, precisamente durante el periodo de gestación, financiando prestamos subprime; además, su gerente Richard Fuld, pese a la quiebra se llevó consigo \$485 millones de dólares. Otro gran ejemplo muy bien conocido a nivel público ha sido el caso del gerente de Countrywide, Angelo Mozilo que ganó \$470 millones de dólares entre 2003 y 2008. Al igual que Merrill Lynch que, al estar a punto de la quiebra, fue adquirido por Bank of América; el gerente general Stan O'Neal recibió \$90 millones de dólares solo en 2006 y 2007, y después de destruir su propia compañía cobro adicionalmente \$161 millones de dólares por indemnización. Finalmente, se destaca el mayor responsable Goldman Sachs que vendió mínimo \$3.100 millones de dólares de estos CDO en la primera mitad de 2006, a la vez que apostó en contra de los mismos CDO que vendía a sus clientes y por si fuera poco y al ver que podía llegar a

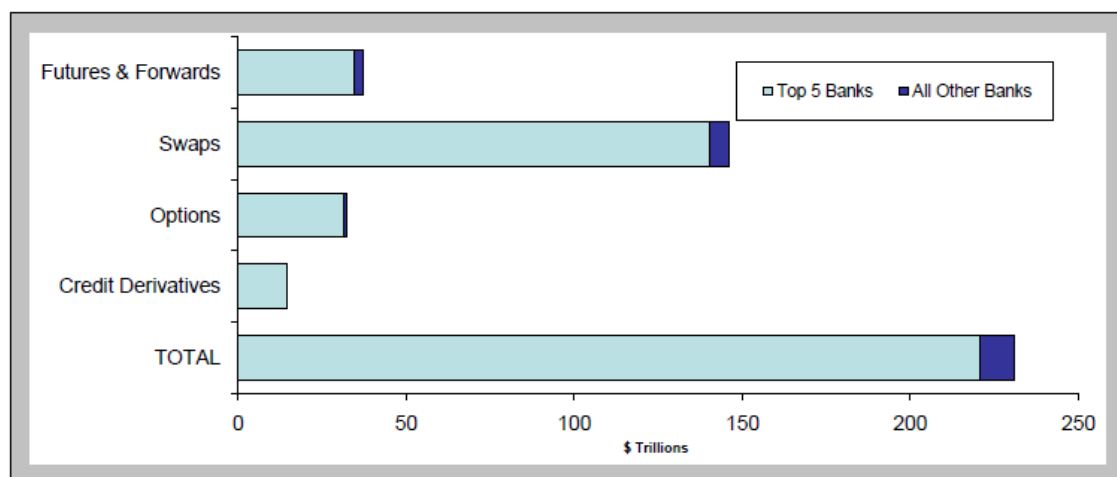
hacer quebrar a AIG, decidió gastar \$150 millones de dólares para asegurarse contra el posible colapso de AIG, decisión totalmente acertada, debido a que después de que el gobierno rescatara a AIG, Goldman Sachs recibió 61 mil millones de dólares.

Por lo que, sumado a lo anterior y gracias a las innovaciones financieras de gran complejidad, los conglomerados financieros como lo son JPMorgan Chase Bank, Bank of América, Citibank, Goldman Sachs Bank y Hong Kong and Shanghai Banking Corporation (HSBC) USA, por medio del mecanismo de titulizaciones agruparon estos préstamos en canastas, creando de esta forma unos nuevos Productos Estructurados como los ABS, MBS y CDO, que les facilitó transferir el riesgo y al mismo tiempo obtener más recursos para seguir prestando.

En el siguiente cuadro podemos ver el gran impacto de estas cinco instituciones financieras, en la utilización de Derivados Financieros por producto; es decir, ya sea Futures & Forwards, Swaps, Options o Credit Derivatives:

FIVE BANKS DOMINATE IN DERIVATIVES

Insured U.S. Commercial Banks, 4Q11



\$ in Billions	\$	%	\$	%	\$	%
	Top 5 Bks	Tot Derivs	All Other Bks	Tot Derivs	All Bks	Tot Derivs
Futures & Fwrds	34,449	14.9	2,798	1.2	37,248	16.1
Swaps	140,449	60.9	5,804	2.5	146,253	63.4
Options	31,377	13.6	1,158	0.5	32,534	14.1
Credit Derivatives	14,628	6.3	131	0.1	14,759	6.4
TOTAL*	220,904	95.7	9,891	4.3	230,794	100.0

