

APOSTANDO EN EL TITANIC

Carlos Arenillas – Economista y *trustee* del IVSC.

Hace ya casi tres años desde que la crisis comenzó. Hogares, empresas y gobiernos luchan por salir de ella, agobiados y con un sistema financiero, origen de la crisis, que necesita ser reparado y rediseñado en gran parte.

Reconducir el sistema financiero para que sea más estable, eficiente y preste un mejor servicio a la sociedad implica actuar en varios frentes: mejorar los requerimientos de capital de los diversos intermediarios financieros; establecer sistemas de seguro financiero aportado por los que generan riesgo; mejorar la transparencia y solidez de los mercados y productos que en ellos se negocian; mejorar la supervisión y gobierno del sistema financiero, y aumentar la educación financiera de hogares, empresas y gobiernos.

De todos estos grupos de tareas hay uno que va atrasado en la agenda de trabajo: lo referente a los productos y mercados financieros. Algo preocupante porque los fallos de los mercados -de sus productos y participantes- y su transparencia son claves tanto en el origen como en la solución de la crisis.

En las últimas décadas, dominadas por las teorías desreguladoras, se ha permitido la contratación de productos financieros no solo bajo normas legales –unas más suaves que otras-, sino que a menudo se ha dejado libremente a los agentes crear nuevos productos y negociarlos sin procesos previos de autorización e idoneidad y con muy escasa información sobre su utilización posterior. Algo impensable en la industria alimentaria, farmacéutica o del automóvil, por ejemplo. Esto debería cambiar cuanto antes.

En el ecosistema selvático de los mercados financieros tenemos un buen ejemplo: los *credit default swaps* (CDS), un producto que llevó a la quiebra a AIG en 2008 y que forma parte del guión de la “tragedia griega”.

¿Qué es un CDS y cómo funciona?

Un CDS es un contrato de seguro contra un impago negociado entre dos partes. El comprador adquiere un seguro sobre el impago –total o parcial- de un valor -o conjunto de valores- emitido por una entidad pública o privada. El vendedor del CDS recibe una prima –normalmente anual- por el periodo de tiempo que abarque el seguro.

Por ejemplo, a finales de febrero el coste de un CDS por asegurarse del impago de los bonos griegos durante 5 años estaba en torno a 400 puntos básicos. El comprador del seguro se comprometía a pagar al vendedor 400.000 € al año durante 5 años (2 millones €) por asegurarse del impago de un nominal de 10 millones €.

Los CDS no están regulados en la mayoría de los países, si es que lo están en alguno. Esto ha creado problemas muy serios y puede seguir creándolos si no se enderezan las cosas. Destacaré algunos problemas del producto CDS tal y como está planteado en la actualidad.

Primero, el CDS es un seguro –cosa que sus defensores negarán pomposamente diciendo que es un *swap* o permuta de un flujo de pagos- pero, y este es un gran pero, lo puede contratar cualquiera que no tenga el valor que quiere asegurar, algo inaceptable en el mundo de los seguros. En la jerga se denominan CDS *naked* y son un producto especulativo que supone la mayor parte de lo negociado. ¿Se imaginan que alguien pudiera contratar un seguro sobre la vida de su vecino poco querido? ¿Y que se organizara un mercado en donde se pudiera comprar y vender la póliza? El juego de incentivos podría ser perverso.

Segundo, el vendedor del CDS vende protección contra el impago o quiebra de un emisor –una empresa o un Estado- y debería contar con las herramientas de cálculo actuarial y control de riesgos necesarias así como con recursos financieros suficientes para hacer frente a sus obligaciones. Todo ello debería ser adecuadamente supervisado. En el caso de los CDS sobre emisores privados tenemos un ejemplo demoledor: fueron los CDS sobre bonos hipotecarios *subprime* que *AIG* vendió los que la llevaron a la quiebra en 2008. El gobierno de EEUU, para impedir –se dijo- un colapso financiero mundial en cadena, tuvo que hacer frente a pagos por valor de 27.000 millones \$ a 16 grandes bancos (algunos europeos) que habían comprado CDS a *AIG*.

