



## ¿ESTÁ LA ECONOMÍA REHACIENDO SU CAMINO OTRA VEZ?

---

JOAN CABRERA ROBLES

### INTRODUCCIÓN:

En 2007, el mundo empezó a enfrentar la crisis económica más fuerte desde el Crack del 29: la crisis de las hipotecas subprime. **Para entender el contexto**, es necesario decir que en 2001, después de los ataques del 11 S, el jefe de la Reserva Federal Mr. Alan Greenspan tuvo que encontrar una forma de mantener la economía fuerte y, para ello, se bajaron los tipos de interés, se recortaron impuestos y, más importante aún, hubo una desregularización de mercados.

Debido a ello, los bancos daban hipotecas con mucha más facilidad, ya que su acceso al dinero de la Reserva Federal era mayor dada la bajada de intereses. Así, cuantas más hipotecas se concedían, más beneficio se obtenía. En esta nueva forma de hacer negocio, los bancos no perdían ya que ante un impago hipotecario, el banco vendería la casa en un mercado que suponían al alza, lo cual les reportaría beneficios igual.

Sin embargo, **la Reserva Federal no permitía a los bancos superar un número determinado de hipotecas concedidas**. Ante este problema, los bancos empezaron a titular activos hipotecarios, lo que les permitía sacar hipotecas de su balance, pudiendo así continuar con un negocio que proseguía con buenas expectativas. El aval requerido era mínimo y, al no estar los bancos interesados en el perfil del cliente, crecieron el riesgo de impago de muchas hipotecas era muy alto. Los bancos se hicieron así con un montón de hipotecas con bajo riesgo de impago, medio y alto riesgo. Ante la dificultad de colocar las de medio y alto riesgo, la banca recurrió a Wall Street, donde se llevó a cabo un proceso de ingeniería financiera con **derivados**, en este caso títulos respaldados por hipotecas. De ahí salieron los **famosos CDO's (Collateralized Debt Obligation)**, por los cuales se mezclaba, en el mismo bono, préstamos hipotecarios con bajo, medio y

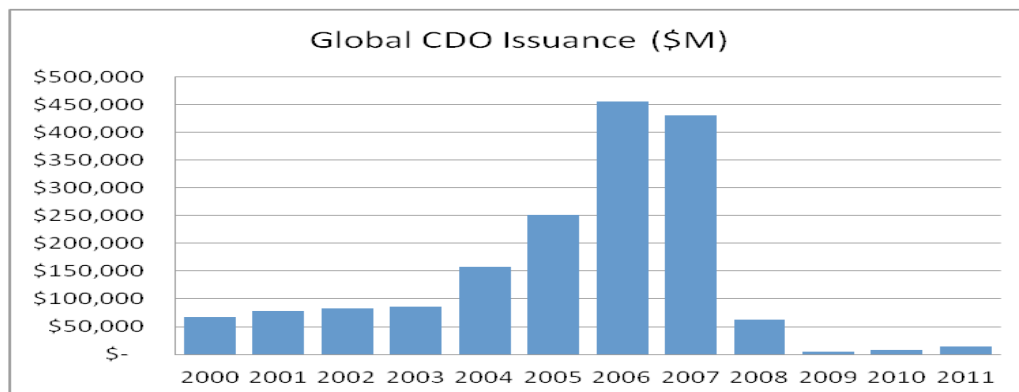


**alto riesgo de impago.** Para que se vendiesen mejor, las Agencias de Calificación las calificaron de forma muy alta, mintiendo en la mayoría de los casos. Así, nadie sabía lo que estaba comprando y, los activos tóxicos se expandieron por el mundo.

Pasado un tiempo, los impagos se multiplicaron exponencialmente poniendo en evidencia la existencia de activos tóxicos en todo el mundo, lo cual freno en seco el volumen de negocio que se llevaba hasta ese momento ya que nadie se fiaba de nadie. **Los Gobiernos de cada país tuvieron que hacer frente a la crisis, cubriendo las pérdidas de su banca e inyectando liquidez y confianza en el sistema bancario.** A su vez, se ocuparon de deshacerse de los activos tóxicos.

En palabras del New York Times: “More than five years later, there is still no answer to perhaps the most critical question raised by the man-made disaster: How much did it all cost?”<sup>1</sup>. Así pues, es importante decir que conocer el coste global de la crisis es casi imposible. Como referencia, de acuerdo con el mismo periódico, el coste de la crisis en 2012 estaba entre 5 y 15 trillones de dólares<sup>2</sup>.

