

# **La percepción del riesgo y su relación con la actual crisis económico-financiera global**

*Jorge Barrera Herrera*

## **RESUMEN**

El objetivo de este artículo es analizar los principales factores de la excesiva prociclicidad de los sistemas financieros, debido al incremento innecesario de las oscilaciones en el nivel de actividad, lo cual pone en riesgo la estabilidad financiera con repercusiones negativas en la economía real de los países.

El normal crecimiento económico real de un país va en paralelo con el crecimiento de los sistemas financieros en general y con el crecimiento de los créditos en particular, ocasionando una prociclicidad lógica y deseable muy fuerte entre estos, siempre poniendo en evidencia cómo las balanzas de pagos nacionales se corresponden como elementos interdependientes de un sistema monetario global de suma cero.

La problemática se plantea en la medida en que existen factores inherentes al comportamiento de los agentes económicos que actúan dentro de los sistemas financieros o que se derivan de la regulación prudencial que aumentan la volatilidad en forma anormal respecto de sus niveles considerados como fundamentales, teniendo una repercusión procíclica de amplitud en el ciclo económico, siempre inconveniente por la generación de inestabilidad y turbulencia en los precios.

La actual crisis financiera alcanza magnitudes de pérdidas sin precedentes y todavía está cobrando víctimas, es claro que la función de riesgos de las entidades financieras jugará un papel clave, adaptando su gestión a los mercados, considerando los aspectos conductuales y de percepción de los agentes económicos.

Con relación a la percepción del riesgo y al crédito, un aspecto preocupante en el escenario actual es cómo finalmente serán afectados los dos canales principales de financiación del sistema financiero mundial, el canal del crédito bancario y la financiación en los mercados de capitales.

Es necesario, hoy en día, probar que los beneficios esperados, sobre los que se sustenta la valoración financiera, realmente pueden efectivizarse, dado que se basan en la ganancia que se extraería del futuro como producto de la especulación más que del valor generado por el trabajo realmente productivo.

**Palabras claves:** Finanzas, comportamiento, titulización, volatilidad, riesgos.

## **ABSTRACT**

The aim of this article is to analyse the main factors of excessive procyclicality of financial systems, due to increased unnecessary fluctuations in the level of activity which puts at risk the financial stability with a negative impact on the real economy of the countries.

The normal real economic growth of a country goes in parallel with the growth of financial systems in general and with the growth of appropriations in particular, causing a logical and desirable procyclicality very strong among these, always putting in evidence as the balances of payments National correspond as interdependent elements of a global monetary system zero-sum.

The problem arises to the extent that there are factors inherent in the behaviour of economic agents acting within the financial systems or arising out of prudential regulation which increase volatility in abnormal form on their levels considered fundamental to have a procyclical impact amplitude in the economic cycle, always inconvenient for the generation of turbulence and volatility in prices.

**Key words:** Finances, behavior, securitization, volatility, risks.

# La percepción del riesgo y su relación con la actual crisis económico-financiera global

## 1. Introducción

Hay suficiente evidencia de que cuando las condiciones económicas son favorables y la valoración de los activos (financieros o reales) es alta se produce un crecimiento fuerte de los créditos, una mayor predisposición a asumir riesgos y un impulso de la actividad económica. La prociclicidad en el ámbito financiero por tanto es un resultado natural e incluso deseable.

Sin embargo, la excesiva volatilidad financiera, tanto en la fase alcista del ciclo económico como en la bajista, la cual difiere de la volatilidad fundamental, genera necesariamente riesgos de corrección muchas veces desordenados e intempestivos, tales como los excesos de sobreendeudamiento y restricciones de los créditos del sistema bancario y del mercado de capitales (disponibilidad de liquidez) comprometiendo la estabilidad financiera y, lo que es más importante aún, el crecimiento de la economía real del país, dada la gran correlación positiva entre estas.

Estos hechos nos plantean algunas interrogantes que ponen en discusión las hipótesis de eficiencia y de competencia perfecta de los mercados financieros (libres y competitivos; *laissez-faire*) y el comportamiento racional de los agentes<sup>1</sup>, dando relevancia a las finanzas conductistas y a la economía del comportamiento (*behavioral finance or economy*)<sup>2</sup>.

Dado que la actual teoría económica y financiera es un sistema axiomático, estas se basan en algunos supuestos que hoy en día son difíciles de contrastar con la realidad, tales como: para un tiempo “t” solo hay una tasa de interés de equilibrio, no hay posibilidad de arbitraje, la información disponible siempre tendrá por lo menos un nivel mínimo de eficiencia, un sol hoy vale más que un sol mañana, un sol seguro vale más que un sol con riesgo, el concepto del equilibrio o estacionariedad es fundamental para la determinación de precios y del crecimiento económico, respectivamente, la tasa marginal decreciente, etc.

Un asesor del penúltimo presidente de los Estados Unidos decía lo siguiente: “Cuando actuamos, creamos vuestra propia realidad. Y mientras tú estudias la realidad,

1 Mercado eficiente es aquel en el cual los precios siempre reflejan plenamente toda la información disponible.

2 Estudio de cómo los inversionistas o agentes económicos cometen errores de juicio sistemáticamente.

actuaremos creando otra realidad nueva. Somos actores de la historia y os dejamos a vosotros que estudiéis lo que hacemos”.

