

## XXVIII JORNADAS DE SADAF

---

# INNOVACIÓN FINANCIERA E INESTABILIDAD FINANCIERA

**Ricardo Pascale**

Profesor de Economía Financiera  
Universidad de la República, Uruguay  
[rpascale@ccee.edu.uy](mailto:rpascale@ccee.edu.uy)

Vaquerías, (Córdoba), República Argentina  
Setiembre, 2008

Nota: Estas notas son para utilizarse como una guía para una exposición oral, no son por tanto un registro completo de la discusión.

# Agenda

---

- Motivación
- Innovación
- Innovación financiera
- Innovación financiera y finanzas de la empresa
- *Crisis subprime*
- Imperfecciones del mercado
- Lecciones y futuro

## Motivación

---

- Crisis e innovación financiera.
- Impacto sobre las finanzas de las empresas
- La innovación financiera: es una fuente de crecimiento o, por el contrario, de inestabilidad financiera.

# Innovación I

---

- Schumpeter
- Innovación y conocimiento
- Generación de nuevas ideas a partir del conocimiento y que la aplicación de las mismas sean exitosas en términos de la creación de valor.

## Innovación II

---

- 4 aspectos:
  - Nuevas ideas,
  - Conocimiento
  - Aplicación
  - Aportación de valor
- Revolución tecnológica: TIC, globalizado, competitivo
- Innovación radical, incremental.
- La innovación se centra en las empresas.

# Innovación financiera I

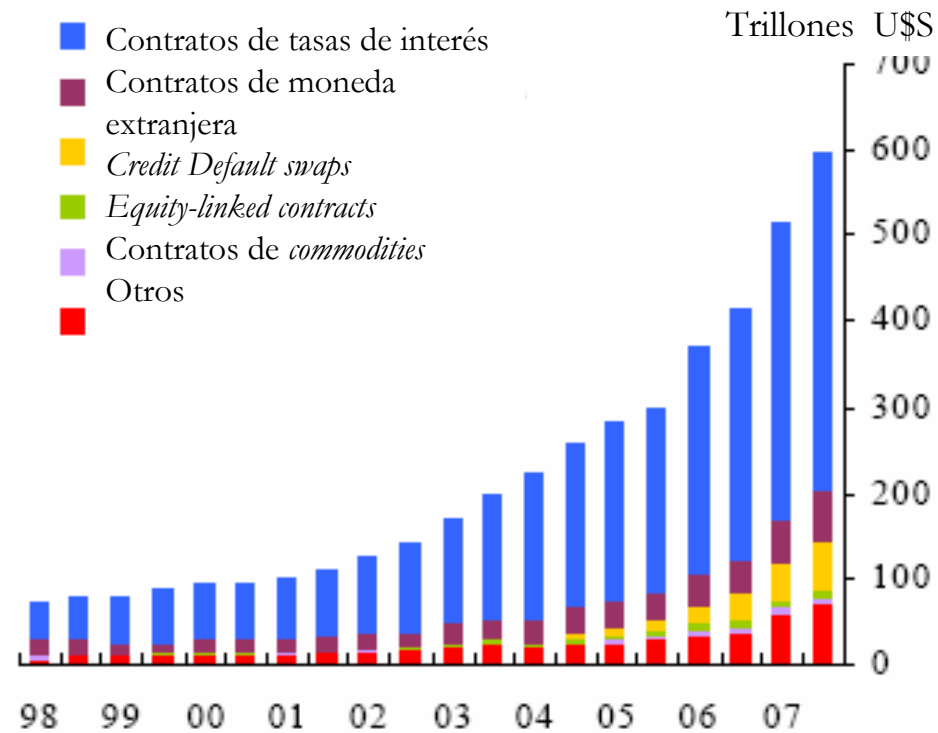
---

- ¿Cuándo surge?
- ¿Porqué surge?

## Innovación financiera II

- Crecimiento exponencial

**Monto de Derivativos Emitidos**



Fuente : BIS

## Innovación financiera III

---

- Activos naturales
- Activos sintéticos
- CDO



## Innovación financiera IV

---

- Los híbridos
  - Son papeles que se crean combinando papeles convencionales con derivados.

## Innovación financiera IV

---

- Los híbridos
  - Los híbridos típicamente involucran entonces una deuda o una acción con uno o más derivados OTC, y ellos han proliferado en las últimas décadas para satisfacer demandas específicas de inversores sofisticados, buscando también reducción de costos, que los activos disponibles en el mercado no las satisfacían.

