

No cabe ninguna duda de que la crisis financiera actual es la mayor que ha padecido el sistema financiero mundial desde el crack del 29. Si bien el detonante de la crisis puede situarse a mediados del año 2007 en los Estados Unidos, sus causas deben buscarse en políticas y prácticas que, en los últimos años, se han seguido no sólo en Norteamérica sino también en Europa.

A este respecto cabe señalar que un elemento clave ha sido la gran transformación que, en estos años, ha experimentado la actividad de los bancos. En efecto, el modelo tradicional de banca comercial ha evolucionado hacia un modelo de "originar y distribuir" en el que los riesgos asumidos por un banco en el momento de la concesión del préstamo no se mantienen hasta su vencimiento sino que se transfieren a terceros a través de procesos de sindicación y, sobre todo, de titulización de activos. Los riesgos que, a largo plazo, puedan conllevar las operaciones de préstamo realizadas pasan a ocupar, en muchos casos, un segundo plano. Adicionalmente, la actividad en banca comercial se ha visto complementada por una creciente presencia de la banca en los mercados financieros operando, tanto por cuenta propia como por cuenta ajena, a través de compañías especializadas de inversión, lo cual ha hecho factible la asunción de riesgos, más allá de lo que las autoridades supervisoras de un banco hubieran permitido. Finalmente, los bancos recurren cada vez más a la utilización de derivados de crédito en su proceso de gestión de riesgos, no teniendo siempre presente que dichos productos no eliminan el riesgo de contrapartida, sino que lo transforman, situando éste en aquella institución que vende la protección. En definitiva, los riesgos bancarios se localizan cada vez más en operaciones no recogidas en los balances. En un sistema de supervisión compartimentado como el actual, los estándares de control aplicados sobre un mismo riesgo son distintos en función de la institución a la que se encuentre adscrito. De este modo, el seguimiento y control que se realiza sobre las operaciones fuera de balance es distinto a aquel que se efectúa sobre los riesgos incluidos en el balance.

Un segundo aspecto fundamental, que se complementa con el anterior, ha sido la política de bajos tipos de interés que se ha seguido, sobre todo, en los Estados Unidos. El sistema se ha encontrado con una gran liquidez que debía ser invertida (piénsese que, a finales de los 90 y principios

de este siglo, se realizaron inyecciones suplementarias en momentos de crisis, como es el caso de la crisis de la deuda rusa, la crisis asiática y los ataques del 11S). Los bancos se lanzaron a financiar operaciones corporativas, con unos niveles de apalancamiento muy por encima de los permitidos en épocas anteriores, y operaciones hipotecarias (sobre todo inversión residencial), con unos estándares de solvencia y garantías muy por debajo de lo que había venido siendo la práctica habitual en este segmento (las denominadas hipotecas subprime).

De todos modos, estas operaciones, sobre todo las hipotecarias, no se entenderían sin un modelo de banca como el anteriormente descrito, en el que el originador transfiere los riesgos a un tercero antes de que, en términos probabilísticos, la operación pueda presentar problemas. Y dentro de este proceso de transmisión de riesgos es donde aparece un tercer elemento clave: El SIV, vehículo de inversión estructurada que se utiliza para la titulización de los activos subprime. Al contrario de los vehículos tradicionales (SPV), el rendimiento y amortización de los valores emitidos por el SIV no se encuentran ligados a los flujos de caja generados por la cartera titulizada que los soporta. El SIV se sustenta en sucesivos programas de emisión a corto plazo (que, no se olvide, están respaldados por activos a muy largo plazo), que introducen en el vehículo un elevado riesgo de liquidez en el momento en el cual las emisiones deben ser refinanciadas. El éxito de las colocaciones de estos valores entre inversores institucionales no podría ser entendido sin atender al papel que, en ellas, jugaron las agencias de *rating*. Basándose en la diversificación regional de los activos incluidos en las carteras titulizadas, asumiendo un entorno alcista para los precios de la vivienda, y considerando las mejoras crediticias que los bancos promotores aportaban a los vehículos, estas agencias otorgaron la máxima calificación (triple A) a las emisiones de estos vehículos, respaldadas por activos subprime.

El estallido de la burbuja inmobiliaria en los Estados Unidos generó desconfianza y, simultáneamente, problemas de refinanciación en los vehículos que no pudieron hacer frente a sus compromisos de pago. El monto de las inversiones que los bancos europeos y americanos tenían en los vehículos provocaron una reacción en cadena que sumió en una profunda crisis al sistema financiero internacional. Islandia vio cómo su sistema financiero literalmente

quebraba. El Reino Unido, Alemania y, sobre todo, los Estados Unidos tuvieron que rescatar de la quiebra a importantes instituciones (tanto públicas como privadas) de su sistema financiero. La crisis financiera llevó a una crisis económica que puso en jaque a grandes corporaciones mundiales (como es el caso de General Motors) y a una más reciente crisis de la deuda soberana de determinados países, que, como el caso de Grecia e Irlanda, han necesitado el auxilio de sus socios europeos.