En tercer lugar, los CDS sobre deuda pública presentan más problemas aún. Probablemente el riesgo de incumplimiento, por ejemplo de EEUU, haya aumentado a raíz de la crisis. Pero aquellos que negocian los CDS sobre ese hipotético incumplimiento tienen un síndrome de demencia especulativa. Si ocurriera, la situación que se crearía sería caótica ¿Hay alguna posibilidad de que los poseedores de CDS hicieran frente a los pagos comprometidos en esas circunstancias? Lo dudo. Sería como comprar un seguro sobre el Titanic a alguien que viaja en el Titanic.

Cuarto, los CDS se negocian *over-the-counter*, esto es, de forma bilateral y en mercados no “organizados” lo cual es una fuente importante de riesgos. Cuando *Lehman* quebró era prácticamente imposible saber quién debía qué a quién. Los supervisores no tenían una idea exacta del tamaño, niveles de actividad y niveles de riesgo que había en el mercado de derivados *over-the-counter*. Gracias al Banco Internacional de Pagos –que dirige un español, Jaime Caruana- tenemos estimaciones del volumen de CDS que tienen, al menos, los bancos: el valor nocional bruto de CDS al cierre del primer semestre de 2009 era de 36 billones (europeos) \$.

Por último, en las circunstancias actuales la posibilidad de que bancos que cuentan con apoyo de dinero público, directa o indirectamente, especulen contra los gobiernos que los rescataron es sencillamente un despropósito ¿Puede *Citibank* o *Goldman Sachs* asegurarse, en el sentido moral y económico, sobre la quiebra de EEUU? ¿Y especular sobre ella?

Tiempo de actuar

Obviamente los problemas de Grecia no son culpa sólo de los CDS pero han jugado su papel, no siempre limpiamente como se descubrirá y como comprobamos en la quiebra de *AIG*. Los CDS *naked* deben prohibirse y punto. Es lícito y necesario que los inversores puedan asegurar sus inversiones mediante el uso de productos *ad hoc*, pero estos deben cumplir unas normas públicas claras. Los CDS no se usan como productos de seguro sino para especular sobre la evolución del activo subyacente. Pero para eso

deberían usarse los futuros y opciones en mercados organizados, algo que debe desarrollarse más en Europa. En la eurozona estos productos sobre las emisiones de los Estados casi desaparecieron tras la llegada del euro, quedando solo los futuros y opciones sobre los bonos alemanes, y siguen siendo casi inexistentes para los emisores privados.

La innovación financiera no se debe impedir, pero debe controlarse. Los CDS, como otros productos derivados o estructurados negociados *over-the-counter*, son productos apalancados que pueden interactuar con otros produciendo sobrereacciones al alza o a la baja sobre el precio de los valores reales y generando no pocos riesgos para el sistema. Para mitigar sus efectos negativos y asegurar los positivos, todos ellos deberían pasar un *stress test* gestionado por los supervisores. Aquellos que lo superaran deberían negociarse en mercados organizados y supervisados, y liquidarse a través de una cámara de contrapartida central. ¿Qué se negocia, cómo se negocia, por quién, cuánto y a qué precio? Todo ello debe ser conocido, al menos por los supervisores.

Se está hablando mucho, por fin, de los CDS a raíz de la crisis. Esperemos que los gobiernos, reguladores y supervisores, y el sector financiero terminen su largo diálogo y tomen decisiones. Mucho dependerá de la iniciativa privada -si es capaz de ofrecer soluciones- pero no olvidemos que la responsabilidad final está en el lado público. La primera quiebra de un *hedge fund* por las hipotecas *subprime* y los CDS asociados se produjo en febrero de 2007. Ha pasado mucho tiempo y hay iniciativas para atajar los problemas que he mencionado. Es hora de actuar decididamente sobre los productos y mercados financieros que han fallado. Debemos aliviar los síntomas de la crisis que nos afecta, pero debemos acabar con la enfermedad que los produjo . Sólo intentarlo mejorará la confianza de la que tan necesitados estamos.