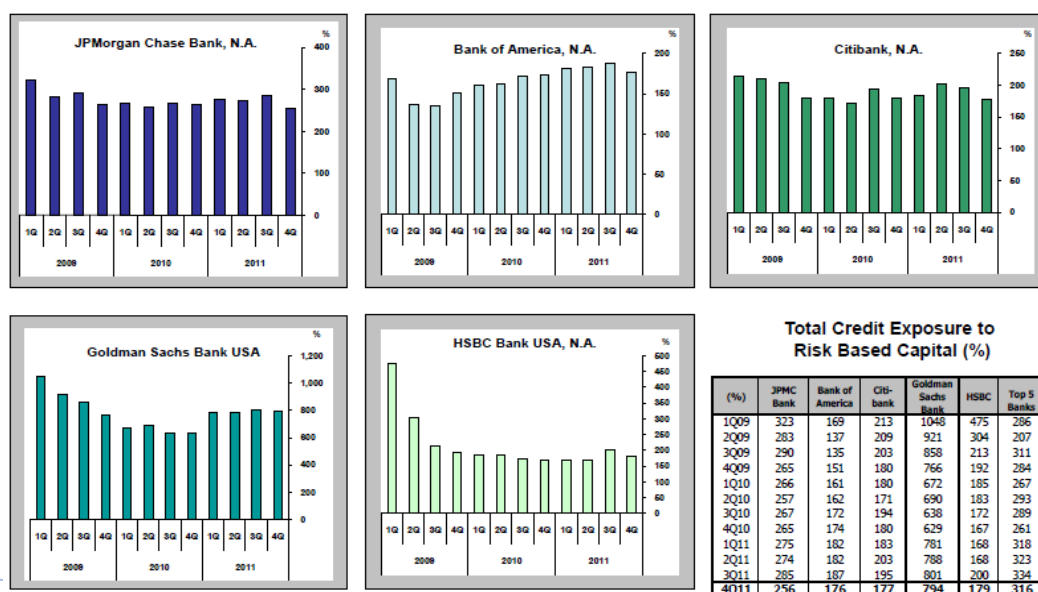
*Notional amount of total: futures, exchange traded options, over the counter options, forwards, and swaps.

Fuente: Comptroller of the Currency Administrator of National Banks

Estos cinco bancos concentran el 95,7% de los Contratos de Derivados en el mundo financiero, mientras que solo el 4,3% representan el resto de Bancos; del 95,7% se puede destacar con un 60,9% la utilización de Contratos Swap. Por consiguiente, cualquier acción o decisión de estos conglomerados financieros ha afectado de forma significativa la evolución de la crisis.

A continuación, se refleja de forma individual el impacto de cada uno de estos grandes Bancos Comerciales, con respecto al porcentaje total expuesto al riesgo de crédito a base de capital, por medio del uso de Derivados Financieros:

PERCENTAGE OF TOTAL ACREDIT EXPOSURE TO RISK BASED CAPITAL



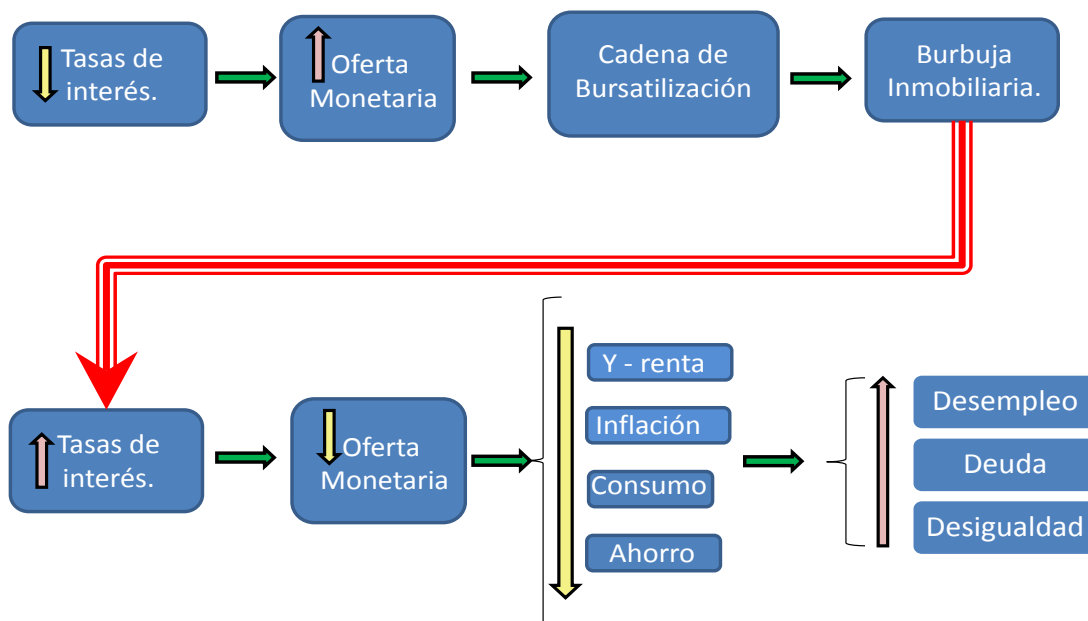
Fuente: Comptroller of the Currency Administrator of National Banks

Indiscutiblemente, el ranking lo lidera Goldman Sachs Bank USA, seguido de JPMorgan Chase Bank, HSBC Bank USA, Citibank y finalmente Bank of América.

Los portafolios obtenidos por el proceso de titulización, fueron vendidos por estos cinco bancos a nivel mundial a diversos inversores, con el propósito de diversificar los riesgos, indudablemente con ratings positivos otorgados por las agencias especializadas en riesgos, por ende la siguiente afirmación del catedrático Santiago Niño-Becerra *“Las agencias no tuvieron la culpa, simplemente formaban parte de un modelo que ya daba signos de agotamiento”* en su libro *Más Allá del CRASH*, discrepa totalmente con el planteamiento de este documento, ya que sin la calificación obtenida, estos paquetes financieros no hubiesen podido salir al mercado; es decir, que ni siquiera se hubiera conformado la cadena de bursatilización.

En conclusión, las actuaciones de estos conglomerados, se basan pura y exclusivamente en la avaricia y la obtención de beneficios, ya que al mismo tiempo de crear titulizaciones también crearon fondos de inversión especiales llamados Conduits si el vencimiento es a corto plazo, o Structured Investment Vehicles (SIV) si es a largo plazo, los cuales se dedicaban a hacer desaparecer de los balances de estos bancos los bonos basura; a su vez, estos paquetes basura eran vendidos a los hedge funds, que buscaban riesgos importantes porque tienen una mayor rentabilidad, todo el escenario oscuro y turbulento con consecuencias de gran magnitud a nivel mundial.

