

## **Crisis e incentivos en las instituciones financieras**

**Antonio Cabrales**

(Dpto. de Economía, Universidad Carlos III & Fedea)

**Marco Celentani**

(Dpto. de Economía, Universidad Carlos III & Fedea)

A los economistas se nos acusa a menudo de que “sólo” sabemos luchar contra recesiones pasadas. Como acusación nos resulta tan absurda como acusar a los médicos de nos ser capaces de luchar contra epidemias causadas por agentes patógenos que aún no han aparecido. Lo verdaderamente importante, desde nuestro punto de vista, es impedir que un *mismo* tipo de crisis vuelva a suceder y, en este sentido, la actuación de los economistas parece estar teniendo bastante éxito. En los años treinta, miles de bancos americanos quebraron y muchos depositantes vieron esfumarse sus ahorros. Si bien los bancos americanos eran, en general, pequeños y la quiebra no era un fenómeno tan infrecuente, las consecuencias para el resto de la economía fueron desastrosas. La economía americana llegó a contraerse en términos reales un 12% en un solo año, 1932. Nada de esto ha pasado en el 2008 y es improbable que pase en el 2009 y más allá. En buena medida ello se debe a que hoy en día entendemos mejor algunos tipos de problemas evitando un contagio sistémico que destruyera mucha más riqueza de lo que ha sucedido en estos meses.

Pero la crisis que estamos atravesando demuestra que no todo ha ido bien. Nuestro argumento en estas líneas es que algunas reformas que controlen los incentivos (el “riesgo moral”) de las instituciones financieras pueden ayudar a evitar que crisis financieras de este tipo vuelvan a repetirse. En primer lugar, debemos pues identificar los nuevos fenómenos que explican esta crisis. En las últimas dos décadas ha tenido lugar una oleada espectacular de innovación financiera. Estas innovaciones han permitido tener una de las fases mas largas de crecimiento económico y con menos altibajos de la historia, hasta el punto de que algún comentarista hablaba de la “desaparición de las recesiones” o de la “gran moderación”. Pero, una vez que el crecimiento se ha ralentizado, resulta evidente que algunas de estas innovaciones estaban peor diseñadas de lo que hubiera sido deseable. Sobre todo, desde el punto de los incentivos de los individuos y de las instituciones que han aconsejado la adopción de estas innovaciones por una parte del público, quizá no suficientemente preparada para ellas. Las innovaciones a las que nos referimos son:

1. La titulización de la deuda de particulares y empresas, y su distribución a escala global.
2. El crecimiento de fondos de inversión alternativos (“hedge funds”).
3. El crecimiento espectacular del mercado de derivados de todo tipo y de la banca de inversión.

Antes de comentar cada uno de estos temas, conviene destacar que ninguno de ellos ha sido particularmente relevante como causa de la presente crisis económica en España. En parte porque los reguladores españoles (notablemente el Banco de España) tuvo una actitud más activa que otros para evitar alguno de los problemas. Pero también porque las buenas perspectivas económicas ofrecían amplias oportunidades de negocio para los bancos y las instituciones financieras españolas que, por lo tanto, no se han visto en la necesidad de dedicarse a estas nuevas actividades financieras. Pero ello no quiere decir que en el futuro no pudiéramos sufrir estos problemas. El “modelo de crecimiento” puede y debe cambiar drásticamente en nuestro país y, por tanto, debemos tomar medidas ahora para evitar que nos lleguen a afectar.

## **Titulización**

Quizá la innovación más notoria en estos años ha sido la titulización de la deuda. El negocio tradicional de la banca comercial ha sido la recogida de depósitos, generalmente a corto plazo, y el préstamo de los mismos, una buena proporción de los cuales eran a largo plazo. Este desequilibrio entre los plazos de activos y pasivos ha sido siempre un problema para los bancos, que se veían obligados a tener cantidades importantes de dinero inmovilizadas (y, por tanto, improductivas) en previsión de una subida imprevista de la redención de sus ahorros por los depositantes. Ya a partir de los años setenta, los bancos americanos descubrieron que grandes inversores profesionales (fondos alternativos, fondos soberanos, bancos de inversión) estaban dispuestos a solucionar ese problema. Los inversores compraban bloques más o menos homogéneos de los activos bancarios en formas de títulos y soportaban el riesgo de pérdida. La función de intermediación financiera de los bancos perdía el riesgo asociado a la descoordinación de plazos de sus activos y pasivos. Los nuevos inversores obtenían ventajas porque su capital no provenía de depósitos, sino de agentes pacientes que estaban dispuestos a asumir el riesgo a cambio de la rentabilidad adicional. Un riesgo que, además, parecía menor porque a base de comprar títulos de muchos mercados diferentes (en países y en sectores) la magia de la diversificación reducía este riesgo notablemente. En España como en la mayoría de los países europeos la titulización es un fenómeno mas reciente que ha tenido, sin embargo, un

crecimiento muy significativo. El saldo vivo de titulaciones se ha multiplicado por 19 desde el 2000 hasta llegar a los 350.000 millones a final del 2008, esto es aproximadamente el 34% del PIB español del 2008.