Las causas, consecuencias y medidas que se deben tomar a raíz de la crisis financiera constituyen un campo de investigación muy atractivo que está generando y, a buen seguro, generará en el futuro interesantes trabajos académicos. En este número se presenta un conjunto de lo que podría considerarse son los primeros trabajos sobre la crisis, esto es, aquellos que se realizan en un momento en el que, presumiblemente, la crisis financiera todavía no ha generado todas sus consecuencias.

Los profesores Agudelo y Castaño, en su trabajo "Do foreign portfolio flows increase risk in emerging stock markets? Evidence from six Latin American countries 1999-2008", presentan un original estudio sobre la relación entre los flujos internacionales de capital y la volatilidad de los mercados bursátiles de seis países latinoamericanos. En el análisis empírico realizado ponen un énfasis especial en el periodo en el que se originó la actual crisis financiera.

Por su parte, en el trabajo titulado "Prediction of financial crises by means of rough sets and decision trees", los profesores Díaz, Sanchis y Segovia realizan una interesante aplicación de técnicas de inteligencia artificial en la predicción de crisis financieras. Ponen de manifiesto las ventajas de las técnicas no paramétricas y resaltan la importancia de la política monetaria en la predicción de las crisis.

García y Guijarro en su artículo "Crisis bursátil: ¿es preferible una estrategia de gestión activa o pasiva?" exploran la adecuación de una estrategia de gestión activa o pasiva en la realización de inversiones en el mercado bursátil español en épocas de crisis. La hipótesis que se asume sobre la eficiencia del mercado en dichas épocas resultará fundamental a la hora de fijar la estrategia.

"Financial crisis and market risk premium: identifying multiple structural changes" de García, Congregado, Golpe y de la Vega, estudia la relación entre cambios estructurales en la prima de riesgo de mercado (definida como la diferencia entre la rentabilidad del mercado bursátil y la de un bono libre de riesgo) y la fase del ciclo económico. El trabajo plantea una interesante aportación en el ámbito de la previsión de los periodos de crisis.

El profesor Tirado incide, en su artículo "Valor contable y crisis financiera: las entidades bancarias españolas", en la utilidad de la información contable publicada por las entidades bancarias para la toma de decisiones por parte de

sus usuarios. El carácter determinista y retrospectivo de esta información no la hace adecuada para anticipar una etapa de crisis como la actual, siendo necesaria la publicación de información complementaria relativa a los riesgos asumidos.

En el trabajo "Efectos de la crisis financiera sobre la innovación en la reorganización de los sistemas bancarios: los sistemas institucionales de protección en las entidades financieras de ámbito territorial" Palomo, Sanchis y Gutiérrez analizan una novedosa forma de integración de entidades bancarias, el denominado sistema institucional de protección. La concentración dentro del sistema financiero constituye una de las medidas propuestas dentro de la necesaria reforma del sistema que la crisis ha puesto de manifiesto. El mecanismo de fusión fría analizado en el trabajo supone una alternativa de integración atractiva para aquellas entidades en las que, por motivos jurídicos, necesitan preservar cierto grado de autonomía en su gestión.

En otro ámbito, sin cuestionar la utilidad o no de los índices de riesgo país como indicadores del riesgo percibido en un momento concreto, San Martín y Rodríguez se plantean la efectividad de dichos índices como predictores de la crisis en su artículo "La imprevisibilidad de la crisis: un análisis empírico sobre los índices de riesgo país".

Miralles, Miralles y Miralles analizan, en "Rentabilidades anormales y estrategias de inversión en periodos de crisis: el caso español", las diferencias en el comportamiento de índices bursátiles referidos a grandes, medianas y pequeñas empresas ante shocks de mercado. A partir de este punto se pueden determinar cuáles son las estrategias de negociación más adecuadas en los periodos de crisis (asociados a shocks negativos).

Finalmente, el profesor Fernández centra su trabajo "Descentralización, deuda pública y disciplina de mercado en España" en el estudio de una peculiar relación que existe en España entre algunas instituciones bancarias, las Cajas de Ahorro, y la administración regional (las Comunidades Autónomas), tema que en una época como la actual de crisis en el sistema financiero cobra una especial relevancia.

Noviembre de 2010

J. DAVID CABEDO, EDITOR INVITADO
Universidad Jaume I de Castellón, España.

ISMAEL MOYA, EDITOR INVITADO
Universidad Politécnica de Valencia, España.

EDISON JAIR DUQUE OLIVA
DIRECTOR
Profesor tiempo completo, Universidad Nacional de Colombia.