

# Negocios arriesgados

**Si los gerentes de inversiones tienen incentivos distorsionados, puede que aumente el riesgo financiero mundial**

Raghuram Rajan



Raghuram Rajan es Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios del FMI.

**E**N LOS ÚLTIMOS 30 años, hubo un cambio revolucionario en los sistemas financieros del mundo entero. La gente puede endeudarse por montos mayores con tasas más bajas, invertir en una multitud de instrumentos con cualquier perfil de riesgo y rendimiento, y compartir los riesgos con desconocidos en cualquier lugar del globo. Los mercados financieros se han ampliado y desarrollado y en una transacción típica intervienen más partes cada vez menos vinculadas.

Tras de estos cambios actúan al menos tres fuerzas. El *cambio técnico* ha bajado el costo de la comunicación y computación, así como el de adquirir, procesar y guardar información. Por ejemplo, se usan frecuentemente técnicas que van de la ingeniería financiera a la optimización de la cartera, de titularización a evaluación del crédito. La *desregulación* ha eliminado las barreras artificiales que impedían la entrada de nuevas empresas y ha alentado la competencia entre productos, instituciones, mercados y jurisdicciones. El *cambio institucional* ha creado nuevas entidades en el sector financiero, como empresas bursátiles privadas y fondos de cobertura especulativos, además de nuevas disposiciones políticas, jurídicas y regulatorias (por ejemplo, la aparición en los últimos 20 años de todo el aparato institucional para la práctica de la fijación de metas de inflación, que van desde la independencia del banco central hasta la publicación de informes periódicos sobre la inflación).

Si bien estos cambios del panorama financiero se han llamado “desintermediación” porque implican un alejamiento de los tradicionales vínculos bancarios, la expresión es errónea. En varios países industrializados las personas ya no depositan una porción significativa de sus ahorros directamente en los bancos, sino que invierten en el mercado vía fondos mutuos, compañías de seguros y fondos de pensiones, y en las empresas por medio de fondos de capital

de riesgo, fondos de cobertura y otras formas de capital privado. Los directivos de estas instituciones financieras, a quienes llamaré “gerentes de inversiones” han desplazado a los bancos y se han ubicado como intermediarios entre la gente y los mercados.

¿Y los bancos? Si bien ahora pueden vender muchos de los riesgos que conllevan las transacciones de los “productos” que originan, como hipotecas, juntándolos y sacándolos de sus balances generales, tienen que retener una parte. Esta suele ser la primera pérdida, es decir, la de las primeras hipotecas que se dejan de pagar. Además, ahora se centran más en las transacciones en las que tienen ventajas comparativas, es decir, las que difícilmente pueden enmarcarse en un contrato explícito o las que exigen salir al mercado para protegerse del riesgo. Por ejemplo, los bancos dan líneas de crédito de respaldo de las emisiones de papeles comerciales de las sociedades, lo que significa que cuando una de estas está en dificultades y se agota el mercado para estos papeles, aparecerá el banco y prestará. Es evidente que estos préstamos son riesgosos e ilíquidos. Reflejan un proceder más amplio: a medida que las transacciones tradicionales se tornan más líquidas y pueden canjearse en el mercado, los bancos van pasando a transacciones más ilíquidas. La competencia los lleva a flirtear constantemente con los límites de la iliquidez.

La expansión de la diversidad de intermediarios y transacciones financieras tiene beneficios importantes, incluso bajar los costos de la inversión, ampliar el acceso al capital, permitir opiniones más diversas en el mercado y compartir mejor el riesgo. Pero también tiene aspectos negativos, lo que suscita el interrogante de si hemos aceptado un trato “a la Fausto”, intercambiando casi siempre un mayor bienestar por una pequeña probabilidad de un estallido catastrófico. Creo que quizás el mundo es más peligroso porque los incentivos para los gerentes de inversiones están distorsionados, cosa que

describiré pero que no conoceremos con certeza hasta que nos golpee. Aquí va entonces el simple mensaje para los presidentes de los bancos centrales y entidades de regulación del sistema financiero: mejor estar preparados.