El problema que puede plantear la titulación de la deuda es que, en la medida en la que se acerca a la idea de “generar y distribuir”, olvida otra misión tradicional de los bancos: discriminar entre buenos y malos deudores. En muchos casos las rentas generadas en el proceso de titulación estaban basadas en comisiones determinadas por el volumen de las operaciones y pagadas en el momento en el que la transacción tenía lugar. En EE.UU., por ejemplo, el banco que vendía una hipoteca al emisor de un fondo de titulación hipotecaria cobraba una comisión entre el 0,5 y el 2,5 por ciento del capital de la hipoteca<sup>1</sup>. El emisor de la cédula cobraba otra comisión sobre el valor nominal de la misma. Finalmente las agencias de “rating” que valoraban el riesgo de una cédula recibía *del emisor* una comisión sobre el valor nominal de la misma. Como es fácilmente deducible de esta estructura de comisiones, la calidad de las deudas generadas fue empeorando progresivamente. Los bancos no tenían incentivos a discriminar de la manera que lo hacían cuando las hipotecas iban a quedar en su balance. El resto de los agentes no tenían información para discriminar de manera eficiente o, como en el caso, de las agencias de rating, tenían interés en emitir opiniones favorables a sus clientes.

Existen maneras distintas en las que se pueden mejorar los incentivos en estas transacciones y en algunos casos se han empleado. La primera es asegurar que una parte del riesgo sea soportada por todos los operadores. Por ejemplo, los bancos en los que se firma la hipoteca pueden asumir una parte del riesgo de impago. Por otro lado, las agencias de regulación podrían exigir a los bancos en los que se origina la deuda un “scoring” más detallado que el actual de los préstamos y podrían imponer multas y exigir responsabilidades en casos de errores sistemáticos.

Las actuaciones de las agencias de “rating” y, en particular, su incapacidad para evaluar los instrumentos financieros más recientes han generado también mucha preocupación. Además del problema de la excesiva concentración en el mercado (las primeras tres agencias tienen una cuota de mercado del 95%), muchos comentaristas creen que el problema depende de la estructura de incentivos y en especial de (i) los conflictos de intereses de las agencias de rating (que venden a sus clientes servicios de consultoría sobre cómo obtener evaluaciones favorables) y (ii) la casi total ausencia de penalización en el caso de errores sistemáticos. Para disminuir el conflicto de interés parecería obvio exigir que las agencias de rating no puedan vender otros servicios a las

empresas que evalúan. Para asegurar que las agencias soporten las consecuencias de sus actuaciones, los reguladores podrían exigir que, para que las evaluaciones tengan valor legal, deberían estar expresadas en términos de intervalos de confianza. Las agencias deberían comprometerse a pagar un múltiplo de las comisiones de evaluación recibidas cuando las realizaciones de una clase de riesgo caigan fuera del intervalo de confianza.

## **Hedge funds**

Los fondos de inversión alternativos han estado en el centro de algunos de los problemas de la actual crisis. El caso más notable es el del escándalo Madoff y otros similares que sin duda se descubrirán en el futuro. Pero estas instituciones también han absorbido y creado cantidades ingentes de activos derivados y de deuda titulizada. Una característica llamativa de estos fondos es su opacidad, y pese a las propuestas actuales de forzar una mayor transparencia, esta opacidad es prácticamente irrenunciable. Veamos por qué.

La teoría financiera tiene en su centro una hipótesis fundamental: los mercados son eficientes. En su versión más extrema, esta hipótesis lleva a predecir que no hay manera de obtener rendimientos superiores al de un índice global del mercado y por tanto no vale la pena invertir más que en ese índice para obtener los beneficios de la diversificación (“beta” en la jerga financiera). Pero esta hipótesis encierra una paradoja. Si todos los inversores invierten pasivamente en un índice, ¿quién hace que el mercado sea eficiente a base de vender las acciones sobrevaloradas y comprar las infravaloradas? Debe existir, pues, algún inversor que corrija estas “ineficiencias” y consiga rendimientos superiores al mercado (“alfa”). Los fondos alternativos se ven a sí mismos como estos inversores con “alfa”. Pero la naturaleza de las “ineficiencias” que explotan estos inversores hace que el secreto sea muy importante para sus actividades. Si fuera de dominio público que el precio de General Motors no recoge eficientemente su probabilidad de quiebra (p. ej. como consecuencia de su deuda implícita por las pensiones para sus empleados), esta ineficiencia que puede explotar un fondo alternativo duraría bien poco. Naturalmente, el secreto de actuación de los fondos se presta a fraude, pero pedir más transparencia solamente llevará a que los fondos no puedan realizar su función de arbitraje.

