Innovación financiera, sí... pero regulada, por favor

14 de enero de 2011

Según las investigaciones del profesor del IESE Xavier Vives, el origen de la crisis financiera es más la regulación inadecuada que la innovación en sí.

El proceso de liberalización y globalización del sector financiero empezó a acelerarse en Estados Unidos en los años setenta gracias a cambios profundos en las tecnologías de la información. Sin embargo, desde entonces no se ha producido una regulación del sistema, lo que ha incrementado el grado de inestabilidad del mismo.

El resultado lo conocemos todos: la innovación financiera en productos derivados y titulizaciones, alimentada por una política monetaria laxa, ha generado una burbuja en la oferta de crédito y el mercado de la vivienda que ha explotado a consecuencia de las hipotecas *subprime*.

¿Hay que limitar, pues, la innovación? ¿Cómo se pueden prevenir las crisis en el futuro? ¿Qué papel debe jugar la regulación? Estas son algunas de las preguntas que el profesor del IESE Xavier Vives se plantea en el documento "La industria financiera y la crisis: el papel de la innovación".

Un antes y un después

En la historia reciente del sector financiero se pueden distinguir dos periodos. El primero va de los años cuarenta a los setenta y se caracteriza por una regulación estricta, intervencionismo y estabilidad. Le ha seguido un periodo de liberalización y mayor

©IESE Business School

inestabilidad que, a pesar de la crisis, ha contribuido al desarrollo financiero general y, por tanto, al crecimiento de la economía.

Una de las causas de esta liberalización del sector ha sido la innovación financiera, que podemos ver en los medios de pago (tarjetas de crédito y débito), el procesamiento de transacciones (cajeros automáticos, banca electrónica), los medios de ahorro (fondos de inversión, productos estructurados) o las técnicas de cobertura de riesgo (instrumentos derivados y titulización).

Todos ellos son avances que han permitido aumentar la productividad del sector, diversificar mejor el riesgo, generar economías de escala en las actividades internas y establecer lazos más profundos entre los intermediarios y los mercados financieros.

Las grietas del sistema

La banca ha aumentado su financiación en el mercado, pero esto la ha hecho más volátil y ha incrementado la probabilidad de que se generen burbujas especulativas. Por desgracia, el aumento de la profundidad de los mercados financieros ha ido acompañado de un incremento notable del riesgo para el sistema, ya que la globalización amplía las posibilidades de contagio entre entidades.

En el epicentro de la crisis está el modelo de productos derivados complejos basados en las hipotecas *subprime*. Los bancos se deshicieron del riesgo crediticio titulizando los préstamos hipotecarios en una cadena de productos estructurados cada vez más complejos. Y la opacidad del modelo permitió que se infravalorara el riesgo. Al final, la incertidumbre y la magnitud de la crisis provocaron la paralización de los mercados interbancarios y la iliquidez, con un encarecimiento notable del dinero.

En realidad, lo que ha llevado a la catástrofe ha sido una cadena de incentivos alineados incorrectamente. Las agencias públicas estadounidenses promovieron la concesión de hipotecas subprime a familias con pocas posibilidades de devolver el préstamo; las agencias de calificación crediticia compitieron para dar las calificaciones más favorables a los productos más arriesgados, y un sistema de remuneración a corto plazo de los gestores financieros les hizo tomar riesgos excesivos.

La titulización ha permitido un mayor desarrollo de los mercados financieros y la expansión del crédito, además de contribuir al crecimiento económico. Pero esta innovación tiene debilidades, como el fomento de los incentivos a una excesiva expansión del crédito en

©IESE Business School

detrimento de su calidad y la complejidad de los productos estructurados a partir de dichos préstamos.

Como consecuencia, para los inversores ha resultado más difícil la evaluación de los riesgos a los que estaban expuestos, provocando un aumento sustancial y oculto del riesgo sistémico.

La hora de acometer reformas

Numerosos economistas y responsables públicos han manifestado su escepticismo sobre los beneficios de las innovaciones financieras. Pero es innegable que muchas de estas innovaciones han permitido un crecimiento económico y el desarrollo de nuevas tecnologías y empresas innovadoras en distintos sectores.

Lo que determina el uso que se hace de la innovación son los incentivos de los agentes económicos, y éstos están condicionados por el marco regulador. En realidad es la responsabilidad limitada de estos agentes la que hace que asuman riesgos elevados al permitir contratos de remuneración de sus ejecutivos que incentivan la toma de riesgo, haciendo que la retribución sea insensible a la baja pero muy sensible al alza.

El *quid* de la cuestión no son tanto las innovaciones financieras en sí como su regulación. El éxito de las medidas que se están tomando en este terreno dependerá, según Vives, de que sean capaces de adaptarse a una serie de principios:

- Existencia de un regulador del riesgo sistémico.
- Homogeneidad de la regulación para todas las entidades que hagan funciones de bancos.
- Primas de riesgo y limitaciones a la actividad en consonancia con las características de los intermediarios.
- Requisitos de capital y tasas que tengan en cuenta el riesgo sistémico.
- Enfoque global que alinee los incentivos de los distintos agentes del sistema tanto nacional como internacionalmente.

El proceso de reforma de los requisitos de capital y liquidez (denominado Basilea III) y las reformas legislativas en la UE y Estados Unidos apuntan en la dirección correcta, aunque con posibles limitaciones. De todas formas, su falta de concreción hace que todavía sea pronto para evaluar si serán suficientes.

©IESE Business School