De todo ello se deduce que no había ningún tipo de control sobre CDO's y otros derivados financieros por lo que la crisis apareció. Y es que, fuera de la regulación legal es imposible parar los fallos de la ingeniería financiera. Como puede apreciarse en la gráfica<sup>3</sup>, la emisión global de CDO's cayó en picado después de 2007 al ser la causa principal de la crisis.



<sup>1</sup> Eduardo Porter. ‘Recession’s True Cost is still being tallied’. The New York Times (2015). [http://www.nytimes.com/2014/01/22/business/economy/the-cost-of-the-financial-crisis-is-still-being-tallied.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2014/01/22/business/economy/the-cost-of-the-financial-crisis-is-still-being-tallied.html?_r=0)

<sup>2</sup> Al Yoon. “Total Global Losses From Financial Crisis: \$15 Trillion”. The Wall Street Journal. (2012). <http://blogs.wsj.com/economics/2012/10/01/total-global-losses-from-financial-crisis-15-trillion>

<sup>3</sup> “A dangerous combination: Financial Innovation and the Suppression of Market Forces”. Economics21. (2012). <http://economics21.org/commentary/dangerous-combination-financial-innovation-suppression-market-forces>



Aún con la caída de los CDO's después de 2007, detrás de ellos hay todo un mundo a analizar. **Un mundo lleno de productos financieros basados en derivados, los cuales llegaron a convertirse en los productos estrella y que están en la cima del negocio financiero, siendo el valor del total de los contratos vigentes en el mundo a finales de Junio de 2015 de unos 553 trillones de dólares según el Financial Times.**

### **ANÁLISIS:**

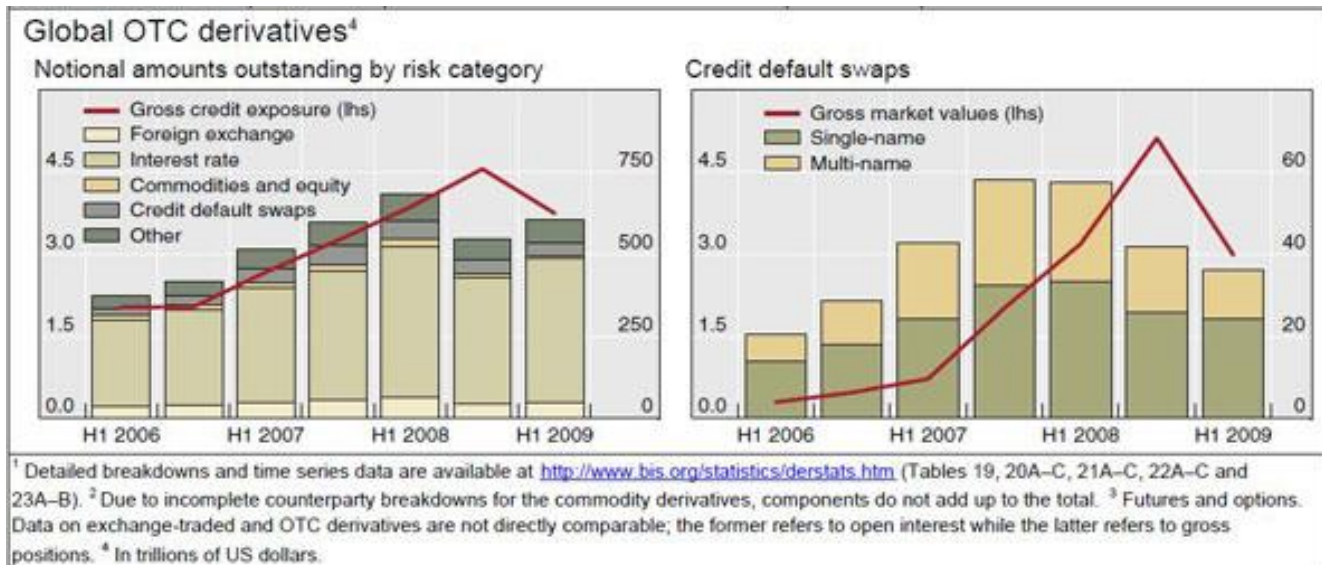
Sin embargo, casi diez años después de la crisis de 2007, parece que el mundo ha perdido la pista de la economía financiera otra vez. Así, tras siete años de crisis, hay varias **preguntas que hacer: ¿Cómo pudo aparecer la crisis? ¿Cuál es la situación actual del comercio con derivados?, ¿qué se ha hecho para cambiar dicha situación?, ¿son los países y sus ciudadanos tan vulnerables como en 2007?**

En el interior de ese mundo encontramos, una gran gama de **productos** financieros. Pese a que los CDO's son uno de los ejemplos más conocidos, la variedad es mucha dependiendo de la función del producto, que puede servir tanto para mezclar derivados (CDO's, CLO's), como para protegerse ante fallos en el sistema (CDS). Existe también un amplio espectro de **actores**, los cuales están en posesión de grandes cantidades de capital, ya que se necesita de un capital importante para poder participar en el mundo de derivados financieros. Bancos de inversión, fondos de pensión, fondos de cobertura, fondos soberanos, agencias de calificación o bancos comerciales son algunos ejemplos de actores.