8. LAS CONSECUENCIAS DE LA ACTUAL CRISIS

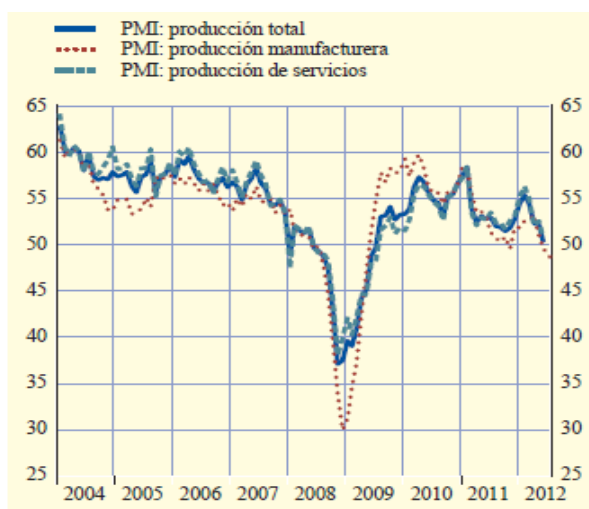


Fuente: Construcción propia

Se pueden explicar de forma generalizada las consecuencias de la actual crisis por medio de los siguientes factores:

❖ **Producción mundial:** La recuperación prosigue, aunque a un ritmo desigual porque está sujeta a una considerable fragilidad, especialmente en Europa.

(Índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Datos estadísticos – www.markit.com

En julio del 2012, el Purchasing Managers Index (PMI) global de producción del sector manufacturero registró un ligero descenso hasta 48,9, desde los 49,6 puntos de junio. Europa siguió siendo la principal fuente de debilidad, pero el descenso del PMI también estuvo asociado a una caída del PMI global, excluida la zona del euro. En general, los persistentes impedimentos estructurales continúan frenando el ritmo de crecimiento en la mayoría de las economías avanzadas.

Mientras, en las economías emergentes, la actividad ha seguido aumentando a un ritmo más rápido que en las economías avanzadas, aunque el dinamismo del crecimiento también ha perdido impulso como consecuencia del endurecimiento de las políticas y del debilitamiento de la demanda externa.

❖ **El Desempleo:** Es uno de los factores más visibles de la crisis y del cual se habla de forma casi normal hoy por hoy, porque de manera casi imparable, su tendencia permanece alcista desde principios de la crisis.

Por ende, en el siguiente cuadro se puede apreciar la evolución de la tasa de desempleo durante la última década:

TASA DE DESEMPLEO EN EL MUNDO Y POR REGION (PORCENTAJES)

Ambos sexos	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*	Estimación preliminar	Límite superior del IC
								Límite inferior del IC		
Mundo	6,3	6,2	5,8	5,5	5,6	6,2	6,1	5,7	6,0	6,3
Economías desarrolladas y Unión Europea	6,7	6,9	6,3	5,8	6,1	8,3	8,8	8,1	8,5	8,7
Europa Central y Sudoriental (no UE) y CEI	10,8	9,2	9,1	8,4	8,4	10,2	9,5	8,1	8,6	9,3
Asia Oriental	4,4	4,1	3,9	3,8	4,2	4,3	4,1	3,9	4,1	4,3
Asia Sudoriental y el Pacífico	5,0	6,4	6,1	5,5	5,3	5,2	4,8	4,4	4,7	5,0
Asia Meridional	4,4	4,7	4,2	3,8	3,7	3,9	3,9	3,6	3,8	4,1
América Latina y el Caribe	8,6	7,9	7,6	7,0	6,6	7,7	7,2	6,7	7,2	7,6
Oriente Medio	10,5	11,2	10,9	10,3	10,4	10,1	9,9	9,5	10,2	10,8
África del Norte	13,6	11,5	10,5	10,1	9,6	9,6	9,6	10,3	10,9	11,6
África Subsahariana	9,2	8,3	8,2	8,1	8,1	8,2	8,2	7,9	8,2	8,5

Fuente: <http://www.ilo.org/public/spanish/region/eurpro/madrid/download/tendenciasmundiales2012.pdf>

Aunque todas las regiones presentan el mismo problema, evidentemente, las economías desarrolladas y la Unión Europea son las regiones con mayor impacto negativo sobre el empleo, al pasar de una tasa de desempleo del 5,8% en el año 2007 al 8,5% en 2011.

A continuación, se refleja un poco más al detalle el impacto del desempleo:

DESEMPLEO TOTAL (millones)

	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*	Estimación preliminar	Límite superior del IC
								Límite inferior del IC		
Total	175,5	187,5	180,0	170,7	176,4	197,7	197,3	187,3	197,2	206,8
Hombres	101,8	106,2	103,1	97,6	101,4	115,3	113,2	107,8	113,5	119,0
Mujeres	73,6	81,3	76,9	73,0	75,0	82,4	84,1	79,5	83,7	87,8
Jóvenes	73,4	78,7	75,5	70,7	71,6	76,3	75,8	70,9	74,7	78,5
Adultos	102,0	108,8	104,5	99,9	104,8	121,4	121,5	116,4	122,5	128,3

*Las cifras correspondientes a 2011 son estimaciones preliminares; IC = intervalo de confianza.

