

Mercados financieros

Tano Santos
Director de la cátedra Franklin
Pitcher Johnson, Jr de Finanzas y Economía
Escuela de Negocios de la
Universidad de Columbia

El nuevo marco regulatorio que propone la LES es sólo una parte de un proceso mayor que tiene un carácter global y es por ahora parco en detalles. La ley adolece de una clara exposición de lo que se pretende mejorar mediante las reformas propuestas y es por tanto difícil evaluar la necesidad y eficacia de las mismas. Hay motivos para pensar que su efectividad será limitada.

1 Introducción

La LES dedica su Capítulo III a una reconsideración de la estructura regulatoria de los mercados financieros. Claramente en este aspecto la ley es parte de un proceso de mayor calado en lo que concierne, por ejemplo, a la regulación de entidades financieras consideradas sistémicas o la ordenación de los mercados derivados. Se sigue que el aspecto final de los mercados financieros está muy lejos de materializarse en su totalidad y cabe esperarse importantes modificaciones en el ámbito regulatorio en un futuro.

El capítulo está dividido en tres secciones. La primera dedicada a temas de gobernanza y gestión de riesgos; una segunda dedicada a temas de mercado de seguros y fondos de pensiones y la 3ª dedicada a la protección del consumidor de productos financieros. Este ensayo se centra en dos aspectos controvertidos de la discusión sobre la reforma del sistema financiera que son la conexión entre compensación de ejecutivos y toma de riesgos por parte de las entidades financieras y la protección del usuario de productos financieros. Estos dos aspectos son de interés sobre todo dada la naturaleza de la presente crisis. Este ensayo comienza sin embargo con unos comentarios generales sobre las particulares circunstancias del caso español en lo que se refiere a la regulación financiera y que son dos: la falta de control de la política monetaria y la existencia de entidades financieras cuyas balanzas son un porcentaje importante del PNB.

2 Regulación financiera: Las peculiaridades del caso español

En España confluyen particularidades importantes que hacen de la regulación y supervisión financiera un capítulo especialmente importante. Aquí quiero destacar dos aspectos que me parecen especialmente relevantes en el contexto actual.

Política monetaria y regulación financiera

Los mercados financieros establecen el patrón de distribución de riesgos a través de los distintos sectores de la economía. Si, por algún motivo u otro, la estructura financiera sesga la distribución de los mismos, concentrándolos en un determinado sector, esto puede incrementar la fragilidad no sólo del sistema financiero sino también de la actividad económica en general. Un ejemplo importante es el siguiente. Nuestro país se caracteriza, por razones que no vienen al caso, por un dominio de las hipotecas de tipo variable, que constituyen la mayoría de las emitidas. Esto se traduce en una concentración del riesgo de una subida de los tipos de interés en el sector de

las familias, el menos sofisticado a la hora de hacer la cobertura de riesgos. En un país que no tiene el control de la política monetaria, cualquier decisión del BCE sobre los tipos de interés de referencia se traducirá directamente en una carga mayor o menor en la carga de las familias y en su patrón de consumo. Recuérdese que ésta era precisamente la preocupación de muchos observadores de nuestra economía que temían que una subida generalizada de los tipos de interés para frenar una economía global “recalentada” llevaría a un frenazo brusco del consumo y por tanto de la actividad económica. El colapso total de la demanda que se produce como consecuencia de la ruptura de la burbuja inmobiliaria se tradujo en una bajada de los tipos de interés por parte de las autoridades monetarias con lo que el efecto anterior no llegó a producirse pero es un escenario y lección que convendría tener presente en un futuro. Tanto la ley como el regulador han de estar alerta a la interacción entre estructura financiera, concentración de riesgos y exposición a shocks exógenos de política monetaria que pueden hacer de la nuestra una economía excesivamente volátil.