¿Y no hay nada que se debería hacer? Como es obvio el menor escrutinio al que están sometidos los fondos de inversión alternativos por su menor transparencia pública permite una libertad de acción de sus gestores que puede generar beneficios superiores y que a la vez aumenta el riesgo de fraude. El hecho de que un inversor individual quiera asumir el mayor riesgo de

fraude a cambio de un rendimiento esperado mayor no supone ningún problema para la sociedad. Pero las pérdidas soportadas por entidades financieras reguladas (bancos, aseguradoras) pueden tener repercusiones sistémicas y, por lo tanto, parece importante vigilar tanto el volumen de sus inversiones en fondos alternativos como exigirles que inviertan sólo en fondos que, a diferencia del de Madoff, se sometan a controles externos independientes, como el del custodiano (que custodia los activos) y el del administrador (que calcula el valor actual neto del fondo).

### **Bancos de inversión**

España no tiene bancos de inversión puros, y la actividad de banca de inversión de sus bancos comerciales es más bien reducida. Pero esto no quiere decir que en el futuro nuestros bancos no decidan dedicarse a alguna de estas actividades. Por ello conviene estar vigilante, porque los problemas de algunos “bancos universales” (que combinan banca de inversión y banca comercial) como UBS o Citigroup han venido justamente de la banca de inversión.

Los bancos de inversión se han dedicado tradicionalmente a obtener fondos para sus clientes en el mercado de capitales y aconsejarlos en operaciones de fusión y adquisición. Pero en tiempos recientes, sus actividades de inversión para cuenta propia y sus actuaciones como contraparte en el mercado de derivados complejos han ido ganando importancia.<sup>2</sup>

Las actividades de inversión por cuenta propia no generan problemas novedosos. Los bancos universales americanos, por ejemplo, están obligados a separar de manera muy estricta las actividades de inversión de la banca comercial regulada. Es por ello que operaciones muy rentables y arriesgadas de inversión pueden llevar a la quiebra a la parte del holding dedicada a sus propias inversiones pero no crean riesgo sistémico y, por tanto, hacen innecesarios “salvamentos” con su consiguiente problema de incentivos (“me arriesgo porque si pierdo ya me salvará el Estado y si gano es para mí”). El problema actual surge porque las actividades como contraparte en el mercado de derivados provocaron los rescates de Bear Sterns<sup>1</sup>, AIG y otros bancos de inversión por el riesgo sistémico que creaban. Pero estos rescates crean nuevos problemas de incentivos que deben ser tratados con cuidado.

La solución en este caso parece sencilla. Para algunos tipos de derivados se podrán crear “clearinghouses” que hagan innecesario que cada producto tenga

---

<sup>1</sup>Por error en la versión del artículo publicada en El País del 8 de marzo de 2008 apareció el nombre de JP Morgan en lugar del de Bear Sterns. En realidad JP Morgan participó en el plan de rescate de Bear Sterns conjuntamente con la Federal Reserve y finalmente se fusionó con Bear Sterns.

una contraparte “fuerte” que garantice los pagos y que, consecuentemente, reduzca el riesgo de contagios por impago. Para otros derivados más específicos, la actividad de los bancos de inversión seguirá siendo necesaria por la estrechez de este mercado concreto. Pero si las actividades de contraparte se separan de la inversión por cuenta propia, y se regulan/vigilan de manera similar a como se hace con la banca comercial actualmente, este problema sería de índole menor. En alguna medida, los beneficios extraordinarios de la actividad de inversión por su propia cuenta pueden incluso reforzar las reservas de las actividades de contraparte de forma similar a las reservas dinámicas que el Banco de España ha venido exigiendo a los bancos comerciales.

### **En resumen**

La reciente crisis financiera obliga a todos los operadores financieros a aprender de los errores pasados para no tropezar con la misma piedra. En muchos casos no parece necesario inventar nuevos instrumentos de control o modelos de negocio, sino tan sólo aprender de las actuaciones de los operadores que han demostrado mayor prudencia. Es por esta razón que cambios regulatorios relativamente menores pueden mitigar las repercusiones sistémicas de muchos de los problemas de incentivos creados por las innovaciones financieras de las últimas décadas sin perder todos los beneficios que las mismas generan.

### **Referencias**

Jaffee, Dwight M. and Perlow, Mark (2008) "Investment Banking Regulation After Bear Stearns," *The Economists' Voice*: Vol. 5 : Iss. 5, Article 1.

Quigley, John M. (2008) "Compensation and Incentives in the Mortgage Business," *The Economists' Voice*: Vol. 5 : Iss. 6, Article 2.

<sup>1</sup> Ver Quigley (2008)

<sup>2</sup> Ver Jafee y Perlow (2008)