Hoy en día se trata de relacionar el pensamiento con la realidad y se empieza a reconocer algunas falsas premisas en el sustento de algunas teorías económicas y financieras. Las teorías de la ciencia social (incluida la economía y finanzas) relacionan a su sujeto de una manera reflexiva; es decir, estos pueden influir en los eventos observados de un modo tal que las teorías de la ciencia natural no lo pueden hacer. Por un lado, los individuos intentan entender su situación (función cognitiva), y por otro, estos mismos intentan cambiarla (función participativa o manipulativa), funciones contrapuestas y que pueden en algunos casos interferirse una con otra.

“Todo cuerpo que se suelta en el aire, cae al suelo”, esto ocurre independientemente del gusto o preferencias del observador, el cual no tiene capacidad de poderlo modificar y menos cambiar. Sin embargo, por ejemplo, “si compramos un título valor a un precio determinado hoy, esta decisión de compra afectará el comportamiento del precio futuro del mencionado activo financiero”. La reflexibilidad es un bucle de retroalimentación con un doble sentido, la toma de decisiones del observador o sujeto, influyen en la situación y los cambios, a su vez, cambian sus percepciones. En economía y finanzas, en general en las ciencias sociales, las decisiones no solo se basan en el conocimiento, sino también en las intenciones, en los deseos y en las expectativas; con la clara distinción de que las intenciones, deseos y expectativas, no son conocimiento, generando el principio de incertidumbre, lo cual dificulta establecer teorías económicas y financieras convalidadas con la realidad con la misma facilidad con que lo hacen las ciencias naturales.

La teoría económico-financiera, por incurrir en mayor grado en el principio de incertidumbre, ha obviado considerar deliberadamente este principio de reflexibilidad a fin de compatibilizarla y poderla argumentar fácilmente con el principio de libre mercado (*laissez-faire*).

Aunque la ciencia como tal no puede establecer fines, y menos inculcarlos en los seres humanos, sí puede proveer los medios para que las personas puedan lograr alcanzar sus fines. Sin embargo, los fines por sí mismos son establecidos por las personas y

## La percepción del riesgo y su relación con la actual crisis económico-financiera global

su concepción depende del grado o nivel de valores e ideales éticos, lo cual implica un compromiso de las personas y las ciencias (económico-financieras, entre otras) con el crecimiento evolutivo de la sociedad.

El hombre es a la vez un ser solitario y un ser social, como ser solitario tiende a ser egoísta, procura proteger su propia existencia y la de los que le rodean, para satisfacer sus deseos personales y para desarrollar sus capacidades naturales; como ser social, en cambio, es solidario, intenta ganar el reconocimiento y el afecto de sus compañeros para compartir sus placeres, para confrontarlos con sus dolores y para mejorar sus condiciones de vida. Es el carácter del ser humano y su combinación específica de estos objetivos contradictorios (factores hereditarios y educativo sociales) lo que al individuo le permite alcanzar, con su esfuerzo, un equilibrio interno y puede contribuir al bienestar de la sociedad en función de su conducta o comportamiento. Es evidente, por lo tanto, que la dependencia del individuo a la sociedad es un hecho que no puede ser ignorado. El hombre, por naturaleza egoísta, sólo puede encontrar sentido a su vida dedicándose a la sociedad, y un punto esencial en este objetivo es la relación entre lo que produce en su trabajador y lo que le es realmente pagado.

Los incentivos capitalistas del beneficio o ganancia ilimitados (la codicia) conjuntamente con la competencia ilimitada (obligaciones y derechos laborales injustos) son los grandes responsables de las inequidades e inestabilidad en la acumulación y en la utilización del capital, frecuentes causas de recesiones y crisis económico-financieras hoy globales.

Este trabajo, en términos generales, se ha desarrollado dando énfasis a las finanzas conductistas o también economía del comportamiento, que estarían explicando algunos patrones de comportamiento constatados en la reciente crisis financiera. En el segundo epígrafe se describe y explica el comportamiento de los agentes económicos en cuanto a la prociclicidad entre el crecimiento económico, el crédito, la volatilidad financiera y la regulación. En el tercer epígrafe se describen los antecedentes sobre políticas claves en los Estados Unidos, como marco de la actual crisis económico-financiera. En el cuarto epígrafe se describe la actual crisis financiera, sus causas y el efecto procíclico. En el quinto epígrafe se analizan las principales causas de la prociclicidad del crédito; y, finalmente, en el último apartado se muestran las principales conclusiones.

## 2. Procciclicidad, crédito, volatilidad financiera y regulación prudencial

Los cambios en la percepción y actitud frente al riesgo de los agentes económicos, además de factores hereditarios y ambiente evolutivo de valores sociales, están íntimamente ligados al estado de la economía y por ende a los ciclos económicos.

En ciclos expansivos de bonanza económica, el grado de optimismo suele incrementarse, reduciéndose la percepción del riesgo e incrementándose, en consecuencia, la exposición al mismo, produciéndose un efecto inverso más potente cuando el ciclo económico cambia contractivamente agravando el pesimismo de los agentes.

Este comportamiento de los agentes económicos, que se aparta de lo establecido en las hipótesis de eficiencia de los mercados financieros y de la conducta racional, se originaría en la asimetría en la información entre prestatarios y prestamistas, y en la interrelación entre la evolución del crédito y la de los precios de los activos que actúan como colaterales.

En una fase expansiva del ciclo económico se fomentan condiciones favorables para invertir y los procesos de valoración de activos (financieros o reales) presionan al alza <sup>3</sup>, suele aumentar el optimismo de los agentes y como consecuencia se produce un fuerte crecimiento del crédito del sistema bancario y mercado de capitales (algunos no regulados o informales), con una mayor predisposición a asumir riesgos, lo cual alimenta e impulsa la actividad económica.