### Los incentivos correctos

En el pasado, el salario de los gerentes de los bancos era una suma mayormente fija. Como por causa de las reglamentaciones la competencia era escasa, no había necesidad de que los accionistas les dieran grandes incentivos (que hasta pudieran haber sido perjudiciales ya que los habrían tentado a arriesgarse). La frágil estructura de capital del banco (y quizás los entes reguladores) constituían el control principal. Si la gerencia mostraba incompetencia o pillería, los depositantes se inquietarían y posiblemente se irían. La amenaza de esta penalidad extrema, sumada a la escasa posibilidad de aumento de un sueldo que no dependía de compensaciones en acciones u opciones, hacía que los banqueros fueran sumamente conservadores, lo que convenía a los depositantes porque su capital estaba seguro. Los accionistas, que tenían una renta estable a causa de la limitada competencia, también estaban felices.

En este nuevo clima competitivo y desregulado, los gerentes de inversiones no tienen los mismos sobrios incentivos de los bancarios de antaño. Como necesitan el incentivo de buscar buenas inversiones, su remuneración tiene que ser sensible al rendimiento, en especial en relación con el de su competencia. Además, a los nuevos inversionistas los atrae que sea alto, y si los prestatarios actuales están insatisfechos se llevan su dinero a otra parte (aunque a menudo sufren por inercia al hacerlo). Puesto que la remuneración también varía según los activos que se administren, los gerentes enfrentan una estructura de compensación que se mueve mucho con los buenos resultados, y cae, si bien menos, con los malos.

Por lo tanto, la estructura de incentivos para los gerentes es hoy distinta: primero, en la generación del rendimiento de la inversión hay menos riesgo de que el resultado sea malo que bueno, lo que significa que tienen incentivo para arriesgarse; segundo, su desempeño en relación con sus pares importa, porque está incluido en su remuneración o bien los inversionistas ponen o sacan fondos sobre esta base. Saber que se los compara con otros puede que induzca un desempeño superior, pero quizás también conductas perversas de varios tipos (véase el recuadro).

¿Acentúan o restringen los bancos esta conducta? La remuneración de sus gerentes, si bien no tiene una vinculación tan estrecha con el rendimiento, no ha dejado de sentir la influencia de las presiones competitivas. Los bancos logran un rendimiento originando y absorbiendo riesgos y los tradicionales, como las hipotecas o los préstamos, pueden sacarse de sus balances pasándolos a los de las entidades de inversión, por lo cual los bancos tienen un incentivo para conceder más y, en consecuencia, tenderán a acicatear más que a limitar el apetito por los riesgos. Como dije antes, los bancos no pueden vender la totalidad del riesgo sino que a menudo deben absorber la porción más complicada y volátil del riesgo que originan, de modo que si bien parte puede desaparecer de sus balances, cargan con riesgos nuevos y más complicados.

Los datos confirman esta evaluación, pese al desarrollo de los mercados financieros tal vez los bancos no sean más seguros que antes. Además, aunque los riesgos que asumen ahora son aparentemente más pequeños, son solo la punta del iceberg, tal vez la más volátil.

Quizá lo que más inquieta es saber si los bancos podrán proporcionar liquidez a los mercados financieros de modo que si se materializa el riesgo “de cola”, sea posible desenredar la posición financiera y distribuir las pérdidas de modo de minimizar las consecuencias para la economía real. En episodios anteriores se observa que los bancos han desempeñado este papel con todo éxito, pero no hay seguridad de que puedan seguir haciéndolo. Antes, los bancos pudieron proporcionar liquidez en parte porque sus sólidos balances les permitían atraer la liquidez sobrante disponible en el mercado, pero hoy requieren mercados más líquidos para cubrir parte de los riesgos vinculados con los complicados productos que han creado o las garantías que han ofrecido. Su mayor dependencia de la liquidez del mercado puede hacer que sus balances resulten más sospechosos en épocas de crisis, y no tendrán la misma capacidad que antes para garantizar la liquidez.