Regulación y riesgo sistémico

Nuestra estructura financiera cuenta con entidades de crédito cuyo tamaño es tal que sus prácticas de gestión de riesgos y en general su política de cesión de créditos pueden tener efectos importantes sobre la actividad económica. Es por ello que con independencia de la oportunidad de una reforma legal de muchos aspectos de los mercados financieros es preciso una clara capacidad regulatoria que permita modular la intensidad de la supervisión dependiendo del ciclo económico e innovaciones en los mercados financieros. Estos son por naturaleza flexibles y cambiantes y no puede esperarse que el ciclo legislativo sea eficaz a la hora de controlar los posibles efectos de las innovaciones financieras. El comportamiento de nuestros grandes bancos y de su supervisor, el Banco de España, ha sido ejemplar en muchos aspectos, en particular dada la magnitud extraordinaria de nuestra burbuja inmobiliaria, pero es preciso mantenerse vigilante en todo lo que se refiere a cualquier cambio en la relación entre supervisor y supervisado. Sería conveniente que en algún momento haya una evaluación detallada de la historia crediticia de nuestro país durante el periodo de la burbuja inmobiliaria, tanto de bancos como cajas de ahorro, y también de la supervisión de dichas entidades que nos permita entender cuáles fueron los éxitos y errores no solo desde el punto de vista de la salud financiera de las entidades reguladas sino también de la naturaleza de la actividad económica durante los últimos años. Recuérdese que la salud financiera no es un objetivo en sí; es un medio para la consecución de un fin que es el de tener una economía saneada y estable. En conclusión, ha de pensarse en las nuevas normas que regulen la actividad financiera de nuestro país en conjunción con una estructura regulatoria flexible e independiente. Es preciso garantizar la independencia del supervisor no sólo frente a otros poderes oficiales que pudiesen tener objetivos a corto plazo distintos de la estabilidad financiera sino también frente a las entidades supervisadas.

3 Política de remuneración y toma de riesgos

El artículo 25b está centrado en la relación entre prácticas de compensación en las entidades de crédito e incentivos para la toma de los riesgos por parte de las mismas. El anteproyecto contempla en su Disposición final séptima una modificación del artículo 70 bis de la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores que aumenta las obligaciones de las entidades de declarar las políticas de remuneración de aquellos empleados cuyas actividades afecten la toma de riesgo por parte de la entidad correspondiente.

La relación entre compensación y toma de riesgos es un área muy comentada durante la presente crisis y sobre la que la evidencia es todavía poca. Sin embargo un artículo reciente de Cheng, Hong, y Scheinkman (2009) provee algo de evidencia en este sentido¹. Estos autores muestran como la compensación de los ejecutivos de entidades financieras², una vez controlada por el tamaño de dicha entidad y el segmento de la industria financiera en el que se encuentra, está correlacionada con medidas de toma de riesgo. Las compañías cuyos ejecutivos disfrutaban de una compensación residual³ más alta eran todas aquellas que protagonizaron los episodios más tristes de la reciente crisis, como Citi, Lehman, AIG o Bear Sterns, mientras las supervivientes de al menos la primera fase de la crisis, como JP Morgan, Goldman Sachs o Wells Fargo, tenían compensaciones para sus ejecutivos que eran bajas. Es más, estas diferencias de compensación son persistentes en el tiempo. Pero más importante para la lectura del artículo que nos ocupa es que precisamente son aquellas entidades financieras donde los ejecutivos tenían las compensaciones más altas las que tienen una volatilidad mayor de los retornos, un factor de riesgo más alto⁴ y, sobre todo, son las que con más probabilidad se encuentran en las colas de la distribución de resultados, esto es, tuvieron un comportamiento muy positivo durante la parte alcista de la burbuja pero uno extremadamente negativo una vez que se produce la ruptura de la burbuja inmobiliaria. Por último una compensación residual alta también resulta en una correlación más alta entre el precio de la acción de la entidad correspondiente y el índice ABX, que sigue las fluctuaciones del mercado inmobiliario. Esto sugiere que la mayor compensación de instituciones como Citi, AIG o Lehman llevó a una mayor exposición al riesgo “subprime” cuando se la compara con la exposición al riesgo de instituciones financieras idénticas en todo excepto en la estructura de compensación.

¹ Ing-Haw Cheng, Harrison Hong, and Jose Scheinkman “Yesterday’s Heroes: Compensation and Creative Risk-Taking,” Universidad de Princeton.

² La medida de la compensación utilizada por estos autores incluye no sólo el salario fijo, sino también bonos y cualquier forma de compensación ligada a acciones y opciones.

³ Esto es, una vez corregida por el tamaño de la entidad y el segmento de la industria a la que pertenece la entidad.

⁴ Este factor de riesgo es la β del CAPM.