Como consecuencia, y a medida que los precios de los activos crecen, el cociente de deuda sobre riqueza tiende a disminuir, lo que aumenta la capacidad de los agentes para ser sujetos de crédito, y si el nuevo endeudamiento se dirige a la compra de activos, el valor de estos tiende a aumentar aún más.

De esta manera, la relativa estabilidad del ratio deuda sobre riqueza encubre un inminente deterioro en la relación deuda sobre ingresos, lo cual en definitiva hace descansar la sostenibilidad del endeudamiento en el largo plazo, sobre la elevada valoración de los activos que en buena cuenta actúan como colaterales del préstamo.

---

3 Los precios de los activos ejercen una influencia significativa sobre la evolución del crédito, y viceversa.

## La percepción del riesgo y su relación con la actual crisis económico-financiera global

A medida que se produjeran aumentos de los precios, estos podrían validar o incluso generar unas expectativas de beneficios irrealistas<sup>4</sup>, acrecentándose el carácter especulativo del mercado financiero.

Después, cuando el ciclo económico cambia, y se vuelve contractivo y se hace evidente que no se podrán satisfacer las expectativas de rentabilidad compatibles con los altos precios alcanzados por los activos (burbujas financieras), se produce una contracción del crédito en forma indiscriminada, incluso para proyectos de inversión rentables y simultáneamente también se produce una abrupta y a veces desordenada corrección de las sobrevaloraciones de los instrumentos financieros en los mercados de capitales.

La consecuencia final de todo este proceso es la generación de una mayor volatilidad financiera tanto en la fase alcista del ciclo económico como en la bajista, creándose la posibilidad, en las recesiones económicas, de la aparición de crisis financieras que fomenten, a su vez, desaceleraciones económicas reales, dada la alta correlación positiva entre estas.

Una tentación, cuando los problemas financieros se transforman con celeridad en dificultades para la economía real, cuyos efectos negativos sobre el bienestar ciudadano son evidentes, es tratar de resolver dichos problemas mediante un incremento de la regulación.

La regulación debe entenderse como un proceso a través del cual es posible identificar las modificaciones necesarias a introducir en el sistema, en respuesta a una realidad económica cambiante. No obstante, plantear nuevas normas aumenta el riesgo de que el resultado final implique una sobreregulación que afecte el libre desenvolvimiento de los mercados generando ineficiencias afectando la competitividad, la tarea es pues conseguir el equilibrio necesario.

### **3. Antecedentes sobre decisiones políticas claves en los Estados Unidos, como marco de la actual crisis**

Muchos piensan que son las consecuencias no buscadas de decisiones políticas esencialmente sensatas anteriores, las que han ido preparando el campo propicio para

<sup>4</sup> En la medida que las valoraciones no se sustenten en sus flujos netos de rendimientos esperados. Véase, Borio, Kennedy y Prowse (1994).

la actual crisis que se inició en los Estados Unidos, una de ellas y la más antigua en los años 1970 fue la ley que desreguló las comisiones que se les pagaba a los agentes de bolsa, y la segunda, en los años 1990, que eliminó las restricciones de la Ley Glass-Steagall a la combinación de banca comercial y banca de inversión; además del conjunto de políticas que dio lugar a los desequilibrios globales.

Con relación a la ley de desregulación de las comisiones de las operaciones de bolsa, estas antes de la ley eran fijas, su eliminación trajo aparejados competencia y menores márgenes en las comisiones, lo que incentivó a los bancos con la eliminación de la ley Glass-Steagall, a lanzarse a otros negocios que tradicionalmente eran reservados solo para los bancos de inversión, pasando del modelo conservador “comprar para mantener” al modelo de “generar para distribuir”, principal causa de la crisis actual, debido a la creación y distribución de titulizaciones y el uso extensivo del apalancamiento.

Lo primero que hizo el presidente F. Delano Roosevelt, cuando asumió el poder en los Estados Unidos en tiempos de post-crisis económica fue promulgar la ley bancaria del 16 de junio de 1933 o ley Glass-Steagall, con el fin de limitar a los banqueros, dado que una de las principales causas de la gran recesión de los años 30 se determinó que fueron los vicios de la banca universal o múltiple, por lo que con esta ley se establecía una total separación de la actividad bancaria de la bursátil, los bancos fueron vetados de participar en los manejos de los fondos de pensiones; se creó una comisión de vigilancia, autónoma a la SEC (Securities and Exchange Commission), para aplicar sanciones a los bancos y casas de bolsa que se coludieran para especular con los recursos del público; se creó la FDIC (Federal Insurance Deposit Corporation) como órgano independiente que vigilara los depósitos del público en los bancos. En conclusión, el espíritu de la ley fue evitar riesgos para el público depositante; evitar conflictos de intereses entre los accionistas de empresas y banqueros que puedan coludirse para prestarse entre ellos dinero barato; también evitar que los bancos tomen el control de las empresas productivas y evitar la concentración de actividades económicas en pocas manos.

La ley Glass-Steagall tuvo poderosos enemigos en el sector bancario desde sus inicios, en 1985. En el período presidencial de Ronald Reagan fue modificada, permitiendo a los bancos funcionar como asesores de inversión en la captación de recursos del público que fueron manejados por los grandes fondos de inversión no ligados a los ban-



## La percepción del riesgo y su relación con la actual crisis económico-financiera global

cos, además de poder incursionar como asesores en otros activos financieros, siempre y cuando los bancos no participaran directamente en el manejo de dichas inversiones.