## Innovación financiera IV

---

### Deuda más Derivados

<b>Deuda más</b>	<b>Igual</b>
Contrato forward Fx	Bono de moneda dual
Swap de tasa de interés	<i>“Inverse Floating Rate Note”</i>
Una opción	Bonos con put / calls
Paquete de opciones	Bonos indexados con tasa de interés, commodities, inflación

## Innovación financiera IV

---

### Acciones más Derivados

<b>Acciones más:</b>	<b>Igual</b>
Swap de tasa de interés	<i>“Adjustable Rate Preferred Stock”</i>
Una opción	Acciones preferidas convertibles

## Innovación financiera y finanzas de la empresa I

---

- Disminución de costos de agencia
- Puede hacer más difusa la estructura financiera.
- Reducción de costos de capital
- Reducción de costos de transacciones, búsqueda y costos de marketing.

## Innovación financiera y finanzas de la empresa II

---

- Regulaciones e impuestos.
- Shocks tecnológicos.
- Contribución a la administración de riesgos ampliando opciones originales.
- Transformar y transferir riesgos.

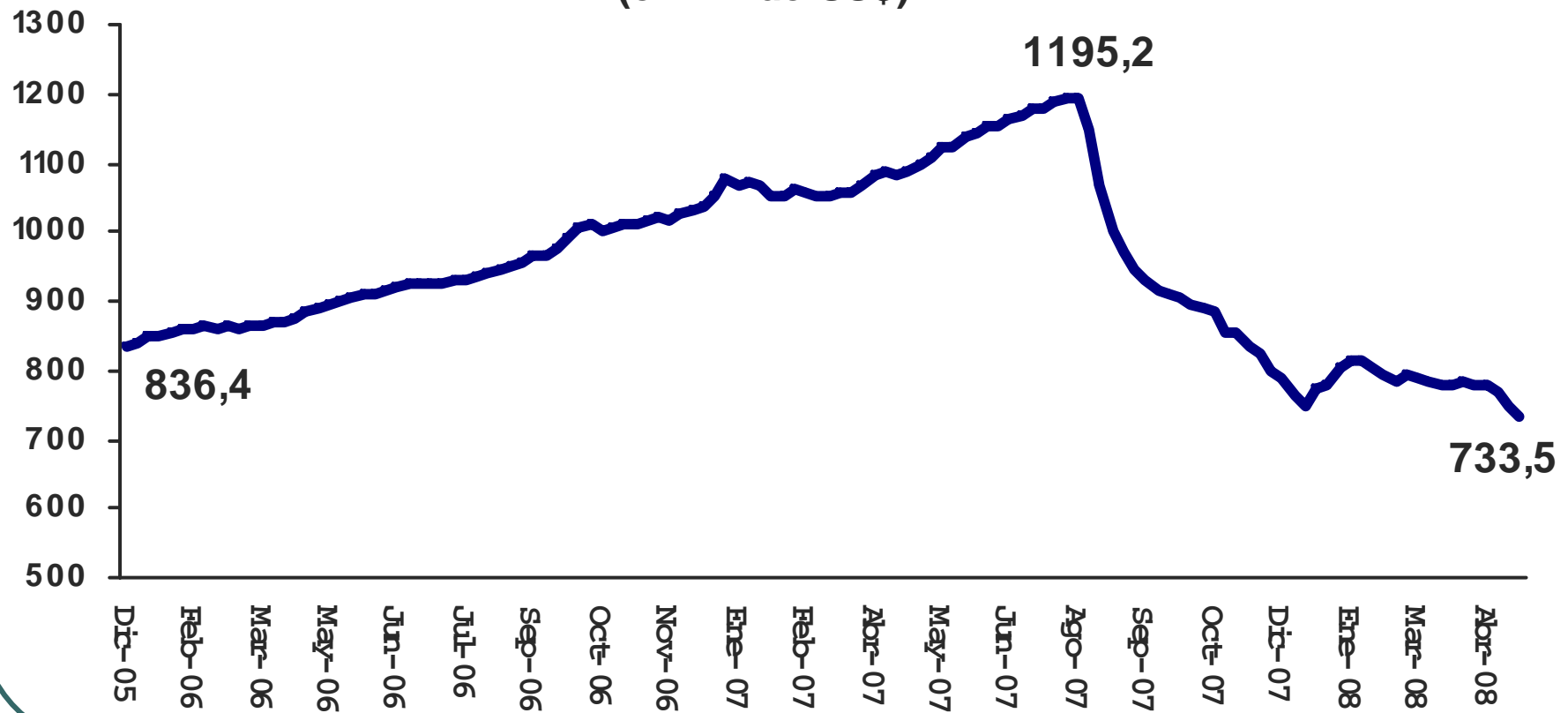
## *Subprime I*

---

- Modelo *originate-to-distribute*.
- Etapa 1, 2 y 3
- Las causas de la crisis.