El artículo 25b de la LES por tanto recoge una necesidad sobre la que hay algo de evidencia empírica y es un paso positivo en facilitar una mayor transparencia en lo que se refiere a los incentivos para la toma de riesgos dentro de las entidades de crédito. Hay sin embargo varios motivos para ser pesimistas sobre su efectividad. Primero la ley establece que la CNMV determinará la información mínima que deberá ser objeto de publicación pero que las entidades podrán omitir las informaciones que no tengan importancia relativa y los datos que consideren reservados o confidenciales. Esto inmediatamente sesgará la información facilitada por las entidades que tenderán, naturalmente, a proteger la información relativa a la compensación de aquellos de sus trabajadores que la CNMV no considere relevante o simplemente por desconocimiento de cuáles son los “centros de riesgo” dentro de las mismas. Una segunda fuente de preocupación es que uno sospecha que la ley se cumplirá mediante la publicación de la compensación de los más altos ejecutivos de las entidades pero como demuestra de forma dramática el caso de AIG o, si uno se retrotrae al año 1995 el de Barings, la naturaleza de los mercados financieros modernos es tal que trabajadores sin responsabilidades ejecutivas dentro de las entidades financieras pueden ser fuente de generación de riesgos que pueden llevar incluso a la bancarrota de la entidad. El motivo es que, por nombrar un ejemplo claro, un trabajador puede tomar una sustancial cantidad de riesgo con poco capital gracias al fuerte apalancamiento que permiten los productos derivados, riesgos que son difíciles de vigilar incluso dentro de la propia entidad, como fue el caso tanto de AIG como de Barings⁵.

Por último la nueva redacción del apartado tres del artículo 70 bis de la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores, en la disposición final séptima de la LES, exime del cumplimiento del anterior artículo a las empresas de servicios de inversión, que asentadas en nuestro país, estén controladas por entidades financieras constituidas en otros estados miembros de la Unión Europea. Es importante por tanto evitar que empresas con fuertes incentivos a la toma de riesgos y con posibilidades de generar fuertes pérdidas en nuestro país escapen a la regulación anterior simplemente por estar controladas por empresas establecidas en jurisdicciones distintas. Esto va a requerir de un esfuerzo armonizador dentro de la Unión Europea. Véase sin embargo la redacción del apartado dos de la disposición final undécima sobre la modificación de apartado 1 del artículo 10 ter de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y otras normas del sistema financiero, que establece que las entidades de crédito tendrán que hacer público información respecto a la relación entre remuneración y riesgos de las entidades de crédito. La medida no exime a aquellas entidades que si bien son controladas por otras establecidas en otros países de la

Unión Europea se consideren importantes por su actividad en España.

4 La protección del usuario de productos financieros

El largo e interesante artículo 27 de la LES se ocupa de la protección de los usuarios de los productos financieros. Este es sin duda un problema capital en particular en todo lo referente al crédito hipotecario a los consumidores, como el propio artículo enfatiza. La redacción del artículo es en este aspecto prolija pero parca en detalles y muestra la preocupación del legislador tanto por el acreedor como el deudor. Así dice, por ejemplo, que es necesaria “una minuciosa evaluación de las circunstancias y capacidad de los consumidores para hacer frente al pago del préstamo en el momento de la concesión del mismo”. Es importante, y como ya ha sido discutido, entender que con independencia de la bondad de la ley, no hay sustituto a un proceso continuado de observación y vigilancia por parte de las entidades regulatorias, tanto del Banco de España como de la CNMV. Los mercados financieros son creativos y tienden a “bordear” la regulación existente mediante innovaciones financieras bien por cuestiones impositivas o simplemente para evitar costosos requisitos de capital.

La LES pretende promover la promoción de “prácticas de concesión responsable de créditos” y son varias las consideraciones que vienen al caso, no todas ellas positivas. Parece redundante que la ley promueva responsabilidad en la actividad crediticia pues esta debería ser ya práctica habitual en las instituciones. Pero incluso en esto hay varios problemas. Primero la presión competitiva, en particular durante un proceso especulativo, puede llevar a las entidades de crédito a una relajación de las prácticas responsables en un intento de mantener cuotas de mercado ya que de otro modo un accionariado centrado en el crecimiento de la entidad puede castigar de forma injusta a instituciones y ejecutivos prudentes en el ciclo especulativo. Es más, y en relación con la discusión en el anterior punto, un problema puede ser que los incentivos en la parte más baja de la organización sean tales que se produzca una excesiva generación de riesgos. Así, por ejemplo en EE.UU., una multitud de “brokers” tenían potentes incentivos para generar hipotecas sin consideración alguna sobre la calidad crediticia de los hogares. Es importante que el regulador evalúe la oportunidad de determinados incentivos no sólo en la parte alta de la pirámide sino también en la baja, que es generalmente la que está en contacto con el consumidor y donde se produce la generación de riesgos que puede tener un efecto potencialmente nocivo sobre la economía.

