

ISSN 1992-1896



Contabilidad y Negocios

Revista del Departamento Académico
de Ciencias Administrativas
volumen 4, número 8
noviembre 2009

- Contabilidad de Gestión
- Banca y Finanzas
- Administración
- Formación Profesional



**FONDO
EDITORIAL**

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

Riesgos financieros después de la crisis *subprime*

Financial risks after the subprime crisis

Rodrigo Leiva Büchi

Ernst & Young

Resumen

La crisis *subprime* dejó al descubierto una serie de riesgos financieros que, hasta antes de la crisis, no eran considerados como prioritarios. Entre otros, el riesgo de liquidez se ve ahora como uno de los principales temas a abordar por parte de todas las instituciones. Adicionalmente, quedó en evidencia que la administración de riesgos se enfocaba solamente en lo conocido y esperado, dejando de lado el análisis y evaluación de eventos de baja probabilidad de ocurrencia, pero alto impacto. Por último, la crisis *subprime* deja ciertas lecciones en torno a la regulación de los mercados financieros que se deben tener en cuenta al momento de redactar nuevos marcos regulatorios.

Palabras clave: crisis *subprime*, riesgo financiero, cisnes negros.

Abstract

The subprime financial crisis revealed some of risks that were not considered as a priority. Among others, a liquidity risk is now considered as one of the main risks to work with by all institutions. Apart from that, it became obvious that traditional risk management focused only on what was known and expected, ignoring analysis and testing events with low probability but high impact. Lastly, the subprime crisis left a number of lessons in relation to the regulation for financial markets that must be considered when creating a new regulatory system.

Key words: subprime crisis, financial risks, black swans.

Introducción

Una de las primeras preguntas que surgen, al analizar la crisis financiera reciente, es si existía información disponible en los años previos a la crisis, que permitiera algún tipo de acción preventiva desde la perspectiva de la gestión de riesgo financiero para las compañías en todo el mundo. Al respecto, Warren Buffet señaló lo siguiente a los accionistas de Berkshire Hathaway Inc.:

Grandes cantidades de riesgo, particularmente riesgo de crédito, se han concentrado en las manos de pocos operadores de derivados, que en añadidura, realizan

transacciones entre ellos de manera intensa. Los problemas de uno podrían rápidamente afectar el resto [...] no existe un banco central asignado a prevenir los efectos dominó que tienen los seguros y derivados [...] en nuestra visión, sin embargo, los derivados son armas financieras de destrucción masiva, que por ahora latentes, son potencialmente letales. (Berkshire Hathaway Inc. 2002)

En este artículo, expondremos una síntesis de los orígenes de la crisis *subprime* para luego enfocarnos en los principales riesgos financieros que han quedado al descubierto hoy en día.

La crisis *subprime*

Los orígenes de la crisis *subprime* resultan complejos de rastrear. Greenspan (2007) señala que incluso las raíces de la actual crisis se pueden seguir hasta el término de la Guerra Fría y la caída del Muro de Berlín. Así, este artículo solo reproducirá un resumen de lo que hoy se considera como la génesis de la crisis.

- Largo periodo de crecimiento económico sumado a bajas tasas de interés con un mercado de viviendas en alza
- Creciente demanda por activos de mayor rendimiento que lleva a un fuerte crecimiento de los créditos *subprime*
- Crecimiento exponencial de productos estructurados de financiamiento e inversión con baja o nula información sobre precios
- Acumulación de seguros de crédito o *credit default swaps* en pocas contrapartes
- Contabilidad internacional para instrumentos financieros a valores de mercado con efectos (pérdidas o ganancias) reconocidos directamente en los resultados del periodo

Es necesario resaltar que la crisis estuvo latente, tal como un accidente que está esperando su realización. Si no hubiera sido impulsado por las estructuras *securitizadas* de los créditos hipotecarios, se hubiese evidenciado en algún otro lado y generaría las mismas consecuencias.