**Conectando productos y actores se encuentran los mercados**, de donde proceden los problemas principalmente. Existen muchas formas de clasificarlos; mercados de valores, de divisas, financieros, de materias primas y un largo etcétera. Sin embargo, una forma especialmente importante es la que distingue mercados regulados y no regulados. En un mercado regulado, los actores siempre poseen información acerca de todos los aspectos de los negocios. De este modo, no existe duda alguna acerca de precios, procedencia u otro tipo de información. La causa de ello es la existencia de una "contraparte", que asegura la consecución de todos y cada uno de los negocios pactados.



De forma contraria, existen mercados no regulados, caracterizados por la inexistencia de regulación o contraparte, por lo que poca o ninguna información acerca de actores o tratos puede ser conocida por autoridades y Gobiernos. Son los llamados **mercados O.T.C (“Over The Counter” o “Más allá del mostrador”)** ya que no hay un lugar físico en el que intercambiar productos de los que tampoco se tiene información precisa. Como consecuencia, el riesgo de impago es siempre muy superior en este tipo de mercados.



Sin embargo, **los mercados O.T.C pueden ofrecer a cualquier inversor aquello que está específicamente buscando**, ya que no hay ningún tipo de contrato estándar como los de los mercados regulados, en la que las partes deben ceñirse a las reglas establecidas por la contraparte, que exige estandarización. A modo de comparación, la diferencia entre estos mercados sería la diferencia entre un comprador de un traje que acude a una tienda normal, en la que encontrará distintas tallas y seleccionará la mejor y, aquel comprador que va a una tienda en la que le hagan un traje a medida.

De las gráficas<sup>4</sup> se desprende que **los mercados O.T.C ayudaron a expandir la crisis subprime**. De hecho, como refleja el B.I.S (Banco de Pagos Internacionales), cuatro años después del inicio de la crisis en 2011, los mercados O.T.C movían el 90% de todas las operaciones globales con derivados y también con bonos. Su valor está calculado en alrededor de 600 Billones de dólares.

<sup>4</sup> Ron Hera. “Forget About Housing, The Real Cause Of The Crisis Was OTC Derivatives”. Business Insider. (2010). <http://www.businessinsider.com.au/bubble-derivatives-otc-2010-5>



Después de la crisis, **los Gobiernos se dieron cuenta que algo debía cambiar** para resolver el problema financiero. Las cumbres del G20 de Pittsburgh (2009) y Toronto (2010) supusieron el primer paso en la regulación de mercados OTC.

En palabras de la resolución de las cumbres, el cambio regulatorio era necesario: “To make sure our regulatory system for banks and other financial firms reins in the excesses that led to the crisis, where reckless behavior and a lack of responsibility led to crisis, we will not allow a return to banking as usual”.

Las cumbres **dejaban a cada uno de los Estados** la tarea de regular los mercados O.T.C, instaurando una contraparte que se encargase de supervisar la actividad financiera. Es en base a ello que Estados Unidos desarrolló la ley Dodd - Frank en 2010, así como la Unión Europea hizo lo propio creando la EMIR (European Market Infrastructure Regulation). También siguiendo las cumbres del G20, Rusia, Japón y Australia están intentando implementar regulación en tema de derivados y mercados OTC. En el caso ruso, es la NCC (National Clearing Centre) el organismo encargado de lidiar con la regulación, mientras que en el japonés es la Financial Services Agency. En China, sin embargo, aunque la CSRC (China Securities Regulation Commission) está al cargo de la regulación, lo cierto es que el nivel de desregulación existente es el más alto en la actualidad debido al desinterés en controlar mercados desregulados. **China se encuentra en una ola de liberalización económica en la que, la regulación OTC solo iría en contra de esa tendencia.** Así, mientras la mayoría de Gobiernos tratan de establecer una regulación, de mejor o peor manera, el interés de China está lejos de lo acordado en las cumbres del G20. La agencia de noticias Reuters recoge la tendencia china al decir que: “China's securities regulator said on Friday it would release measures to further promote the development of the New Third Board, the country's most active over-the-counter equity exchange, part of efforts to aid China's small companies”<sup>5</sup>.