La presión del lobby bancario hizo que, en 1999, el expresidente norteamericano Bill Clinton y su secretario del Tesoro, Robert Rubin, derogaran la ley Glass-Steagall, con la aprobación del congreso, haciendo posible todo aquello que el espíritu de la ley no permitía.

La desregulación les permitió a los pequeños inversores comercializar acciones de manera más económica, lo cual fue muy conveniente. Sin embargo, el hecho es que los bancos de inversiones, por la desregulación de las comisiones, fueron lanzados a actividades más riesgosas por estos cambios de políticas, y por estar fuera de la red regulatoria fue una receta que invitaba al desastre.

De la misma manera, la derogatoria de la ley Glass-Steagall permitía a las instituciones financieras formar conglomerados para diversificar sus negocios. La asociación con bancos comerciales les permitía a los bancos de inversión financiar sus operaciones utilizando depósitos relativamente estables, en lugar de mercados de dinero volátiles (modelo “generar para distribuir”). Pero esta conglomeración a la vez permitió duplicar sus apuestas con el consiguiente aumento del riesgo fuera del alcance de los reguladores.

Otras políticas norteamericanas dieron lugar a los desequilibrios no solo en Estados Unidos sino también globales. La administración Bush recortó los impuestos, la FED redujo las tasas de interés en respuesta a la recesión del 2001; la innovación financiera, simultáneamente, funcionó para hacer que el crédito fuera más barato y más accesible, apareciendo las hipotecas de alto riesgo. El resultado fue un mayor gasto y la caída de los ahorros de los norteamericanos.

### **4. A propósito de la actual crisis financiera global**

Los históricos déficit, fiscal y comercial, creciente de la economía norteamericana, han permitido que este actúe como motor del consumo que alimentó el auge de la economía mundial, actualmente su estrategia competitiva se basa en una progresiva devaluación del dólar.

Existe un gran crecimiento del capital destinado a las finanzas, este crecimiento de la liquidez se ha triplicado entre el 2000 a 2007, en comparación con el capital dedicado a la producción de bienes y prestación de servicios de la economía real.

La creación de valores respaldados por hipotecas y otros préstamos e innovaciones hicieron más fácil que las compañías financieras distribuyeran el riesgo y estuvieran más dispuestas a otorgar préstamos a familias para incentivar el gasto. Las deudas de las familias en Norteamérica, incluyendo hipotecas y tarjetas de crédito, pasaron del 13% del total de los activos en 1980 al 19% en el 2007, la proporción entre deuda e ingreso disponible personal era de 55% en 1960, desde entonces ha aumentado más del doble alcanzando 133% en 2007. La deuda del mercado de crédito total se ha elevado a la par, pasando de 143% del producto bruto en 1951 a 350% del PBI el año 2008. Este aumento en la deuda avivó un atracón de consumo. Este se situaba, como porción del PBI en aproximadamente 62% en el año 1960 para llegar en el 2008 a alrededor de 72%. En ese período, la tasa de ahorro personal cayó a casi cero.

La actual crisis financiera global comenzó en un segmento definido del mercado hipotecario estadounidense, el cual es poco regulado (créditos subprime), logrando contagiar, con una velocidad sorprendente al sistema financiero internacional (mercado interbancario internacional), forzando a distintos bancos centrales a intervenir de forma masiva, concertada y creativa. El gobierno de los Estados Unidos intervino y reemplazó el endeudamiento privado con endeudamiento público, la Reserva Federal imprimió dinero a ritmos increíbles y el gasto federal se infló. En el 2007, el déficit federal era de 1.2% del PBI, hoy se proyecta en 13%.

Edgard M. Gramlich (2007), estudioso del mercado de hipotecas subprime, establece que la crisis en este segmento de negocio es comparable a los procesos de expansión y corrección que habitualmente van asociados a los procesos de incremento de la productividad, los cuales no tienen un desarrollo lineal, sino que tienden a combinar fases de rápida expansión y euforia con importantes correcciones posteriores. Los antecedentes de esta crisis se remontan a los años 2001, cuando la Reserva Federal Americana (FED) para contrarrestar los efectos negativos sobre la economía americana de la caída del mercado de acciones arrastrado por el colapso de las expectativas creadas alrededor de las empresas de servicios por Internet y tecnologías afines, establece los tipos de interés de referencia para su economía en mínimos históricos, en promedio

## La percepción del riesgo y su relación con la actual crisis económico-financiera global

al 2% durante casi tres años, propiciando un período de revalorización continua de activos inmobiliarios. Desde el 2001 al 2004 inclusive, fue un período de gran moderación y estabilidad económica, como de exceso de ahorro para la mayoría de economías en el mundo en general, en donde se destacan los bajos niveles de tasas de interés de referencias y reducida volatilidad, lo que contribuyó al crecimiento del apalancamiento en el sistema financiero, a la minusvaloración de los riesgos y a la sobrevaloración de algunos activos.

A partir del 2004, la FED decidió aumentar gradualmente los tipos de interés de referencia, afectando al ritmo de crecimiento de los precios de la vivienda. Cuando a mediados del 2007 los tipos de interés de referencia alcanzan niveles del 5%, las variables macroeconómicas fuerzan a la baja la revisión de las expectativas para la fijación de precios del sector inmobiliario, incrementándose paralelamente los niveles de mora de pagos de las deudas. Esto provoca el endurecimiento de las condiciones exigidas, al otorgar nuevos créditos y el aumento de los spreads comerciales, desencadenando un espiral de falta de pagos en este sector. Los fondos de cobertura y los bancos comenzaron a tener dificultades de liquidez, las primas de los “swaps” de créditos empezaron a dispararse y las agencias calificadoras de créditos comenzaron a rebajar las calificaciones de activos que previamente eran considerados como de la mejor calidad.