## Subprime II

Ev. del stock de Asset Back Securities -ABS-  
(en BB de US\$)

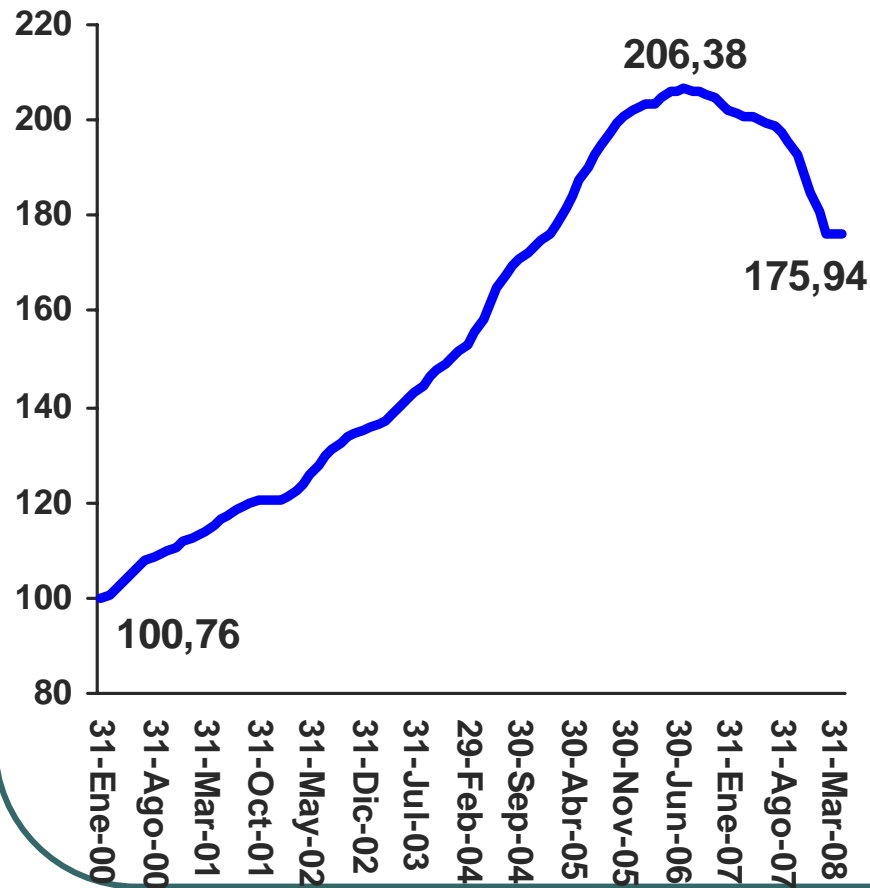


Fuente: Bloomberg

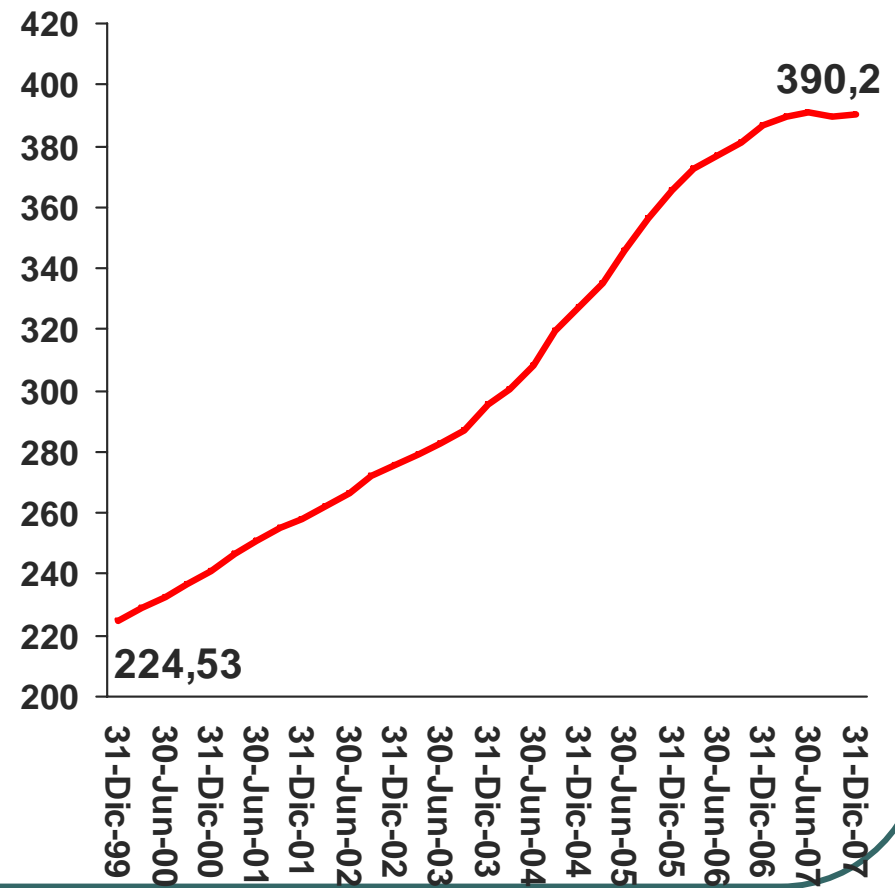