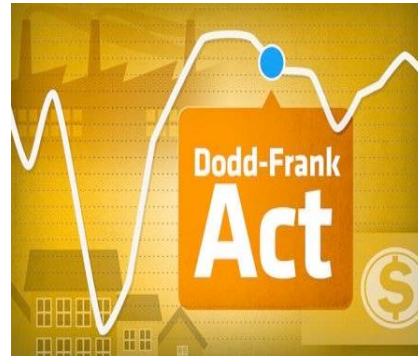
**La situación actual de las regulaciones a nivel mundial dista mucho de ir por muy camino ya que los Gobiernos no han acabado todavía de aprobar una regulación sobre mercados OTC aún con el tiempo pasado y los intentos llevados a cabo.** Así, dichos mercados continúan funcionando de la misma manera y sin ningún control debido al retraso en la regulación. En Estados Unidos, el retraso se ha prolongado hasta Septiembre de 2016, al concederles a los diversos actores un mayor margen de tiempo para prepararse. En Europa, la MIFID II (Markets in Financial

---

<sup>5</sup> Samuel Shen. “China securities regulator to promote development of New Third OTC Board”. Reuters. (2015). <http://www.reuters.com/article/china-regulator-otc-idUSB9N10A02020151120>



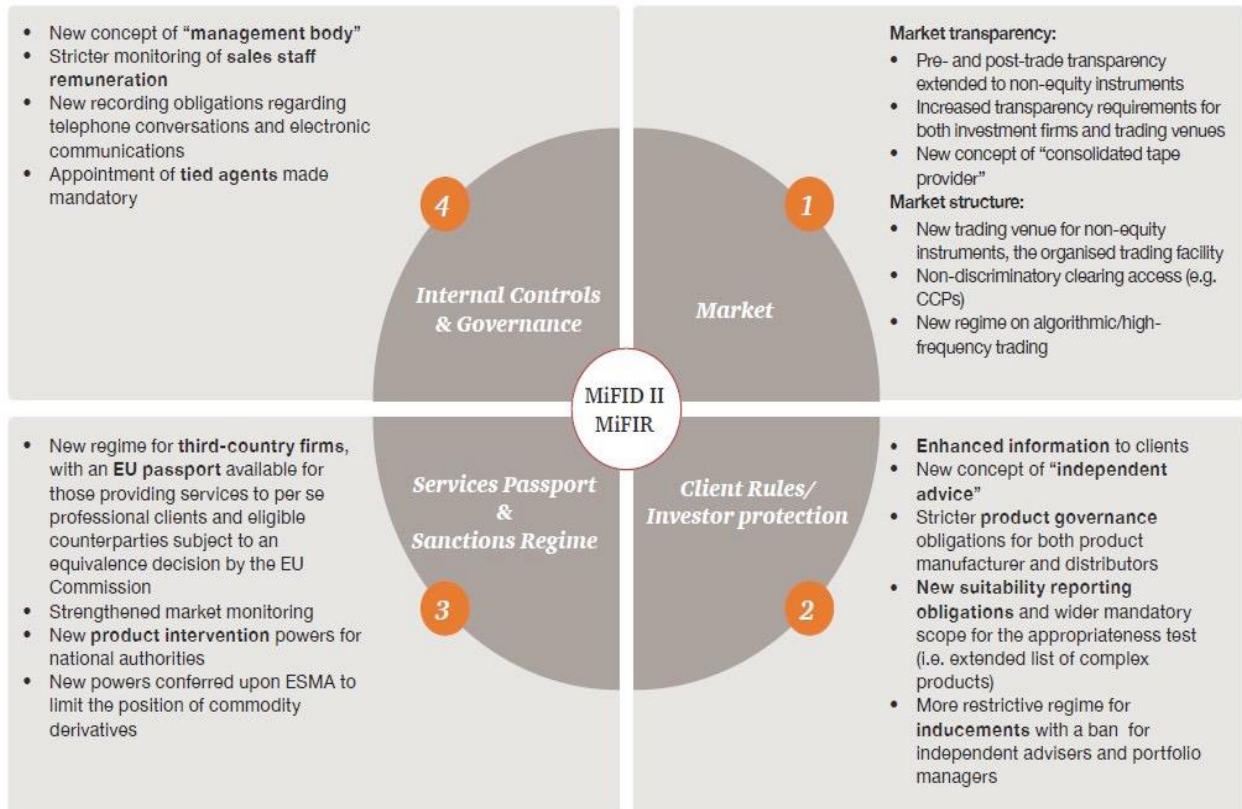
Directive II) es el plan para regular y dar transparencia a los mercados que viene de la EMIR, pero cuya regulación debe esperar hasta el principio del 2018 ya que el pasado Febrero, el Parlamento Europeo propuso también una demora en la aplicación