Otro factor estructural de la presente crisis financiera, además de la falta de liquidez, está ligado a la creciente innovación financiera y su reflejo en el aumento del volumen de operaciones en derivados de crédito, lo que facilita a las entidades financieras transferir o adquirir, segmentos diferenciados del riesgo de crédito en sus balances.

Una buena parte de los créditos subprime no estaban concentrados en bancos con balances razonablemente diversificados, sino segmentados y repartidos en estructuras empaquetadas y revendidas a otros agentes del mercado financiero, tales como hedge funds, aseguradoras, inversores privados u otros bancos.

En resumen, el crecimiento del apalancamiento, a partir del 2001 hasta la evidencia de la crisis a mediados del 2007, se ha producido a través de una acumulación de riesgos en los sistemas financieros mucho más rápida que el crecimiento de la base de capital que debe cubrir las pérdidas cuando estas se materializan. Este apalancamiento ha sido explícito en lo relativo a los préstamos del sistema bancario y a la emisión de deuda.

Sin embargo, la provisión de capital que debe cubrir las pérdidas de los nuevos instrumentos financieros, derivados, titulización, productos estructurados, vehículos de inversión estructurados (SIV, estructuras fuera de balance) se efectuó en forma poco rigurosa para la eventualidad de proteger posibles contingencias.

La actual crisis financiera alcanza magnitudes de pérdidas sin precedentes y todavía está cobrando víctimas, es claro que la función de riesgos de las entidades financieras jugará un papel clave, adaptando su gestión a los mercados, aportando una visión integrada frente a las visiones segmentadas en que cada riesgo es gestionado aparte de los demás. Se deberá regular e implantar políticas prudentes de provisiones y de asignación de capital para asegurar un margen de maniobra adecuado y cubrir eventualidades inesperadas. En este sentido, el capital se destaca como la herramienta de integración de riesgos, y la gestión avanzada del mismo se basa en la optimización de este recurso y en la obtención de los retornos adecuados a los niveles de riesgo asumidos, lo que garantizaría la creación de valor en los negocios.

#### **4.1. Detalles sobre el origen de las tensiones de liquidez**

En julio del 2006 se producen los primeros momentos de tensión en norteamérica, cuando el índice de morosidad de los préstamos hipotecarios sufre un cambio de tendencia al alza, de los denominados préstamos subprime<sup>5</sup> y se agudizan cuando se conoce que muchos de ellos han sido titulizados, de forma que estos activos han sido adquiridos por vehículos de inversión (SIV) que se financiaban en el mercado mediante emisiones de títulos a corto plazo (conocidos como Asset Backed Commercial Paper o ABCP). Estos vehículos habitualmente eran creados y patrocinados por entidades de crédito que, a la vez, solían otorgarles líneas de liquidez con el fin de mejorar la calidad crediticia de las emisiones. Un banco puede establecer un vehículo de inversión (SIV), siempre y cuando sus socios estén dispuestos a tener beneficios y pérdidas máximas por los cambios proyectados en el valor de los instrumentos subyacentes. A los bancos no se les pide revelar los activos que venden a sus propias SIV ni el precio pagado ni si su valor ha disminuido, lo que dificulta a los inversores determinar cuándo terminará la crisis “subprime”.

---

5 Préstamos de baja calidad, los dos primeros años se pagan intereses bajos, para después subir.

## La percepción del riesgo y su relación con la actual crisis económico-financiera global

En agosto del 2007, se confirma la tendencia a la baja del valor de los inmuebles, las dudas sobre la valoración de los activos que formaban las tenencias de estos vehículos llevaron a los inversores a corto plazo a retirarse del mercado de ABCP, al no poder refinanciar, obligó a los vehículos (SIV) a usar las líneas de liquidez. Por lo anteriormente expuesto se generó el temor a que los bancos tengan que sacar activos de las SIV y volverlos a colocar en sus estados financieros, lo que significaría el reconocimiento de nuevas pérdidas.

La actuación de los inversores en este período de turbulencia financiera ha servido de amplificador de los problemas de prociclicidad y volatilidad, pues al materializarse las dudas sobre el valor de algunos activos y sobre la solvencia de algunas entidades, su movimiento natural hacia los valores alejados de las dificultades (fundamentalmente deuda soberana, deuda de empresas de primera calidad, commodities) ha afectado aún más los valores de los activos que se desprendían, produciéndose un espiral de consecuencias negativas, al generarse caídas significativas en su valoración, acentuando la posición de retirada.

### **5. Factores de la prociclicidad financiera**

Dos son las principales causas que podrían subyacer a la excesiva prociclicidad del crédito:

- El protagonismo y nuevas características de la medición del valor y especialmente del riesgo en las decisiones propias de la actividad bancaria.
- Las reacciones de los agentes a las variaciones en la percepción del riesgo.

#### **5.1. El protagonismo y nuevas características de la medición del valor y especialmente del riesgo en las decisiones propias de la actividad bancaria**

El desarrollo de modelos para la medición y gestión del valor y riesgo ha supuesto uno de los avances más notables en el sistema financiero internacional durante los últimos años.