Nota: Los totales pueden diferir porque son números redondeados.

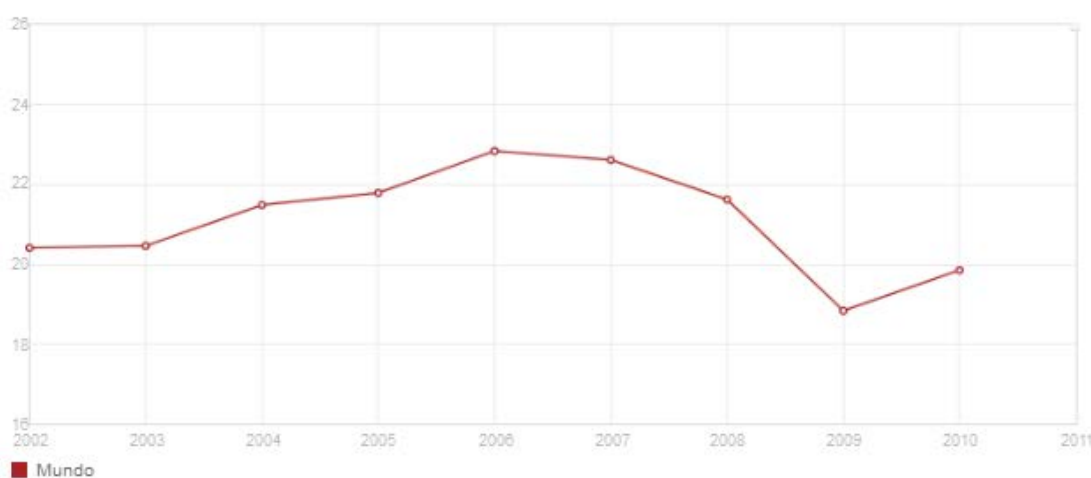
Fuente: <http://www.ilo.org/public/spanish/region/eurpro/madrid/download/tendenciasmundiales2012.pdf>

El anterior cuadro demuestra cómo la crisis ha castigado duramente a los jóvenes ya que, en el año 2011 estaban desempleados 74,7 millones en edades comprendidas entre los 15 y los 24 años; de los cuales 4 millones representan el incremento obtenido en comparación al año 2007. En total, la tasa de desempleo juvenil mundial es del 12,7 por ciento, lo que significa que a escala mundial, los jóvenes tienen algo más del doble de probabilidades de estar desempleados que los adultos.

En definitiva, el aumento de casi 27 millones de desempleados en el mundo desde 2007, año en que inicio la crisis, hasta el 2011, no tiene precedentes y es un indicio de la gravedad de la perturbación en numerosos mercados de trabajo del mundo.

❖ **Disminución del Ahorro:** Presenta una relación directamente proporcional con la evolución de los tipos de interés, en que unos tipos reducidos hacen que la remuneración del ahorro seguro, como los certificados de depósito, depósitos bancarios y bonos del Tesoro, disminuya. Por consiguiente, el endeudamiento aumenta al ser más barato y el ahorro disminuye por perder incentivos.

EVOLUCION DEL AHORRO BRUTO (% DEL PIB), DURANTE EL PERIODO 2002-2011



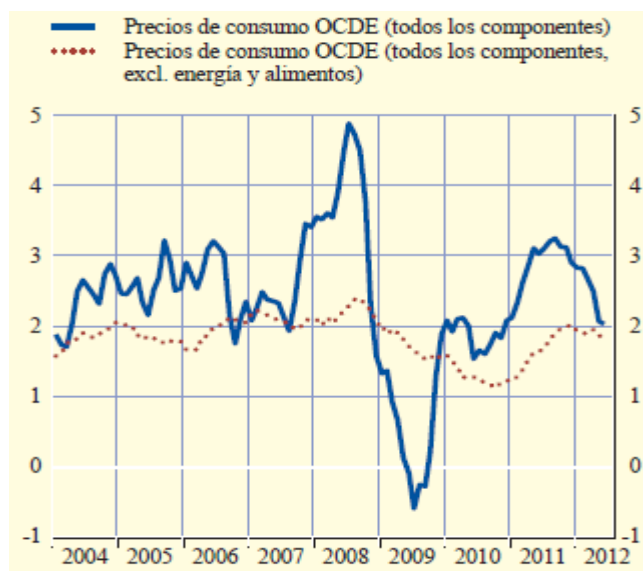
Fuente: Datos estadísticos del Banco Mundial

<http://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GNS.ICTR.ZS/countries?display=graph>

Teniendo en cuenta que el ahorro bruto se calcula como el ingreso nacional bruto menos el consumo total más las transferencias netas, se observa claramente que tras iniciarse la crisis en 2007 hubo un importante declive del ahorro hasta 2009, coincidiendo de igual manera con una ralentización de la economía global.

❖ **Inflación mundial:** ha seguido moderándose en los últimos meses, principalmente como consecuencia del retroceso de los precios de las materias primas en el primer semestre del año 2012.