**Todos los esfuerzos por regular se basan en los mismos principios, intentando generar una mayor transparencia y un mayor control de los mercados no regulados, así como una mayor protección para sus clientes.** Ello significa que un intermediario gubernamental, llamado “contraparte”, controlaría todas las transacciones mediante grabación de todas las conversaciones telefónicas o a través de internet, tratando de asegurar tanto la viabilidad del trato como la seguridad y acceso a la información del cliente. La normativa MIFID II<sup>6</sup> es un buen ejemplo de lo que recoge esta nueva legislación:

---

<sup>6</sup> Mani. “MiFID II / MiFIR – A Game Changer”. ValueWalk. <http://www.valuwalk.com/2014/10/mifid-ii/>



Es importante decir que éste tipo de mercados O.T.C no son la única forma de economía financiera desregulada. El segundo problema de mayor importancia es el llamado “**Sistema Bancario en la Sombra**” o **Shadow Banking System**, que no es sino una forma de dar y obtener **financiación que tienen los actores financieros en base a préstamos**. La forma normal de financiación consiste que las entidades bancarias conceden intereses por el capital que sus clientes depositan y, en base a ese dinero, conceden préstamos a otros clientes con una tasa de interés mayor, con lo que la entidad bancaria obtiene beneficios pero con una supervisión de las transacciones realizadas...

Mediante la banca en la sombra, los clientes pueden obtener financiación que no procede de la forma natural, bajo un interés mayor pero sin ningún tipo de regulación, razón por la que muchos clientes prefieren esta clase de banca, en las que las cantidades de capital que se mueven son muy grandes, a la vez que la velocidad de negocio muy rápida. Éste tipo de banca fue

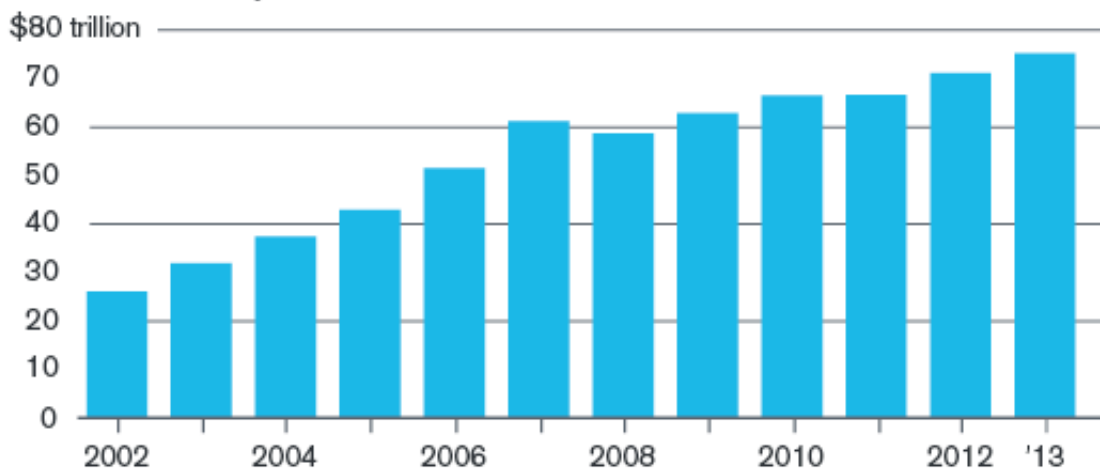


muy utilizada tras la llegada de la crisis financiera, debido a la inexistencia de crédito, con lo que aumentó en un gran porcentaje. Dicho aumento continua a la alza en la actualidad.

En 2007, la banca en la sombra movía alrededor de 60 trillones de dólares, aumentando dicha cantidad hasta los 71 trillones en 2013. Hoy en día, la cantidad de capital que mueve es de alrededor de 75 trillones de dólares<sup>7</sup>. Como se puede apreciar en la gráfica<sup>8</sup>, después de la crisis financiera, la banca en la sombra siguió creciendo, alcanzando niveles cada vez mayores.