El sistema bancario principalmente ha reforzado sus procesos de toma de decisiones con la aplicación de modelos, con el fin de valorar mejor los nuevos instrumentos financieros, para la concesión de créditos, la determinación del nivel de provisiones o

la asignación de capital, esto ha supuesto un incremento en la eficiencia de la actividad financiera teniendo un impacto positivo en la economía real.

Sin embargo, en el marco de la prociclicidad financiera, estos beneficios no están exentos de costes potenciales si los modelos infravaloran el riesgo en las épocas de bonanza y lo sobreestiman en las recesiones, debido a que la medición y evolución del riesgo depende del horizonte temporal utilizado para el cómputo de algunos parámetros, como de la atención prestada a los cambios en las correlaciones entre las variables en el tiempo.

### **5.1.1. Gestión de riesgos**

La innovación financiera ha permitido llevar a cabo una gestión del riesgo de crédito más eficiente, al desplazar el riesgo desde sus originadores hasta terceros más dispuestos a asumir mayores riesgos y porque disminuyen los costes de endeudamiento.

Las fallas en las instituciones financieras han sido debidas tanto a deficiencias en los modelos cuantitativos que facilitaban la toma de decisiones como a las debilidades detectadas en las estructuras de gobierno y en los procesos de toma de decisiones y de control de riesgo.

Es posible que tanto la regulación prudencial como las normas contables proporcionen un conjunto de incentivos que ayuden a una adecuada gestión avanzada del riesgo y de refuerzo en la coordinación internacional. El aspecto más relevante de Basilea II, quizá no resida en el Pilar 1, que establece las exigencias mínimas de capital regulatorio, sino en el Pilar 2, que supervisa los métodos y modelos internos empleados por las entidades para la determinación del “capital económico”, capital necesario según el perfil del riesgo, estableciendo objetivos estratégicos de capital en función de los planes futuros de negocio.

### **5.1.2. Valoración, normas contables y transparencia**

La valoración a precios de mercado de productos complejos y no transparentes, en mercados poco líquidos, y cuyo activo subyacente (la vivienda) ha sufrido un continuo

## La percepción del riesgo y su relación con la actual crisis económico-financiera global

deterioro de valor, ha generado una dinámica descendente de los precios y de valoraciones muy corrosiva para los balances de las instituciones financieras.

Los agentes económicos podrán mejorar sus procesos de valoración de la calidad crediticia de las instituciones con las que negocian, si estas revelan sus interrelaciones con los vehículos de propósito especial (SIV) fuera de balance.

Las exigencias de información deben avanzar al mismo ritmo que se desarrollan los mercados financieros, esto se está mejorando tanto por los nuevos estándares contables IFRS, así como por el Nuevo Acuerdo de Capitales Basilea II.

### **5.1.2.1. Modelos de banca y la innovación financiera**

La visión clásica del riesgo era la sensibilidad del valor de los instrumentos respecto a unas variables explicativas, que suelen ser confiables, accesibles y bien medidas (tipos de interés, tipos de cambio), el riesgo principal en esta visión es el de contrapartida. En cambio, la actual visión del riesgo es que se puede crear un mercado donde, a través de productos sintéticos basados en la diversificación, haya inversores que compren carteras hipotecarias con una calidad que el prestamista original no está dispuesto a aceptar; aquí las variables explicativas son más sutiles, como la probabilidad de impago de una contrapartida, la correlación, la subordinación de un tramo de una cartera.

Desde el modelo tradicional de gestión bancaria “hold – to – maturity”, en el que se otorgaban préstamos que permanecían en el balance hasta el vencimiento (con pago o cancelación), se ha pasado a una estrategia más orientada hacia “originate – to distribute”, es decir, estructurar la financiación otorgada de tal forma que no permanece en los libros, sino que se desplaza fuera del balance.

Cuando el préstamo se otorga con la idea de no mantenerlo en el balance, lo que prima es la expectativa de venderlo en el mercado, por lo que existen menos incentivos para utilizar los mismos criterios de seguridad y prudencia que si los mantuviesen dentro de sus balances hasta el vencimiento. A pesar de que el modelo “originate-to-distribute” es más flexible y eficiente, lo anteriormente expuesto es una de sus evidentes debilidades.

### **5.1.3. Gestión de liquidez por parte de las instituciones y Bancos Centrales**

El riesgo de liquidez del mercado se refiere a la dificultad de una institución financiera para deshacer posiciones sin que se vea afectado de forma significativa el precio de mercado, bien porque el mercado no es suficientemente profundo, o bien por una interrupción en el mismo.

En un contexto globalizado con crecientes operaciones cross-border, instrumentos innovadores complejos fuera de balance que incluyen opcionalidad y mayor interdependencia entre mercados, hay que mantener la capacidad de intercambio de valores tanto en condiciones normales como de crisis. Cuando aumenta el riesgo de crédito y de mercado, los mercados se vuelven más volátiles, ocasionando una limitación de activos y un desapalancamiento, lo que amplía los spreads de crédito de aquellos activos con más riesgo.

La ausencia de precios y de mercados secundarios para algunos productos de crédito, así como la localización y el tamaño de las pérdidas potenciales, conducen a restricciones en algunos mercados monetarios y a dificultades de financiamiento para un gran número de instituciones financieras, puesto que algunas se muestran renuentes a dar crédito a los que, en su opinión, tienen baja calidad o bien activos ilíquidos; justamente estos productos crediticios fueron usados como colaterales en sus endeudamientos por parte de los bancos y hedge funds en la actual crisis financiera.