EVOLUCION INTERNACIONAL DE LOS PRECIOS (Datos mensuales; tasas de variación interanual)

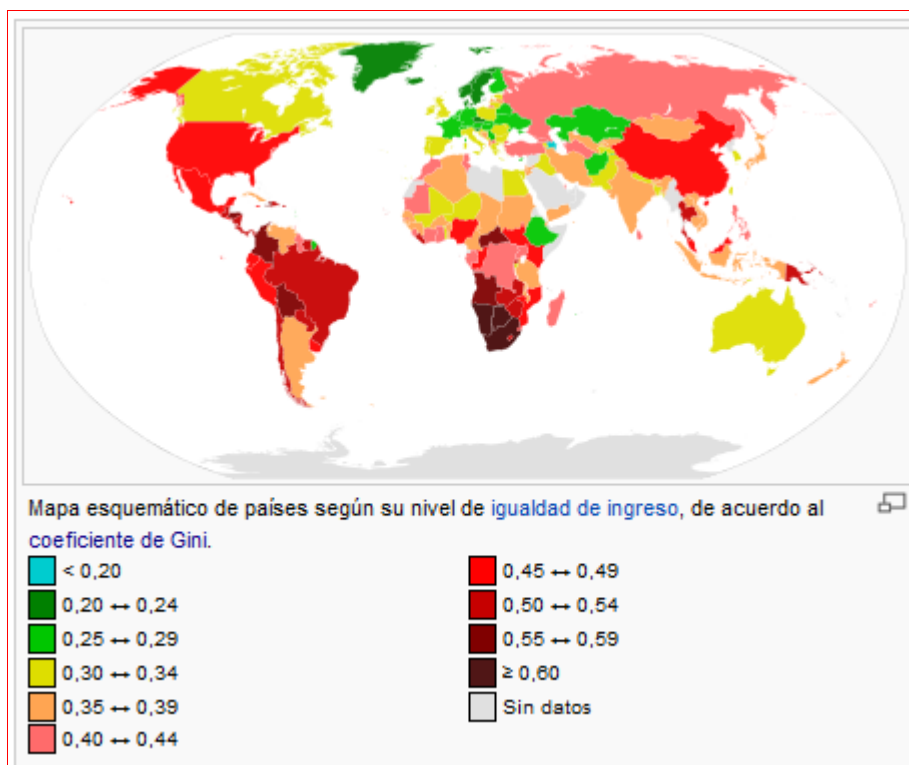


Fuente: Datos estadísticos - www.markit.com

En los países de la OCDE, la inflación medida por los precios de consumo descendió hasta el 2 % en junio del 2012, en comparación con el máximo del 3,3 % registrado en septiembre del año pasado. Además, excluyendo la energía y los alimentos, la tasa de inflación interanual se redujo hasta el 1,8 % en junio del año 2012. Al igual, que en varias economías emergentes, las tasas de inflación interanual han seguido descendiendo en junio.

❖ **La desigualdad de la riqueza:** Por medio del Coeficiente de Gini podemos conocer a grosso modo la repartición de la riqueza en el mundo, ya que este indicador representa un número entre 0 y 1, en donde 0 se corresponde con la perfecta igualdad; es decir, que todos tienen los mismos ingresos y cuando el valor es 1 entonces corresponde a la perfecta desigualdad, lo que significa que una persona tiene todos los ingresos y los demás ninguno.

La desigualdad mundial se estima que es de 0,63, donde "la renta del 20% de las personas más ricas del mundo es 28,7 veces más elevada que la del 20% más pobre".



Fuente: http://es.wikipedia.org/wiki/Coeficiente_de_Gini

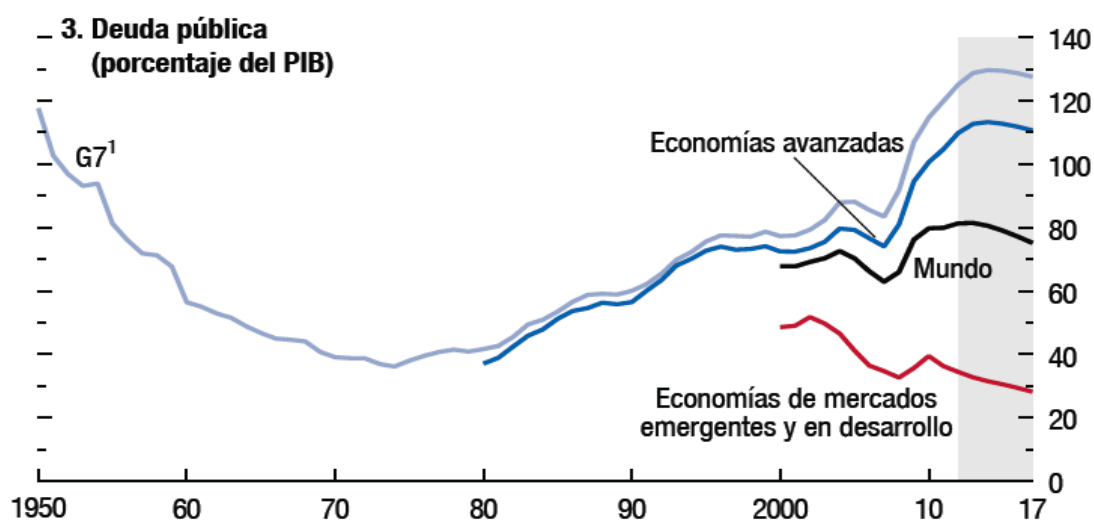
❖ **La Deuda Pública:** ha alcanzado niveles muy altos, y si la experiencia sirve de guía, tomará muchos años lograr una reducción apreciable de esos niveles. Los riesgos relacionados con la deuda pública tienen varios aspectos.

En primer lugar, cuando el producto mundial es igual o superior a su nivel potencial, una deuda pública alta puede elevar las tasas de interés reales mundiales, desplazar el capital y reducir el producto a largo plazo.