## Global Shadow Banking Assets

Total value of 20 jurisdictions and euro area



9

Al contrario que a la emisión de derivados en los mercados O.T.C, el nivel de negocio de la banca en la sombra no disminuyó con la crisis. De acuerdo con la Financial Stability Board: “Global assets of financial entities classified as shadow banking under the economic functions approach in 26 jurisdictions continued their upward trend, increasing \$1.1 trillion in 2014”.

En este sentido, **la regulación sobre la banca en la sombra está incluso menos preparada que la de la banca normal, en lo que el Wall Street Journal llama Era Oscura**<sup>10</sup>. De hecho, muchos actores en este tipo de

<sup>7</sup> Michael Snyder. “The 75 Trillion Dollar Shadow Banking System Is In Danger Of Collapsing”. Washington’s Blog. (2015). <http://www.washingtonsblog.com/2015/07/the-75-trillion-dollar-shadow-banking-system-is-in-danger-of-collapsing.html>

<sup>8</sup> Sheridan Prasso. “Shadow Banking”. Bloomberg. (2015). <http://www.bloombergtv.com/quicktake/shadow-banking>

<sup>9</sup> “Global Shadow Banking Monitoring Report 2015”. Financial Stability Board. (2015). <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2015.pdf>

<sup>10</sup> Peter. J. Wallison. “Regulation of Shadow Banking Takes a Dark Turn”. The Wall Street Journal” (2015). <http://www.wsj.com/articles/peter-wallison-regulation-of-shadow-banking-takes-a-dark-turn-1423527609>



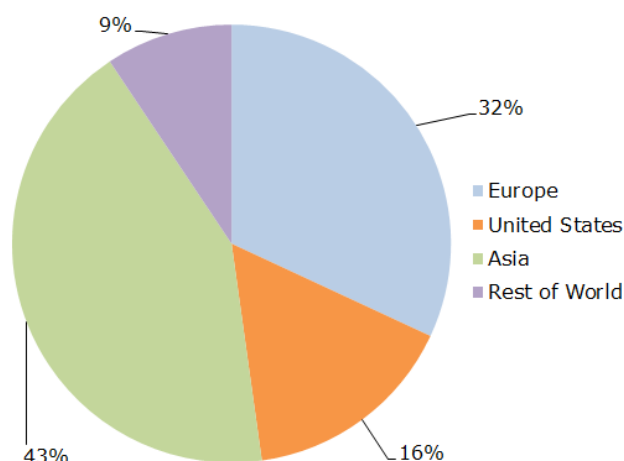


banca han evitado la regulación que los Gobiernos han puesto a la banca comercial, ya que no pueden ser controlados. La agencia Reuters lo deja claro diciendo:” Such non-bank investors, which include actors as diverse as asset managers and hedge funds, have largely been spared the regulatory ramp-up banks have seen since the 2008-2009 financial crisis that required them to hold more capital.”

En 2015, los Estados Unidos empezaron a regular su sistema bancario en la sombra. El Wall Street Journal así lo establece al afirmar que el año pasado la Reserva Federal estaba intentando aumentar los esfuerzos para investigar y posteriormente regularlo. En el caso europeo, la legislación también empezó a ser aprobada el año pasado, cuando el Parlamento Europeo introdujo la notificación obligatoria de las operaciones de financiación de valores para ayudar a los reguladores a detectar la acumulación de posiciones excesivamente arriesgadas, según Reuters.

Siguiendo la misma tendencia que con los mercados OTC, el sistema bancario en la sombra de China está creciendo a un ritmo muy acelerado debido a la ausencia de esfuerzo regulatorio. El Banco de Reserva Federal de San Francisco establece que<sup>11</sup>: “Asia contributed to the growth rate of shadow banking at a level disproportionate to its share of total assets. In fact, Asia added more to the increase in global shadow banking than either Europe or the United States (at 2014)”. Es así como vemos que:

### **CUOTA DE CRECIMIENTO DE LA BANCA EN LA SOMBRA (2014)**



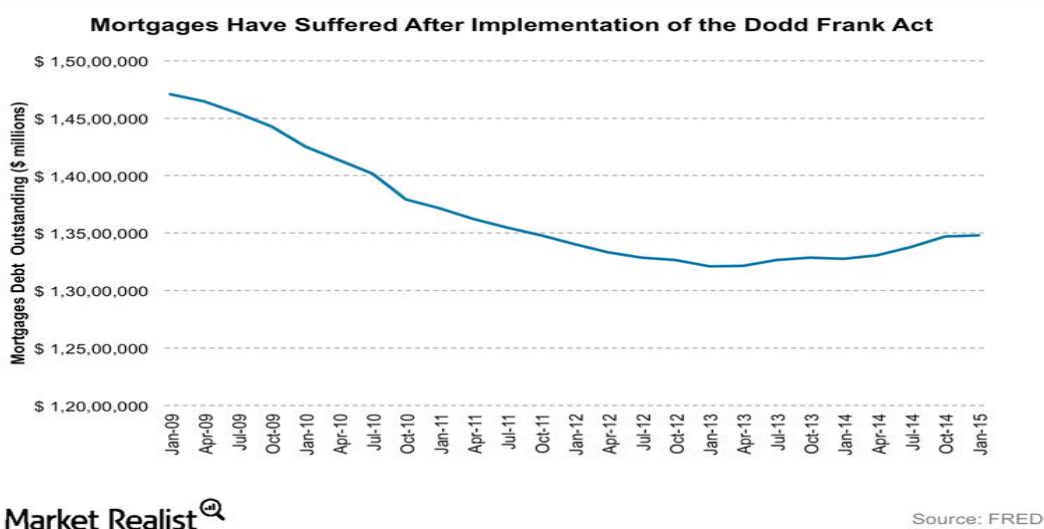
<sup>11</sup> Nicholas Borst. “Asia is the New Engine of Growth in the Shadow Banking System”. Federal Reserve Bank of San Francisco. (2015). <http://www.frbsf.org/banking/programs/asia-program/pacific-exchange-blog/asia-is-the-new-engine-of-growth-in-the-shadow-banking-system/>



**CONCLUSIÓN**

Existen cuatro grandes problemas en este nuevo esfuerzo hacia un sistema financiero global más regulado, siendo éstos:

**1. Demasiada regulación puede ser mala para la economía.** Un exceso de regulación podría hacer que los inversores evitasen usar mercados O.T.C reformados así como un sistema bancario en la sombra que ya no lo estaría. Entonces, la regulación puede actuar haciendo disminuir los niveles de negocio, como puede apreciarse en la gráfica<sup>12</sup>, que enseña cómo se ha reducido la demanda de hipotecas.



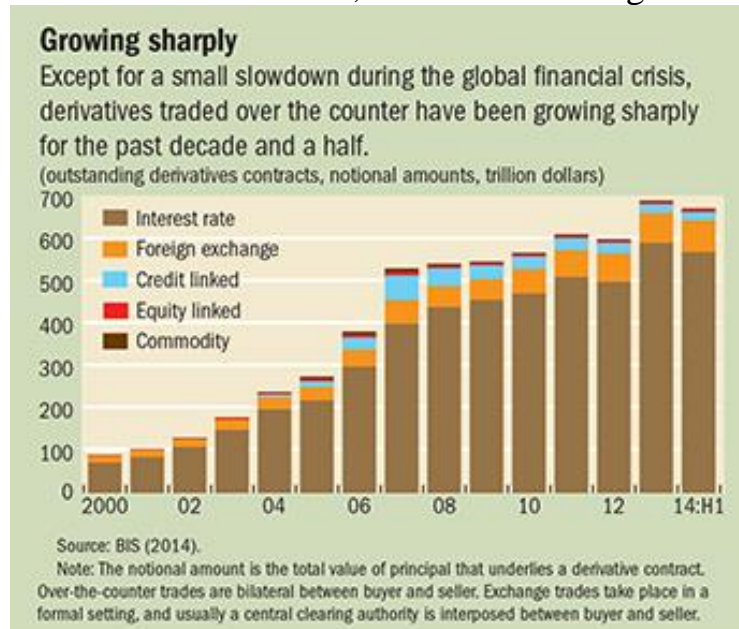
**2. No existe una regulación internacional.** Cada país, ya sea Rusia, Australia, Japón o los Estados Unidos intentan controlar sus sistemas no regulados convirtiéndolos en regulados, tanto en el intercambio de derivados como en el aprovisionamiento de financiación. Sin embargo, una gran parte de este tipo de negocios se lleva a cabo en el ámbito internacional y, una actuación al unísono de todos y cada uno de los Estados en base a una regulación que se pueda aplicar en todos los países es imprescindible.