La desaceleración económica global, con grandes pérdidas bancarias reportadas y una explosión de fondos que pueden beneficiarse de las caídas de las cotizaciones en los mercados secundarios, está alentando el aumento de ventas en corto, contribuyendo a enviar a 22 de los 23 países incluidos en el MSCI World Index a mercados bajistas, práctica que implica tomar prestado valores para venderlos con la expectativa de que pueden ser recomprados a un precio más bajo antes de devolver el crédito anterior.

Para aliviar la situación de iliquidez en los mercados interbancarios, los bancos centrales tuvieron que inyectar liquidez de forma extraordinaria y así facilitar el funcionamiento ordenado de los mercados. Es necesario mencionar también la participación muy importante de los fondos soberanos.



## 5.2. Reacciones de los agentes a las variaciones en la percepción del riesgo

Cuando los inversores siguen en forma masiva (efecto manada o comportamiento de rebaño) estrategias parecidas para deshacerse de las posiciones en productos similares, los precios se desploman y algunos fondos se declaran en quiebra generándose una escasez de efectivo, esto es fomentado por la adopción simultánea de modelos de medición y gestión del riesgo “similares” por parte de los agentes, lo cual incrementa la prociclicidad financiera, esto se podría dar incluso si no existiera una sobre-reacción individual o aunque la medición del riesgo fuera correcta. Existen además factores propios del sistema financiero que incentivan respuestas masivas, tales como:

- En la medida en que todos hagan lo mismo, se configura un proceso de expectativa autoconfirmada, en virtud del cual ratifica la decisión aumentando la volatilidad del ciclo financiero.
- Los sistemas de retribución basados en la consecución de objetivos a corto plazo, no necesariamente sostenibles en el tiempo, también favorecen exposiciones al riesgo claramente procíclicas.
- La creciente competencia también podría inducir a las instituciones a incrementar su nivel de riesgo, aun cuando su medición del riesgo fuera correcta y su aversión al mismo no menguara, en la medida en que se vieran obligadas a mantener un determinado tamaño en el negocio.
- Los sistemas de retribución de los gestores basados en una medición de los resultados relativa respecto a los obtenidos en el conjunto del sistema financiero (no en términos absolutos) incrementan el comportamiento de rebaño de los participantes, ya que penalizan los resultados negativos solo en la medida en que diverjan de la media de resultados del sector. Así, se generan incentivos a gestionar de forma pasiva la cartera de activos, siguiendo índices de referencia, sin incorporar el análisis de los fundamentos.
- Los delitos siguen a la economía y al desarrollo de los mercados financieros, en épocas expansivas la conducta de los agentes se vuelve proclive al uso de información privilegiada. En tanto la economía se desacelera, la tendencia se centra en los fraudes contables y relacionados.
- Los agentes económicos tienden a sobreestimar lo bien que se sentirían ante noticias buenas, ciclos expansivos económicos, y lo devastador que nos dejaría una noticia

mala o de una recesión, lo que se denomina el prejuicio del impacto, sobreestimando o subestimando la intensidad y duración de las emociones, lo que puede llevar a cometer errores en la toma de decisiones de inversión.

- Para la toma de decisiones son básicos los esfuerzos de predicción, al cerebro humano le encantan los patrones, los vemos incluso donde no existen, logrando que tengan algún sentido, la respuesta es subconsciente y automática; lo cual incita a veces a decisiones de carácter poco realista.
- Cuando el crecimiento económico de un país aumenta, la satisfacción de la población se reduce, al menos inicialmente, esta insatisfacción (que es una paradoja) parece resultar de las crecientes expectativas y aspiraciones personales cuando aumenta el ingreso de los demás, produciéndose una disociación entre la realidad objetiva del crecimiento y la percepción subjetiva de la satisfacción<sup>6</sup>.

## **6. Conclusiones**

El normal crecimiento económico real de un país va en paralelo con el crecimiento de los sistemas financieros en general y con el crecimiento de los créditos en particular, ocasionando una prociclicidad lógica y deseable muy fuerte entre estos, siempre poniendo en evidencia cómo las balanzas de pagos nacionales se corresponden como elementos interdependientes de un sistema monetario global de suma cero.

La problemática se plantea en la medida en que existan factores intangibles, no financieros, tales como el comportamiento de los agentes económicos que actúan dentro de los sistemas financieros o que se derivan de la regulación prudencial que aumentan la volatilidad en forma anormal respecto de sus niveles considerados como fundamentales, los cuales tienen una repercusión procíclica de amplitud en el ciclo económico, siempre inconveniente por la generación de inestabilidad y turbulencia en los precios.

Es necesario reconocer en la presente crisis financiera, el protagonismo que en ella ha tenido el modelo “generar para distribuir”, por lo que hablar por las mejoras de este modelo será hablar de solucionar las principales causas de la crisis.

---

<sup>6</sup> Estudio del Departamento de Investigación del BID, basado en la encuesta mundial de Gallup sobre calidad de vida.

## La percepción del riesgo y su relación con la actual crisis económico-financiera global

El auge en las innovaciones financieras, en especial de la titulización de activos, está íntimamente ligada a las ventajas que aporta a los inversionistas, a los que ofrece combinaciones de rentabilidad-riesgo antes no existentes, ya que posibilita nuevas vías de captación de financiamiento, así como de gestión de los riesgos. Se espera un desarrollo menor y su gestión sufrirá algunas mejoras. De la misma manera, los derivados estructurados seguirán ofreciendo nuevas y más eficientes formas de gestión, pero existirá un mejor conocimiento y uso de los mismos.