En segundo lugar, el costo del servicio de la deuda puede provocar aumentos de los impuestos o recortes de la inversión en infraestructura, que reducen la oferta.

En tercer lugar, un nivel elevado de deuda pública en un país en particular puede elevar su prima de riesgo soberano, con consecuencias que pueden abarcar desde un margen de maniobra limitado para la aplicación de políticas fiscales anti cíclicas (como lo demuestran los actuales problemas en la periferia de la zona del euro) hasta un nivel alto de inflación o incumplimiento directo de las obligaciones cuando los aumentos de las primas de riesgo son muy grandes.

EVOLUCION Y PERSPECTIVA DE LA DEUDA PÚBLICA

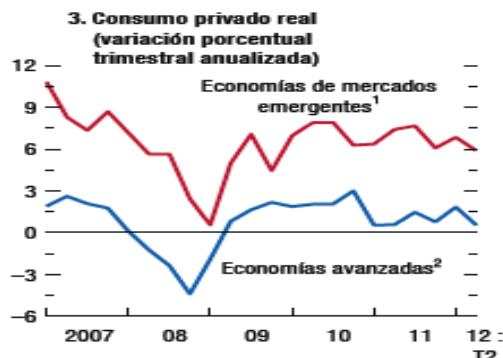


Fuente: Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

El G-7 está integrado por Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido.

❖ **Reducción del consumo:** El consumo ha demostrado una mayor capacidad de resistencia, particularmente en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, en los dos últimos años pero, evidentemente, durante el estallido la tendencia fue de declive total hasta registrarse datos negativos en las economías avanzadas.

CONSUMO PRIVADO REAL



Fuente: Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

1 Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Letonia, Lituania, Malasia, México, Perú, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania y Venezuela.

2 Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos, Israel, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, el Reino Unido, la República Checa, Singapur, Suecia, Suiza y la zona del euro.

9. CUADRO COMPARATIVO DE LA CRISIS

ACTORES	AMERICA LATINA	CRISIS ASIATICA	ACTUAL CRISIS GLOBAL
ANTECEDENTES	Segundo Choque de la Crisis del Petróleo en 1979 (acciones especulativas e irresponsables), ocasiona una subida exorbitante de los precios de los productos industriales.	La reducción de los tipos de interés entre 1987 y 1991 permitió aumentar la inversión y el consumo en los países asiáticos, donde dichas inversiones fueron de carácter especulativo (negocios inmobiliarios y bursátiles) o con dudosos rendimientos, resultado de "innovadores productos financieros".	Tipos de intereses bajos, junto con una abundancia de liquidez en la economía, supuso la Crisis Inmobiliaria - Hipotecas Sub prime en EEUU el verano del 2007 (acciones especulativas e irresponsables de "innovadores productos financieros"), que al producirse una caída exagerada de los precios de las viviendas, conlleva a impagos de los créditos hipotecarios.
DESARROLLO	1980: Crisis Financiera y cambio de Modelo Económico al pasar del Modelo Capitalista al Neoliberal, reduciéndose la participación del Estado, fomentándose la privatización del sector productivo y por último la desregulación del sector económico, financiero y comercial.	1997-1998: Crisis Financiera, que tras la mala gestión y la escasa regulación de las instituciones financieras, se añade el encarecimiento del servicio de los préstamos externos por la depreciación de sus monedas, que termino en problemas de insolvencia y algunas quiebras de dichas instituciones.	2008: Crisis Financiera y rápido contagio entre los países de toda la esfera mundial, gracias a la globalización y a la desregulación de los mercados. Además de la pérdida de credibilidad en los Activos Financieros de "Alta Calidad" y por ende del Sistema Financiero, en donde las instituciones financieras enfrentaron un problema de insolvencia y en algunos casos tan graves, que terminaron en quiebra como Lehman Brothers.
NUDO	1981: Crisis Deuda Externa, incapacidad y falta de voluntad de los países latinos para realizar los pagos. Sumado al panorama desolador de altas tasas de Gasto Público, Inflación, Déficit Fiscal y descenso del Ingreso Público; un crecimiento importante de las tasas de desempleo y un incremento significativo de los niveles de pobreza en la región; una reducción significativa de los niveles de ahorro interno y de inversión productiva y finalmente una transferencia neta de capitales negativa (la salida de capitales, principalmente por pago de la deuda externa, era muy superior al escaso nivel de entradas de capitales).	Crisis de la Deuda, la caída de las bolsas de valores de los países asiáticos hizo aumentar las primas de riesgo, que junto a la reducción de las divisas por exportación, generaron un impago generalizado de las instituciones financieras y de las empresas, luego de haber accedido tan fácilmente a los créditos externos en el pasado.	Crisis de la Deuda, incapacidad de los PIGS (Portugal, Irlanda, Grecia y España) para realizar los pagos. Revelación de altos porcentaje de Déficit y Deuda Pública, junto a la no posibilidad de operatividad de Devaluaciones Monetarias al pertenecer a la Zona Euro. Y como si fuera poco estos países se encuentran en estancamiento económico, altos índices de desempleo, contracción del crédito...
REFORMAS	Las Reformas Estructurales son: Reforma fiscal y tributaria, Proceso de privatizaciones, Liberalización comercial, Liberalización financiera, Desregulación del mercado de trabajo, Política industrial y de competitividad, Política cambiaria y control de la inflación.	Aplicación de políticas expansivas de demanda, puestas en práctica desde mediados de 1998 con un aumento del gasto público y una reducción, en algunos países: de reducción de los impuestos, y al mantenimiento de bajos tipos de interés; al incremento de la contribución de las exportaciones netas al crecimiento del PIB, sobre todo, de productos electrónicos; a la aplicación de reformas estructurales, como la recapitalización y saneamiento de los bancos y la reestructuración de las deudas empresariales; y al flujo neto de capital extranjero privado que volvió a ser positivo en el 2000.	Las Reformas Estructurales: Reforma fiscal y tributaria, Reforma Laboral, Reforma a las Pensiones, Reducción de la Inversión Estatal... que junto a una política monetaria expansiva - acomodaticia, de bajos tipos de interés, vislumbra una recuperación en el crecimiento económico, aunque para la Unión Europea la tendencia de presiones inflacionarias signifique un posible cambio de postura en la política monetaria.
DESENLACE Y ACTUALIDAD	La aplicación del anterior paquete de reformas estructurales, supuso el surgimiento de un nuevo modelo de desarrollo cuyos efectos empezaron a vislumbrarse en los años posteriores, es decir, en la actualidad bajo el nombre de Países Emergentes.	La aplicación de lo anterior, supuso el surgimiento de un nuevo modelo de desarrollo cuyos efectos empezaron a vislumbrarse en los años posteriores, es decir, en la actualidad bajo el nombre de Países Emergentes.	Como es de suponer, la luz al final del camino no se ve de un día para otro y mucho menos, cuando se acentúan acciones especulativas que de continuar así, supondrán una hecatombe, que afectaría también al resto de la Unión Europea, y naturalmente, al Euro. De igual forma, será necesario otro u otros paquetes de reformas, que como se han anunciado buscaran la Liberalización de la economía en pro de ponerle fin a la Crisis de la Deuda, mientras que Estados Unidos sigue por la senda de recuperación con bajos Tipos de Interés.