Las lecciones en gestión de riesgo financiero

1. Gestión de la liquidez: ¿tengo acceso a suficientes fuentes de liquidez que me permitan cumplir con mis obligaciones?

Poco se ha hecho desde la crisis financiera rusa de 1998 que desató fuertes problemas de liquidez en las insti-

tuciones financieras. El tema no es trivial, ya que, de acuerdo con la encuesta de riesgos realizada por Ernst & Young (2008), la pérdida de liquidez —fomentada por la sobreconfianza en el financiamiento de corto plazo, el excesivo optimismo, productos no bien entendidos y complacencia— fue vista por nueve de diez entrevistados como la lección más importante aprendida del efecto desastroso de la constricción de los mercados globales.

Hoy se entiende que el riesgo de liquidez debe abordarse de manera distinta al de crédito y mercado. La diferencia yace en que, en estos últimos, la gestión de riesgo trata de evaluar el nivel tolerable que se desea asumir o apetito de riesgo y, en función de esto, determinar la rentabilidad exigida de las líneas de negocio. Esto asume que la compañía esté dispuesta a aceptar la ocurrencia de un número de eventos de riesgo de crédito o mercado en virtud de los beneficios esperados. En el caso de la liquidez, el problema es diferente. Un solo evento de liquidez puede producir la quiebra de la compañía; en este sentido, la gestión del riesgo de liquidez debe ser realizada desde su *safe side*, es decir, considerándola como un evento donde el objetivo es minimizar la probabilidad de ocurrencia.

Un problema no resuelto es que, en toda cadena de liquidez, puede haber un *eslabón débil* que puede desencadenar un evento no deseado. En este sentido, en la industria financiera, se está evaluando que la gestión del riesgo de crédito/liquidez no solo incluya las contrapartes directas, sino también las indirectas de acuerdo con su nivel de importancia.

2. Riesgo de contraparte: ¿las contrapartes en mis contratos (clientes, derivados, seguro) cumplirán con los pagos si ocurre el evento que lo desencadena?

Un gran volumen de transacciones en derivados o seguros realizadas en el pasado sin necesidad de márgenes, garantías o capacidad de *netting* desataron fuertes

problemas de contraparte durante la crisis *subprime*. Si bien la existencia de los acuerdos de la International Swaps and Derivatives Association (ISDA) reduce el riesgo de contraparte, no lo elimina. Esta es una práctica común ya en los mercados desarrollados que, poco a poco, se extiende al resto del mundo.

Hoy en día, se observa una fuerte tendencia hacia la exigencia de márgenes, colaterales, ajustes a valor de mercado como formas de reducir el riesgo de contraparte. Adicionalmente, las pruebas de estrés han tomado un rol vital; antes de la crisis, también se realizaban, pero carecían de un marco de acción definido. En este sentido, ninguna prueba o herramienta es útil si no tiene asociada una acción según los resultados.

Por último, la relación entre reducir el riesgo de contraparte y no generar presiones de liquidez excesivas que ocasionan un *eslabón débil* es un equilibrio delicado que hay que considerar al momento de establecer las políticas de gestión de riesgo.

3. Riesgo de modelo: ¿tengo el modelo de gestión / cuantificación de riesgos / valor justo apropiado?

Los modelos se usan como representación de la realidad. Un buen modelo se medirá a partir de su capacidad predictiva *versus* el costo o complejidad de uso. En este sentido, normalmente, existirá un *trade off* entre lo complejo del modelo y la bondad de sus resultados.

Akoundi (2009) establece una relación entre la ingeniería financiera y la ingeniería tradicional en la que señala, entre otros aspectos, la diferencia en experiencia práctica de una respecto de la otra. La primera posee 50 años de historia, mientras que la segunda más de 3 mil, lo cual le entrega una experiencia práctica difícil de igualar. Esto confiere una base poco sólida a la ingeniería financiera cuando es necesario realizar evaluaciones sobre lo que sucede cuando las estructuras colapsan.