Es claro que la función de riesgos de las entidades financieras jugará un papel clave, adaptando su gestión a los mercados, considerando los aspectos conductuales y de percepción de los agentes económicos, los activos intangibles, la inclusión de costos por externalidades, etc., aportando una visión integrada frente a las visiones segmentadas en que cada riesgo es gestionado aparte de los demás.

Se deberá regular e implantar políticas prudentes de provisiones y de asignación de capital para asegurar un margen de maniobra adecuado y cubrir eventualidades inesperadas. En este sentido, el capital se destaca como la herramienta de integración de riesgos, y la gestión avanzada del mismo se basa en la optimización de este recurso y en la obtención de los retornos adecuados a los niveles de riesgo asumidos, lo que garantizaría la creación de valor en los negocios.

Con relación al crédito, un aspecto preocupante en el escenario actual es cómo finalmente serán afectados los dos canales principales de financiación del sistema financiero mundial, el canal del crédito bancario y la financiación en los mercados de capitales, del resultado final dependerá su efecto sobre la economía real global, situación de la cual el mundo está ya advertido. En las actuales perturbaciones, y dada la inoperancia de las instituciones internacionales tales como el FMI, BM y de los fondos de cobertura, los bancos centrales deberán hacer sus mejores esfuerzos de diagnóstico y aplicación de medidas monetarias que sin afectar o mejor promuevan el crecimiento económico, se cumplan con las metas de inflación establecidas; además, también se deberá considerar la importante intervención positiva que están teniendo los fondos soberanos.

Es necesario, hoy en día, probar que los beneficios esperados, sobre los que se sustenta la valoración financiera, realmente pueden efectivizarse, dado que se basan en

la ganancia que se extraería del futuro como producto de la especulación más que del valor generado por el trabajo realmente productivo.

Hoy, los mercados de commodities están empezando a ser más difíciles de leer pues no solo las consideraciones de oferta y demanda real están detrás de los precios sino que también están siendo utilizados como instrumentos financieros, y, por lo tanto, sus precios ahora empiezan a depender de factores más especulativos, los cuales pueden crear burbujas que se inflan para después desvanecerse abruptamente.

Es evidente que pocas personas pueden dejar de reconocer que las instituciones financieras en los Estados Unidos y los mercados en los que participaron han prestado un mal servicio a la comunidad en los últimos años imponiendo enormes costos económicos también a nivel global, pero a pesar del mencionado reconocimiento se observa poca voluntad de los países desarrollados en tomar las acciones correctivas y menos aún coordinadas, que impidan que estas crisis se repitan, debido también al reconocimiento del protagonismo de los últimos años de los sistemas financieros en el crecimiento dinámico de la economía. Hay una evidente reticencia a adoptar medidas que vayan en contra del libre mercado “laissez-faire”, que implique cambios radicales, que permitan poner en la agenda del debate si los costos que se pagan por los servicios recibidos del sistema financiero van acorde con los beneficios sociales esperados en calidad y eficiencia, y también el aspecto de la determinación y socialización de sus pérdidas. Los próximos años, los estadounidenses tendrán que ahorrar más y pedir prestado menos, pasando de una economía basada en el consumo y las importaciones a una economía con un mayor equilibrio de la inversión empresarial y la producción; es decir, pasar de una economía burbuja a una economía de inversión.

El hombre, egoísta por naturaleza, solo podrá trascender dedicándose a la sociedad, y un hecho esencial en este objetivo es lograr con su participación una relación justa entre lo que produce su trabajador y lo que le es realmente pagado, a él y a sus iguales.

Los incentivos capitalistas perversos del beneficio o ganancia ilimitados (la codicia) conjuntamente con la competencia ilimitada (obligaciones y derechos laborales injustos) son los grandes responsables de las inequidades e inestabilidad en la acumulación y en

## La percepción del riesgo y su relación con la actual crisis económico-financiera global

la utilización del capital, frecuentes causas de recesiones y crisis económicas financieras hoy globales.

Los fines por sí mismos son establecidos por las personas, y su concepción depende del grado o nivel de valores e ideales éticos, lo cual compromete a las personas y a la ciencia económica con el crecimiento evolutivo de la sociedad. Por tanto, socializar los egoísmos siempre será la gran tarea global de los individuos para alcanzar un futuro con mayor bienestar y menos desigualdades.

La historia ha demostrado que no hay mejor alternativa para medir la escasez y generar precios que los mercados, pero estos harán mejor su trabajo si se logra encontrar un equilibrio apropiado y necesario para no sobreregular y contribuir a un sistema financiero internacional más coordinado y eficiente que incentive en mejor forma el bienestar y la disminución de las desigualdades globales.

### 7. Bibliografía

- ALONSO, Javier (05-2008). “Los déficits estructurales de liquidez y las tensiones en los mercados monetarios”. *Estabilidad Financiera N.º 14*: Banco de España.
- BERNANKE, B. (2007). “Financial regulation and the invisible hand”. Discurso New York University Law School.
- BORIO C., Furfine y LOWE, P. (2001). “Procyclicality of the financial system and financial stability”. BIS papers.
- CATARINEU, Eva y PÉREZ, Daniel (05-2008). “La titulización de activos por parte de las entidades de crédito”. *Estabilidad Financiera N.º 14*: Banco de España.
- DEL RÍO, Pedro (05-2008). “Comparación histórica de episodios de turbulencias financieras globales”. *Estabilidad Financiera N.º 14*: Banco de España.
- SÁNCHEZ FERRERO, Francisco y YANES LUCIANI, Juan (05-2008) “De los modelos de banca y la función de riesgos”. *Estabilidad Financiera N.º 14*: Banco de España.