En conjunto, estas tendencias sugieren que si bien hoy hay muchos más participantes capaces de absorber el riesgo, los riesgos financieros que crea el sistema son sin duda mayores y aunque en teoría debería haber diversidad de opiniones y de acciones entre los participantes en el mercado y una mayor capacidad para absorber el riesgo, la competencia y la remuneración pueden inducir una correlación mayor que la deseable en la conducta. Es difícil ser categórico sobre algo tan complejo

### Conductas perversas

Un sueldo que depende del desempeño puede fomentar conductas arriesgadas entre los gerentes de inversiones y una de ellas es asumir riesgo a espaldas de los inversionistas. Como hay una relación entre riesgo y rendimiento, el gerente parece rendir más que sus pares, teniendo en cuenta el riesgo que asume. En general, los tipos de riesgos más fáciles de ocultar, dado el requisito de divulgación periódica, son los “de cola”, a saber, los que tienen poca probabilidad de generar graves consecuencias adversas y brindan una generosa compensación el resto del tiempo; otro tipo es engancharse con otros gerentes en ciertas opciones de inversión, porque el comportamiento rebaño le asegura que su desempeño no será peor que el de sus pares, pese a que puede alejar a los precios de los activos de los parámetros fundamentales.

Ambas conductas pueden reforzarse entre sí cuando están en auge los precios de los activos, cuando los gerentes están dispuestos a asumir el riesgo poco probable de que los precios de los activos retornen bruscamente a los parámetros fundamentales y cuando el saber que muchos de sus pares lo acompañan le asegura que su desempeño no se juzgará inferior si el auge se torna en caída. Estas conductas pueden complicarse cuando las tasas de interés son bajas, los incentivos para “buscar un rendimiento” no solo aumentan sino que los precios de los activos entran en una espiral ascendente creando el clima para que se produzca una realineación brusca y embrollada.

como el moderno sistema financiero, pero es posible que esta evolución esté creando una actitud procíclica más inducida por el sector financiero que antes. También pueden crear una mayor (si bien todavía pequeña) probabilidad de que se produzca un estallido catastrófico.

Lamentablemente, no sabremos si estas son en verdad preocupaciones graves hasta que el sistema haya sido probado. Lo mejor que se puede esperar es que el sistema enfrente shocks de tamaño creciente, averigüe qué es lo que falta en cada ocasión y se torne más resiliente. Por lo tanto, debemos orar: “Señor, si tiene que haber shocks, que vengan primero los pequeños”. El peligro es que se desate sobre la economía una tormenta tremenda antes de haberse probado su resistencia.

Si verdaderamente se asume un riesgo excesivo ¿por qué no ofrecen los inversionistas a los gerentes un contrato de remunera-

## El peligro es que se desate sobre la economía una tormenta tremenda antes de haberse probado su resistencia.

ción que no ponga tanto énfasis en el rendimiento a corto plazo con los riesgos que implica? La respuesta es que puede haber muy poco incentivo privado para hacerlo. Hay muy pocos datos de que, en inversión financiera, los resultados anteriores sean un indicador de la evolución futura, lo que implica que el desplazamiento constante de los inversionistas de un fondo a otro tiene poco valor social. Pero los inversionistas de un determinado fondo se benefician cuando abundan las nuevas inversiones, porque desciende el promedio de los costos. En consecuencia, la ventaja privada de atraer inversionistas por el superior desempeño a corto plazo de un fondo supera el valor social, y los inversionistas tienen poco incentivo para impedir que los gerentes presten más atención al corto plazo.