# Subprime III

## Indice de Precios Case-Schiller



## Indice de Precios OFHEO

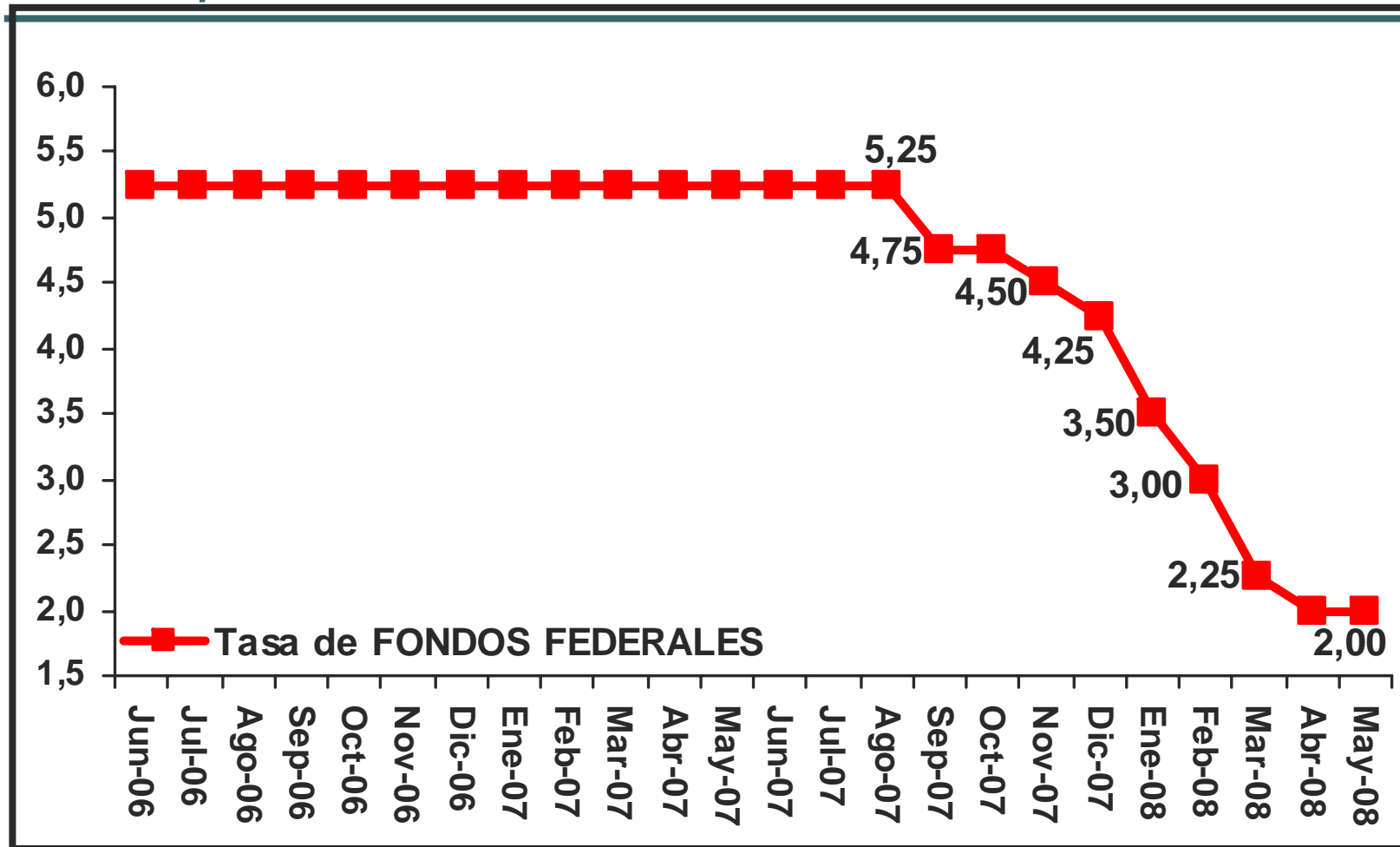


## *Subprime IV*

---

- Acciones de las instituciones
- Acciones de las autoridades.