<sup>12</sup> Rebecca Keats. “The Dodd-Frank Act Has Suffocated Mortgages”. Market Realist. (2015). <http://marketrealist.com/2015/11/dodd-frank-act-suffocated-mortgages/>

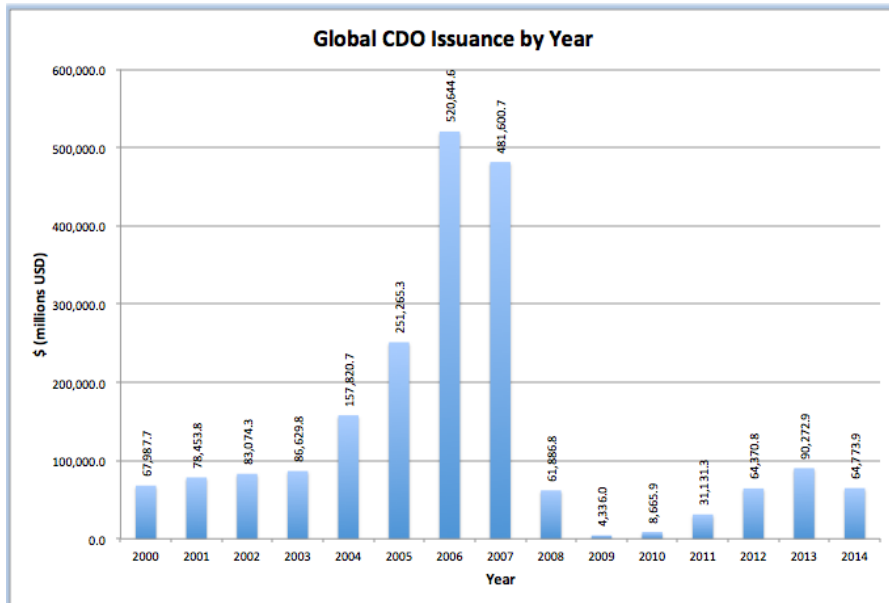


3. La regulación de los mercados OTC se completará en tiempos distintos dependiendo del país. Así, entre 2016 y 2018 el período de demoras debería estar concluido. Dicha **demora demuestra que no muchos de los actores están satisfechos con el tipo de regulación que se avecina**, así como otros no están listos. Además, no se puede afirmar que la mayoría de actores estén demandando una regulación, sino que son los ciudadanos, y, en parte los Gobiernos los que entienden que la situación es incontrolable.
  
4. **China no está interesada en la regulación de los mercados O.T.C o del sistema bancario en la sombra** ya que no es lo conveniente en una liberalización económica como la que está llevando a cabo. Debido a dicha liberalización, el estado chino va en contra de lo que la mayoría de Gobiernos considera necesario, aun con esa enorme reticencia de muchos actores económicos.

Puede afirmarse fácilmente que la crisis de las hipotecas se dio debido a la ausencia de regulación financiera, con lo que los derivados se diseminaron por el mundo de la forma en que lo hicieron. Hoy en día, es un negocio que no solo se mantiene sino que está más fuerte que nunca, ante la falta de regulación. De hecho, los CDO's, los chicos malos de la crisis están volviendo a crecer en número de la misma forma que otros derivados negociados en mercados O.T.C. Así, como muestra la gráfica<sup>13</sup>:



<sup>13</sup> A Political Junkie. "Collateralized Debt Obligations. An unlearned lesson". Viable Opposition (2014). <http://viableopposition.blogspot.com.es/2014/05/collateralized-debt-obligations.html>



Se concluye que el mercado está un paso por delante de la regulación ya que un sector financiero liberalizado y vigoroso juega un papel clave en el crecimiento económico, por lo que los países no pueden prescindir de

esa parte de la economía. Por ejemplo, algunos actores económicos-financieros son vitales para los países y, en ciertos casos, “demasiado grandes para caer”. Debido a eso, los Gobiernos se encuentran a sí mismos en un **dilema: la economía financiera representa una gran parte de la economía, pero es de donde la mayoría de problemas económicos actuales han venido**. Siendo las cosas así, **no hay otra forma de lidiar con éste dilema que mantener la regulación inmediatamente detrás de la economía, dando libertad a los actores, pero con un conocimiento de características y transacciones**.

La economía funciona y funcionará buscando un espacio de libertad. Ante la aparición de problemas en base al progreso de esa libertad, la regulación intenta coger a la economía, siempre intentando mantener la libertad de los actores con el fin de evitar que éstos hagan un uso aún mayor de una libertad que no les puede ser quitada por ser “demasiado grandes para caer”

Aún con ésta forma cíclica de funcionar, alcanzar una regulación internacional sobre los mercados O.T.C y la banca en la sombra sería todo un logro. Una ley internacional no impediría que los actores se alejasen de la ley o que se creasen derivados basados en activos tóxicos pero, cuando la regulación fuese necesaria, como hoy en día, actuar sería mucho más fácil, ya que se trataría de la misma ley. **Hoy, la economía no está solo un paso adelante de la regulación, sino que lo está dos al menos**.