Además, si los inversionistas no tienen un control total de los gerentes, por ejemplo por debilidades del gobierno de la empresa, y los gerentes tienen incentivos privados para generar un rendimiento a corto plazo (y conservar su trabajo o por la adulación pública que trae el éxito), el equilibrio privado puede hacer, una vez más, que se asuma un riesgo excesivo. También es difícil para un actor privado captar plenamente los beneficios que significa proveer liquidez; si los precios son más altos y reflejan mejor los parámetros fundamentales, se beneficiarán todos los que efectúan transacciones, no solo el que inyectó liquidez en el mercado. Por lo tanto, en el sector privado son pocos los incentivos para tomar recaudos al respecto.

### Limitar los daños

¿Qué pueden hacer las autoridades? Es cierto que un exceso de reglamentación puede paralizar la competencia que impulsa la innovación en el sector financiero, pero no hacer nada no parece tampoco una buena opción. Aunque todavía sabemos poco sobre el complejo funcionamiento de los mercados financieros, se nos ocurren dos instrumentos importantes.

La *política monetaria* debe estar informada de sus efectos en los incentivos. Como ya se dijo, tanto una tasa de interés baja como una caída brusca e imprevista pueden tener efectos perversos en los incentivos. Esto implica, primero, que un cambio rápido y grande de esta política tiene un costo significativo, no solo para la economía del país sino también en los mercados interconectados y que tiene que modificarse a un ritmo medido (aunque no necesariamente previsible); segundo, que una deflación puede ser inmensamente perjudicial para la economía real pero una tasa de interés baja, imprevista pero persistente, puede provocar distorsiones significativas en el sector financiero y, por ende, en los precios de los activos, lo que significa que hay que mantenerse alejado de la deflación para no tener que recurrir a tasas de intervención extremadamente bajas y también que es menester mantenerse vigilante cuando se las usa para contener las burbujas de los precios de los activos. Tercero, y más bien obvio, no se puede meramente examinar el estado del sistema bancario y su exposición crediticia para derivar conclusiones sobre la creación agregada del crédito y mucho menos la estabilidad del sistema financiero. Por último, el sector financiero puede tener problemas mayores de liquidez y solvencia en algunas situaciones y el banco central debe mantenerse alerta frente a posibles disminuciones de la liquidez agregada.

La cobertura de la *supervisión prudencial* tiene que ampliarse de modo de incluir no solo los bancos comerciales o de inversión sino también instituciones como los fondos de cobertura. ¿Qué instrumentos podrían usarse? Por cierto, una mayor transparencia y divulgación, junto con la reglamentación del capital, pero las autoridades también deben considerar el uso del sistema de remuneración para alinear la conducta de los gerentes de inversiones con el interés público. En lugar de limitar o acotar la compensación, la *reglamentación* pertinente podría requerir simplemente la inversión a largo plazo de una porción de la remuneración de los gerentes de alto nivel en los títulos que emite la inversión que manejan. Puesto que algunos inversionistas ya se lo exigen, no resultaría una intrusión excesiva, pero habrá que tener cuidado de que los gerentes no se tornen demasiado conservadores y se pierdan los beneficios que trae a la economía una conducta propicia a la asunción de riesgos, y por esta razón la probabilidad óptima de que se produzca un estallido del sector financiero nunca será cero.

\* \* \* \* \*

En la actualidad, los mercados financieros gozan de muy buena salud, pero es justo en estas situaciones que se acrecientan los excesos. Una causa de preocupación son los precios de la vivienda, elevados en el mundo entero. Si bien las técnicas y los instrumentos para absorber las fluctuaciones han mejorado, hay mucha incertidumbre en cuanto a la forma en que actuarían durante una contracción. Incluso mientras los mercados financieros evolucionan tenemos que pensar constantemente sobre la forma en que son regulados y respaldados por la política y cuidar de no sofocar la creatividad y la innovación. Solo entonces podremos utilizar su pleno potencial. ■

---

*Este artículo se basa en el documento de agosto de 2005 “Has Financial Development Made the World Riskier?”, del mismo autor, que aparece en <http://www.imf.org>.*