## Subprime V



Fuente: Bloomberg

# Imperfecciones del mercado I

---

- Fundamentos
- Importancia mayor.

## Impefecciones del mercado II

---

- Información incompleta
- Desalineación de incentivos
- Liquidez
- Debilidades de la infraestructura financiera
- Dinámica del mercado y ampliación de shocks.

## Lecciones I

---

1. Una lección que es clara, radica en que los principales *bancos comerciales* y *bancos de inversión* deben *fortalecer su capital*, su *liquidez* y la *administración de riesgos*, tal como lo ha señalado Bernanke (2008).

## Lecciones I

---

2. Una segunda tiene relación con las *agencias calificadoras de riesgos*; deberán mejorar severamente sus metodologías de análisis de riesgos. Ellas deben aportar información adicional sobre las características de los riesgos y la incertidumbre involucrada en sus análisis de instrumentos. Ello irá, por otra parte, en línea con una mayor estandarización y transparencia.

## Lecciones I

---

3. Una tercera lección dice relación, y que para el autor es de vital importancia, con la *disciplina del mercado*, que va desde las propias instituciones financieras, a las agencias calificadoras y la información a los participantes de las transacciones de los productos que se lanzan al mercado.



## Lecciones I

---

4. Las fuerzas del mercado deben determinar cuáles son los *instrumentos que subsisten*, y *cuáles mueren*. Las autoridades pueden hacer mucho en términos de regulaciones, pero es probable que siempre vayan detrás de las innovaciones.

## Lecciones I

---

5. Vinculado a lo anterior aparecerá la importancia de focalizar adicionalmente un conjunto de productos más simples y más estandarizados.
  
6. Asimismo, los productos deberán ser más *transparentes* en su diseño y contenido, lo que contribuirá a su monitoreo y así bajar costos de información.

## Lecciones II

---

7. Los *inversores* deberán *demandar* reglas más explícitas acerca de las operaciones de securitización y compartir riesgos entre originador y usuario.

## Lecciones II

---

8. Las instituciones financieras continuarán ofreciendo productos que cubran los riesgos que se desean cubrir. Pero en este caso debe haber un reconocimiento más explícito acerca de los problemas de *iliquidez* que acarrearán estos *productos hechos casi a medida*. El precio de equilibrio por la liquidez debería ser mayor y ayudará a disminuir la demanda de estos productos.

## Lecciones II

---

9. Los bancos y otras instituciones financieras deberán proveer *más información* sobre las exposiciones a riesgos, lo que presionará a mejorar la transparencia del mercado.
  
10. Un mayor énfasis en la *estandarización* de productos puede asimismo facilitar mejoramientos en la *infraestructura de mercado*.

## Futuro I

---

- Después de repasadas estas páginas sobre innovación financiera y sobre el colapso del *subprime* ¿qué podemos señalar que hemos aprendido de estos episodios? Para las empresas y para los individuos, las lecciones son en cierta forma claras: educarse a sí mismo sobre los riesgos potenciales de las inversiones o transacciones financieras, entender los incentivos de las contrapartes de esas inversiones y evitar colocar a riesgo dinero que no se puede perder.

## Futuro I

---

- Si una inversión es muy complicada de entender, probablemente sea también complicada de mantener. Las lecciones de políticas públicas, son quizás más variadas y complejas, pero ellas incluyen la importancia de la educación económica y financiera, una adecuada apertura en términos de los contratos y emitir regulaciones que minimicen conflictos de intereses en las transacciones financieras.

## Futuro II

---

- Sin embargo, no debemos olvidar la importancia de la innovación financiera en promover el crecimiento económico. Las innovaciones financieras exitosas - aquéllas que pasan el examen del mercado un período amplio- promueven una más eficiente asignación de capital y contribuyen a elevar los niveles de vida.



## Futuro II

---

- El desafío, para quienes diseñan, las políticas es el corto plazo restaurar la confianza para lo que no deberían descartarse medidas más masivas que contengan la vorágine de incertidumbres. En el mediano plazo, el desafío estará en dictar regulaciones que promuevan la estabilidad sin desalentar aquéllas innovaciones que crean valor que es en las que, en gran medida se apoya hoy día el crecimiento.