Fuente: Construcción propia

Por lo tanto, podemos observar que lo único nuevo y diferente de la actual crisis, es el rápido contagio financiero entre los mercados que, gracias a la interrelación de los segmentos del mercado, acabó en contagio mundial y tensiones financieras, así como también la posibilidad de que Portugal, Ireland, Greece y Spain (PIGS) arrasasen con el resto del conjunto de la UE hacia un declive sin precedentes, por estar sujetos a la Zona Euro; algo que por ejemplo para la crisis en América Latina no incidió debido a la libertad individual de los países para maniobrar su política fiscal en pro de sus necesidades.

Además, es importante destacar que países con economías emergentes han mostrado menor vulnerabilidad que en crisis anteriores, debido a que durante años previos a la crisis actual, alcanzaron una situación macroeconómica relativamente sólida, con déficit por cuenta corriente moderado y con una visión diferente acerca de la financiación externa, en donde se busca no depender de ella; por lo que el papel del ahorro doméstico es fundamental y hoy en día es practicado por los países asiáticos como China, de ahí su puesta en escena como posible actor principal, cuyo papel será servir de locomotora para que tire del resto de países, a través de los diferentes mecanismos de interdependencia; una muestra de ello es la disposición de China en la compra de deuda pública de los países PIGS pese a los ataques de los mercados, contribuyendo de esta forma a que la economía de Europa no se hunda.

Finalmente, puedo decir, que el reto más importante para los PIGS ante los efectos de la actual crisis, es que los gobiernos y los bancos centrales se concentren en adoptar medidas para quebrantar la tendencia descendente de los salarios, los precios y la demanda, y reactivar la capacidad del sector financiero para conceder crédito a la inversión productiva a fin de estimular un crecimiento económico real y poder dar fin a media década perdida, ya que se augura panorama negativo para este año y, solo para dentro de 2 años; es decir para el 2014, se espera el tan anhelado crecimiento

económico para Europa; claro está, si se logra llevar por el buen camino las medidas económicas y no lo que en la actualidad está sucediendo, que es repetir la misma historia de, como por ejemplo, la crisis de los 80-90.

10. CONCLUSION

Este documento explica claramente cómo la innovación financiera en los productos derivados, acompañada por la avaricia y la inconsciencia de las entidades financieras y de las ACR, han ocasionado el actual panorama caótico a nivel mundial.

En otras palabras, prácticamente el límite de los productos derivados está impuesto por la imaginación del diseñador y por el éxito que su diseño tenga entre los inversores, debido a que pueden modificar los precios relativos de los activos financieros y no financieros, con lo que se pueden generar olas de inflación financiera, inestabilidad y crisis. En fin, burbujas especulativas, que han sido un factor esencial en la concentración del excedente a lo largo del mundo económico global.

Es muy importante destacar que la burbuja financiera, lejos de haber disminuido, está creciendo; según datos de la Comptroller of the Currency Administrator of National Banks, los grandes conglomerados financieros de Estados Unidos, lejos de haberse alejado de la especulación vía mercado de derivados, están incrementándola, lo que generará una burbuja financiera de una magnitud superior a la que reventó en 2007-2008, lo que tendrá efectos muy serios en la economía mundial, como unas finanzas públicas insostenibles, unos desequilibrios macroeconómicos considerables y unos sistemas bancarios nacionales con dificultades que provocan un deterioro de las condiciones financieras como por ejemplo en algunas partes de la zona del euro en las que las ventajas financieras que conllevó la incorporación a la Unión Económica y Monetaria (UEM) habían sido particularmente sustanciales y los crecientes desequilibrios no fueron frenados por las políticas adecuadas.