Desde sus orígenes, la ingeniería financiera se ha desarrollado de manera exponencial, al tratar simplemente problemas que son demasiado complicados o, de manera compleja, problemas que requieren de juicio y experiencia. Entonces, resulta fundamental rescatar el énfasis que se debe colocar en la investigación de mejores modelos, así como también el entrenamiento para el desarrollo de juicio y sentido común en las personas que deben tomar las decisiones.

4. Cisnes negros: ¿existen eventos inesperados de grandes repercusiones latentes en los mercados actuales?

Taleb (2007) describe a los *cisnes negros* como eventos que poseen las siguientes tres características:

- Es un evento extremo, fuera de lo esperado.
- Es un evento que, de ocurrir, tiene fuertes repercusiones.
- Luego de haber ocurrido, la naturaleza humana lo acepta y le asigna una explicación lógica, es decir, tiene predicción retroactiva.

Un ejemplo clásico de un *cisne negro*, de acuerdo con esta definición, es lo ocurrido el lunes 19 de octubre de 1987, fecha en la que el Dow Jones cayó casi un 25%, la caída más grande registrada en la Bolsa de Nueva York (Boogle 2008).

La importancia de entender los *cisnes negros* radica en que es necesario cambiar la forma de administrar los riesgos financieros. Hasta la fecha, la administración se basa en entender lo posible o lo que ya ha ocurrido, dejando fuera lo inesperado o poco probable. La analogía con los cisnes es que buscamos probar que solo existen *cisnes blancos* tratando de encontrar más *cisnes blancos*. El problema es que basta con encontrar un solo *cisne negro* para probar lo contrario. Entonces, es necesario que la gestión de riesgos financieros incluya,

dentro de su análisis, la siguiente pregunta: ¿existen eventos inesperados de grandes repercusiones latentes en los mercados o negocios actuales? Esta no es una pregunta trivial y requiere de un agudo análisis en el que, probablemente, primará el conocimiento de los negocios y experiencia sobre el modelamiento.

En un estudio realizado por Ernst & Young (2008), los bancos encuestados señalaron que, para enfrentar lo inesperado, se necesitan mejores modelos comprensivos de predicción, planificación de escenarios y pruebas de estrés. «Hemos visto fallas extremas en correlaciones que nunca hubiesen sido construidas en un modelo. Las personas ahora están pensando en lo impensable. Existe una necesidad de pruebas de estrés eficaces, que utilicen escenarios que son inverosímiles», señaló uno de los ejecutivos consultados.

Las lecciones en regulación financiera

1. Regulación en la industria financiera: ¿debemos dejar de lado la autorregulación?

La regulación financiera internacional como Basel II (2004) para bancos, y otras similares para compañías de seguros y banca de inversión se basaba fuertemente en la creación de modelos internos que calcularan los riesgos que enfrentaba cada entidad y, sobre la base de esto, determinarían un nivel de capital mínimo para soportar los riesgos esperados. En el caso de los bancos de inversión, quedó claramente demostrado que los modelos internos subestimaban los riesgos enfrentados por sus negocios y sobreestimaban la capacidad de *levantar* capital del mercado para afrontar sus problemas de liquidez. Estas regulaciones promovían la generación de lo que entonces se consideraba como modelos de gestión de riesgos financieros robustos en las entidades, varias de ellas consideradas como *leading practices* o *best practices*.

Hoy se está evaluando un mayor equilibrio entre el rol del regulador y la entidad para la determinación de un capital mínimo. Sabemos, por experiencias anteriores, como Basel I (1998), que las normas rígidas terminan produciendo el llamado arbitraje regulatorio que beneficia a algunas entidades sobre otras. Por otro lado, la excesiva confianza en los modelos internos de cada entidad puede ser perjudicial desde un punto de vista de riesgo sistémico, ya que la entidad no tendrá incentivos para introducir en sus modelos los efectos sistémicos que tendrían sus problemas, como fue el caso de Lehman Brothers. A partir de este marco, cabe señalar que no existe aún claridad sobre el rumbo que tomarán los posibles nuevos marcos de capital de cada industria; sin embargo, parece ser que el péndulo de la regulación se alejará de la excesiva confianza en la autorregulación por un tiempo.

