

## SISTEMA FINANCIERO



**José García Montalvo**  
Catedrático de Economía (UPF)

“Eliminando los perversos incentivos del sector financiero no sería necesario incrementar excesivamente la regulación, que

puede tener beneficios pero también grandes costes”

# CONCORDES Y COMETAS



Al igual que la economía internacional anterior a la actual crisis económica, la aviación supersónica es compleja y susceptible de grandes desastres ante pequeñas disfunciones

EPA PHOTO PA

**S**e podría volar de París a Nueva York en sólo tres horas? Sí. Sólo haría falta que el Concorde siguiera operativo. Pero ¿por qué no utilizamos la tecnología más eficiente y rápida? El motivo es que la aviación supersónica es compleja y susceptible de grandes desastres ante pequeñas disfunciones. La economía internacional anterior a la actual crisis económica era una especie de Concorde. El proceso de rápida globalización y de generación de liquidez, basada en unos tipos de interés muy bajos, la titulización masiva de activos y el modelo de originar para distribuir el riesgo, había conseguido grandes logros en poco tiempo. Millones de personas salían de la pobreza en China e India gracias a la globalización de los mercados. Al mismo tiempo, las innovaciones financieras conseguían que la tasa de propietarios de vivienda en Estados Unidos subiera del 64% al 69% en pocos años.

Pero disfunciones en mecanismos teóricamente muy eficientes pueden crear graves problemas. El motor del originar para distribuir tenía un fallo importante: los bancos y emisores de los títulos en general eran los que pagaban por las califi-

caciones de las agencias de rating. Este incentivo perverso hacía que las agencias concedieran calificaciones demasiado generosas a los títulos. Dada la facilidad de colocar estos activos, por su alta calificación, los bancos se lanzaron a generar tantos activos como pudieron para lo que no dudaron en hacer préstamos a familias que difícilmente podrían pagarlos.

Si a los problemas de motor

**Antes de la crisis, la economía internacional era una especie de Concorde: veloz pero compleja y arriesgada**

unimos el hecho de que los pilotos, tanto Clinton como Bush Jr., estaban cegados por el interés de tener más dueños de viviendas en Estados Unidos (un objetivo políticamente muy rentable) y hacían cada vez menos inspecciones del motor, además de intentar *trucarlo* reduciendo las condiciones de los créditos de Fannie Mae y Freddie Mac, ya tenemos todos los ingredientes para el desastre.

De esta situación hemos pasado a un estado de opinión que

aboga por una banca más *aburrida*, centrada en sus actividades tradicionales y con un nivel de regulación superior. Se ha pasado del Concorde a una cometa. El problema es que la regulación no es una panacea.

#### POSIBLES ALTERNATIVAS

Pero ¿hay alguna alternativa a más regulación? La respuesta es afirmativa. Consiste en modificar los incentivos de los parti-

**Ahora se ha pasado a un estado de opinión que aboga por una banca más ‘aburrida’ y regularizada**

cipantes en los mercados para evitar el encadenamiento de incentivos perversos que ha derivado en la crisis actual. Por ejemplo, en el proceso de titulización de créditos, en EE.UU. sería suficiente con evitar que el emisor de los títulos fuera el cliente de las agencias de calificación. Si el cliente fuera el inversor (el que está interesado en comprar los títulos) en lugar del banco emisor, entonces las agencias de calificación no tendrían la presión del “no te pago si no me

das la máxima calificación, y me voy a buscar otra agencia que seguro que me la dará”.

Imaginemos que un emisor tiene un bono basado en activos claramente tóxicos y la agencia de calificación le diera la calificación de bono basura. El inversor sólo querría comprarlo si se le da una alta prima de riesgo. En esas condiciones, el emisor seguramente no tendría interés en generar este activo. Por tanto, el ban-

**Quizás el Concorde iba demasiado deprisa pero las cometas sólo dan vueltas en torno a un mismo punto**

co no tendría interés en originar los créditos que darían lugar a un activo como éste y, en consecuencia, no estaría interesado en conceder un préstamo a una familia con una capacidad económica insuficiente. Este sistema de pago por las calificaciones rompería la cadena de incentivos perversos.

#### EL CASO ESPAÑOL

En el caso español el modelo de financiación ha sido diferente aunque las consecuencias fueron similares: la insostenible tasa de

crecimiento del crédito provocó una enorme burbuja en el precio de la vivienda. El mecanismo era simple: los precios de tasación se adaptaban a las necesidades de financiación de las familias en lugar de reflejar el valor de las viviendas. El motivo principal es que una gran proporción de las tasaciones son efectuadas por sociedades que pertenecen mayoritariamente a bancos y cajas de ahorros, lo que suponía un claro conflicto de intereses.

Una solución sería limitar el crédito al 80% del valor registral en lugar del valor de tasación. Este cambio rompería la cadena de incentivos perversos del modelo español y evitaría en gran medida burbujas futuras. Aumentar el valor registral de una vivienda para conseguir un crédito mayor supone un enorme desincentivo en forma de carga impositiva y transparencia. Esta fricción dificultaría mucho la formación de una burbuja y, colateralmente, mejoraría los ingresos tributarios.

Eliminando los incentivos perversos no sería necesario incrementar excesivamente la regulación, que puede tener beneficios pero también grandes costes. Quizás el Concorde iba demasiado deprisa, pero las cometas sólo dan vueltas en torno a un mismo punto.