Pero además del contexto desregulatorio, se puede destacar la existencia de claros fallos de supervisión, bajo la premisa de que los mercados financieros

se autorregulaban e impedirían asimismo la existencia de prácticas irregulares.

- Ni la autoridad económica ni los organismos supervisores explicaron a los potenciales compradores de viviendas la posible evolución posterior del servicio de su deuda hipotecaria.
- Las autoridades monetarias no llevaron a cabo intervención regulatoria sobre la excesiva concentración sectorial de riesgos.
- Se ignoró por completo durante años previos al estallido a quienes denunciaban la posible existencia de una burbuja inmobiliaria.
- Haber tratado de distinto modo a distintas instituciones financieras, permitiendo la caída de Lehman Brothers, a la vez que se salvaba de la quiebra a otras entidades.

En definitiva, la crisis fue motivada por un conjunto de incentivos perversos, favorecidos por un contexto desregulatorio y una excesiva permisividad supervisora, junto con una política monetaria muy laxa.

Por consiguiente, la postura de este documento hace alusión a las afirmaciones de los siguientes banqueros y catedráticos:

- El banquero Félix G. Rohatyn, el cual advirtió del peligro de estas operaciones calificándolas de *"bombas de hidrógeno financieras"*.
- Warren E. Buffett fue un poco más allá diciendo que los derivados financieros eran como *"armas financieras de destrucción masiva que entrañan peligros que, aunque ahora estén latentes, pueden llegar a ser mortíferos"*.

Aunado a lo anterior, el catedrático de la Universidad de San Diego, Frank Partnoy, afirmó que estaba *"claro que los derivados son un punto central de la crisis y Greenspan era uno de los principales defensores de la liberalización de los derivados"*.

En conclusión, para muchos economistas y gente en general, de haber actuado Greenspan de otra manera frente a los derivados financieros, la crisis se hubiera prevenido o por lo menos mitigado.

11. BIBLIOGRAFÍA

- Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department- May 2012: "*OTC Derivates Market Activity in the second half of 2010*". CH-4002 Basel, Switzerland. <http://www.bis.org>
- *Boletín Mensual Agosto 2012*. Banco Central Europeo. 2012, Madrid: Banco de España, Servicio de Publicaciones-. ISSN: 1725-2970
- Ferguson, Charles. "*Inside Job*". Ed Deusto S.A. Ediciones, 2012. 432p. ISBN 9788423412631.
- Ferrari, Cesar Attilio. Revista de Economía Institucional: "*Tiempos de Incertidumbre. Causas y Consecuencias de la Crisis Mundial*". Vol. 10, No. 19, 55-78 p. 2008.
- KRUGMAN, Paul. "*El Retorno de la Economía de la Depresión y la Crisis Actual*". Ed Critica, 2009. 214p. ISBN: 9788474238570.
- Lewis, Michael. "*El Póquer del Mentiroso*". Ed Alienta, 2011. 384p. ISBN: 9788492414543.
- Lewis, Michael. "*La Muerte del Capital*". Madrid, Ed Esfera Libros, 2011. 371p. ISBN: 9788499700601.
- Niño - Becerra, Santiago. "*Más Allá del CRASH*". Barcelona: Ed Los Libros del Lince, 2011. 190p. ISBN: 9788415070153.
- Ogg, J. Investopedia, 2010: "*CDS and the Mortgage Market*".

- Papademos, L., Speech at the conference "*Beyond the Crisis: Economic Policy in a New Macroeconomic Environment*", 14 de mayo de 2009.
- Perossa, M.; Díaz Uberman, D. y Waldman, P.: "*Las últimas regulaciones en EEUU y Europa, de la crisis Subprime a nuestros días*", en Contribuciones a la Economía, agosto 2012.
- "*Riesgos Financieros Intensos*". Fondo Monetario Internacional, Informe sobre estabilidad financiera mundial, 2012.
- ROUBINI, Nouriel; MIHM, Stephen. "*Cómo salimos de ésta*". Barcelona: Ed Destinos, 2010. 576p. ISBN 9788423343003.
- Santiago de Chile – CEPAL, Naciones Unidas 2009. Serie No. 79 Macroeconomía del Desarrollo: "*La crisis sub-prime en Estados Unidos y la regulación y supervisión financiera 2009*". ISSN 1680-8851.
- STIGLITZ, Joseph. "*Caída Libre*". Madrid: Ed Santillana, 2010. 423p. ISBN 9788430607839.
- "*Tendencias Mundiales del Empleo 2012*". Oficina Internacional del Trabajo, Ginebra, OIT-. ISBN 978-92-2-324925-0.
- Torres López, Juan; Garzón Espinosa, Alberto. "*Crisis de las hipotecas basura, o la basura del capitalismo contemporáneo*". España: ATTAC España, 2009. 97p. Depósito Legal: M-12330-2009.
- Wuhl Sánchez, Daniel. Módulo II MCFI- Universidad de Barcelona, 2011: "*Los Productos Financieros Derivados*".

LINKS DE INTERES:

- <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/xx.html>
- FI MAGAZIN - Futures Industry, edition March/April 2011.
<http://www.futuresindustry.org/read-futures-industry.asp>
- http://es.wikipedia.org/wiki/Coeficiente_de_Gini
- www.markit.com
- <http://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GNS.ICTR.ZS/countries?display=graph>
- <http://www.ilo.org/public/spanish/region/eurpro/madrid/download/tendenciasmundiales2012.pdf>
- Comptroller of the Currency Administrator of National Banks
<http://occ.gov/>