

## El Plan: mejor que nada

JESÚS FERNÁNDEZ / DAVID TAGUAS\*

LA VANGUARDIA – DINERO – 5.10.08

El llamado plan Paulson consiste en emplear E hasta 700 mil millones de dólares para que una agencia pública adquiera activos de baja calidad de los bancos. El objetivo es restablecer la confianza en las instituciones financieras. El problema fundamental que subyace es establecer un precio para activos que no lo encuentran en el mercado o que, si lo encuentran, es demasiado bajo, en cuyo caso el precio establecido debería ser superior a este. Pero, en todo caso, los activos no se comprarían a su valor contable inicial, por lo que los bancos incurrirían en pérdidas y el coste final de la operación dependerá de la evolución de la economía de EE. UU. y, en particular, del valor de la vivienda.

Dadas estas incertidumbres sobre la aplicación del plan, resulta conveniente volver al principio del problema. Durante los primeros años del siglo XXI se produjo una explosión de la titulación hipotecaria, La presunción era que, por medio de una división del flujo de ingresos generados por las hipotecas subyacentes en distintos niveles de prioridad, se generaban títulos de bajo riesgo que podían ser intercambiados en un mercado con suficiente liquidez.

Un ejemplo clarifica esta idea. Imagínese que se tienen 1.000 hipotecas de alto riesgo, cada una por valor de 1 dólar. Un banco podría agruparlas en un fondo común, dividir la propiedad del fondo en 10 tramos y proponer la siguiente forma de pago. Los primeros 100 dólares devueltos al banco pagarían al primer tramo de inversores, los siguientes 100, al segundo tramo, y así sucesivamente hasta llegar a los 100

dólares finales, que pagarían al décimo tramo. La idea es que, por muy arriesgadas que sean las 1.000 hipotecas, al menos 100 de ellas pagarán casi con total seguridad, lo que prácticamente anula el riesgo del primer tramo. De esta manera, se ha creado un activo sólido de 1.000 activos con alto riesgo. Pero el riesgo total no ha desaparecido. La otra cara de la moneda es el último tramo, ya que, con una alta probabilidad, el inversor que adquiriera este tramo podría incurrir en pérdidas. Pero este es un problema de gestión.

El problema se complica si los títulos no son instrumentos homogéneos que pueden ser negociados en un mercado con liquidez, sino que agrupan 1.000 hipotecas, todas de alto riesgo, pero muy dispares. Mientras el precio de la vivienda subía en EE. UU., esto no era relevante: los tramos altos pagaban siempre.

Pero, cuando los precios inmobiliarios caen, un inversor tiene que discriminar entre los títulos. El tema es aún más grave, porque el inversor puede sospechar que si le ofrecen un título en particular, puede ser porque se trata de un título con muchas hipotecas malas. Por supuesto, el inversor podría intentar averiguar cuáles son las 1.000 hipotecas concretas de este título en particular, pero esta investigación es demasiado cara y compleja para ser factible en la práctica. Es más prudente dejar de comprar títulos.

Esta desaparición de la liquidez conlleva serios problemas para las instituciones que deben vender los títulos para afrontar sus pagos. Las reglas contables obligan a registrar como pérdidas la diferencia entre el precio al que estos títulos aparecían en el balance y el nuevo precio de mercado y reducen rápidamente los fondos propios de los bancos,

descapitalizándolos y generando que nadie quiera prestar a los bancos, lo que provoca las temidas suspensiones de pagos. Pero suspensiones masivas de pagos implicarían la desaparición de la intermediación financiera, por lo que todos los agentes de la economía terminarían perdiendo.

El problema fundamental en el corto plazo es el de la descapitalización. Sin pérdidas de recursos propios masivas, no hay suspensión de pagos y los títulos hipotecarios irán venciendo y desapareciendo del mercado. La descapitalización se puede evitar con dos medidas. En primer lugar, forzando a los inversores a acudir a ampliaciones de capital de los bancos. La manera más sencilla sería una conversión generalizada y obligatoria de deuda subordinada a capital. Esta conversión, además de recapitalizar el banco, diluiría a los accionistas actuales en proporción directa a la exposición del banco a los títulos de peor calidad, con lo cual se crearía un precedente para el futuro que incentivaría a futuros accionistas a supervisar con más detalle la gestión de riesgos. En segundo lugar, el Tesoro podría comprar los títulos hipotecarios a cambio de una participación accionarial que se desharía a medio plazo. De esta manera, la institución financiera aumentaría su capital y se liberaría de los peores activos mientras que el Tesoro limitaría su exposición de riesgos, ya que si un porcentaje alto de los títulos terminara pagando, los beneficios de las empresas incrementarían el valor de las participaciones accionariales y, cuando éstas se vendieran, el contribuyente recuperaría el dinero, incluso con beneficios (como ocurrió después de la Gran Depresión).

En comparación, el plan original del Tesoro americano era comprar los títulos a cambio de efectivo. Pero, ¿a qué precio? Si el Tesoro compra a

precios de mercado, las empresas no solucionan el problema de descapitalización. Si el Tesoro paga por encima del precio de mercado, no está claro a qué precio debe hacerlo y, lo que es peor, recompensa a todos aquellos bancos que tomaron posiciones más agresivas en el pasado sin dar una participación adecuada en los beneficios del rescate al contribuyente. La respuesta del Tesoro, que los títulos se comprarán por medio de subastas, no es particularmente convincente, ya que los instrumentos son tan heterogéneos (esta heterogeneidad es el origen del problema) que se deberían organizar miles de subastas, cada una con pocos participantes y, por tanto, muy manipulables.

A modo de conclusión, el plan del Tesoro no ataca de forma directa el problema principal, la descapitalización, es ambiguo en sus detalles, y no ofrece garantías suficientes al contribuyente. Se podría diseñar un plan más atractivo, pero su viabilidad en el Congreso sería un problema mucho más complejo, por lo que el TARP es ciertamente una mejor opción que no hacer nada.

\*JESÚS FERNÁNDEZ, Universidad de Pensilvania y DAVID TAGUAS, Seopan.