2. Regulación en el mercado *over the counter* (OTC): ¿debemos transparentar el mercado de derivados OTC?

ISDA señaló que el mercado de derivados OTC medido en función de montos nacionales, alcanzó 450,4 billones de dólares americanos, de los cuales 38,6 billones corresponden a derivados de crédito (ISDA 2008). Estas cifras parecen casi absurdamente grandes cuando las comparamos con el producto interno bruto mundial, que la Central Intelligence Agency (CIA) estima en torno de los 69,62 billones de dólares americanos (CIA 2008). En términos muy simples, el mercado de los derivados OTC tiene un apalancamiento de casi siete veces el producto interno bruto del mundo.

Entonces, la pregunta de transparencia del mercado OTC parece tener una respuesta lógica. De este modo, se necesita de mayor información, es decir, es fundamental tener en cuenta cómo realizar determinados procedimientos. Las discusiones sobre cómo

organizar mercados estructurados para los productos OTC ocupan en este momento a los reguladores en Europa y Estados Unidos de América. La generación de bolsas estructuradas parece ser una solución, aunque no es una tarea simple. Entre otros aspectos es necesario determinar cuántas bolsas se deben crear, quién las regularía, qué productos negociarían, entre otros temas. De ser exitosa esta medida, los beneficios pueden ser numerosos.

Conclusiones

La vertiginosa sucesión de eventos que ocurren con la crisis *subprime* dejan al descubierto una serie de riesgos financieros que no han sido cubiertos con la profundidad necesaria por la mayoría de las instituciones. En el presente artículo, hemos rescatado la gestión de la liquidez, riesgo de contraparte, riesgo de modelo, y los llamados *cisnes negros*. En este sentido, parece ser que el futuro de la administración de riesgos financieros está comenzando a delinearse.

En cuanto a la regulación y transparencia de mercado, el artículo señala la necesidad inminente de mayor transparencia en el mercado de derivados OTC, como también la necesidad de equilibrar la autorregulación con la administración de riesgos interna de cada compañía.

Referencias bibliográficas

AKOUDI, Ken

2009 «To VaR Is Human». *Risk Professional*, junio, pp. 16-17.

BASEL I

1998 «International convergence of capital measurement and capital standards». *Bank for International Settlements*. Fecha de consulta: 03/08/2009. <<http://www.bis.org/publ/bcbs04a.htm>>.

BASEL II

2004 «International convergence of capital measurement and capital standards: a revised framework». *Bank for International Settlements*. Fecha de consulta: 03/08/2009. <<http://www.bis.org/publ/bcbs107.htm>>.

BERKSHIRE HATHAWAY INC.

2002 «Chairman's Letter». *2002 Annual Report*, pp. 13-15.

BOOGLE, John C.

2008 «Black Monday and Black Swans». *Financial Analysts Journal*, vol. 64, Nº 2, pp. 30-40.

CIA

2008 «Economy: World: GDP (purchasing power parity)». *The World Factbook*. Fecha de consulta: 03/08/2009. <<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/xx.html>>.

ERNST & YOUNG

2008 «Navigating the crisis: A survey of the world's largest banks». Fecha de consulta: 03/08/2009. <http://www.ey.com/US/en/Industries/Banking---Capital-Markets/Banking_and_Capital_Markets_Risk_Convergence>

GREENSPAN, Alan

2007 «The Roots of the Mortgage Crisis». *The Wall Street Journal*. Fecha de consulta: 03/08/2009. <http://online.wsj.com/article/SB119741050259621811.html?mod=opinion_main_commentaries>.

INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA)

2008 «2008 Year-end Market Survey». *Summaries of Market Survey Results*. Fecha de consulta: 03/08/2009. <<http://www.isda.org/>>.

TALEB, Nassim Nicholas

2007 *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. New York: Random House.

Fecha de recepción: 06 de agosto de 2009

Fecha de aceptación: 04 de setiembre de 2009

Correspondencia: rodrigo.leiva@cl.ey.com