Un segundo punto concierne el diseño de los contratos de créditos entre las entidades de crédito y los consumidores. Es importante que las autoridades de política monetaria entiendan que la oferta competitiva de contratos, aún prudente desde el punto de vista de cada una de las entidades de crédito, puede tener serias consecuencias macroeconómicas. Como ya se ha mencionado, en nuestro país, por ejemplo, la mayoría de las hipotecas son de tipo variable lo que deja el riesgo de fluctuaciones en los tipos en el sector menos capacitado para hacer de una forma

⁵ Es preciso enfatizar que los autores no establecen causalidad alguna sino que simplemente documentan correlaciones consistentes con una narrativa donde ejecutivos con fuertes incentivos a la toma de riesgo llevaron a sus instituciones o bien a la bancarrota o la necesidad de una intervención pública.

efectiva la cobertura de riesgos; por tanto una subida inesperada de los tipos de interés puede traducirse en una repentina reducción del consumo y la actividad económica en general. El punto es que es difícil para las entidades de crédito internalizar las posibles externalidades que se derivan de determinados diseño de los contratos y que lo que es óptimo desde el punto de vista privado puede no serlo desde el punto de vista global y es aquí donde la vigilancia del regulador no puede ser sustituida por el articulado estático de una ley, por muy bien diseñada que esté.

Un último punto concierne las limitaciones que los consumidores puedan tener a la hora de evaluar los riesgos en los contratos en los que entran. El artículo prescribe que las entidades de crédito expliquen con claridad las características de los contratos a sus clientes, “llamando su atención sobre las características esenciales de dichos productos y los efectos específicos que puedan tener sobre el consumidor, en especial las consecuencias en caso de impago.” Este no es aspecto menor. Se ha comentado que muchos de los usuarios de productos financieros no tienen una comprensión clara de los distintos importes y tarifas de los productos así como de sus propiedades y que por tanto necesitan de una protección especial, similar a la que se hace, por ejemplo, con los productos farmacéuticos. Un precedente es una ley estadounidense denominada la “Truth in Lending Act” del año 1968 y que prescribe una presentación clara y concisa de los mencionados importes. Desgraciadamente la ley se cumple de una forma nominal pues los acreedores “esconden” estas tarifas e importes en los muchos documentos que acompañan, por ejemplo, una hipoteca, dificultando una evaluación veraz de los costes reales de la transacción para el usuario. Otro aspecto es que la multiplicidad de contratos puede confundir a los usuarios menos informados y las entidades de crédito pueden tener incentivos para sesgar la elección de uno u otro producto dependiendo de sus intereses que pueden no coincidir con los del usuario⁶. Es aquí que una regulación efectiva que formalice la presentación simple y resumida de los riesgos inherentes en determinados contratos puede ser muy efectiva a la hora de facilitar decisiones informadas por parte de los usuarios.

5 Conclusiones

El nuevo marco regulatorio que propone la LES es sólo una parte de un proceso mayor que tiene un carácter global y es por ahora parco en detalles. La ley adolece de una clara exposición de lo que se pretende mejorar mediante las reformas propuestas y es por tanto difícil evaluar la necesidad y eficacia de las mismas. En este ensayo se sostiene que tal y como están escritas hay motivos para pensar que la efectividad será limitada en la consecución de los objetivos que la ley parece perseguir. La discusión sobre la oportunidad de dichas reformas se beneficiaría de una clara exposición de lo que se estima ha fallado en la presente crisis.

⁶ Para una discusión de todos estos temas léase el libro de Richard Thaler y Cass Sunstein “Nudge,” Penguin, 2008.

Tano Santos

Director de la cátedra Franklin Pitcher Johnson, Jr de Finanzas y Economía en la Escuela de Negocios de la Universidad de Columbia. Su investigación se centra principalmente en el campo de asset pricing y en la teoría económica aplicada, con un particular interés por las innovaciones financieras y la teoría de las organizaciones. Ha publicado artículos en las principales revistas de economía, incluyendo Quarterly Journal of Economics, American Economic Review y Journal of Political Economy.

<http://www.gsb.columbia.edu/faculty/jsantos>