

Un plan para la recuperación

GEORGE SOROS

ABC, 8-2-2009

Cuando estallan las burbujas financieras, la contracción del crédito, la liquidación forzosa de activos, la deflación y la destrucción de riqueza consiguientes pueden alcanzar proporciones catastróficas. En una situación deflacionaria, el peso de la deuda acumulada puede hundir el sistema bancario y hacer que la economía entre en depresión. Eso es lo que se debe prevenir a toda costa. Una forma de hacerlo es la de crear dinero para contrapesar la contracción del crédito, recapitalizar el sistema bancario y dar por perdida la deuda acumulada o reducir su valor de forma ordenada. Para lograr los mejores resultados, se deben combinar esos tres procesos, lo que requiere la aplicación de políticas radicales y heterodoxas. Si dichas políticas dieran resultado y el crédito comenzara a aumentar, las presiones deflacionarias quedarían substituidas por el espectro de la inflación y las autoridades tendrían que avenar el exceso de masa monetaria de la economía casi con la misma rapidez con la que la bombearon.

De las dos operaciones, es probable que la segunda resulte aún más difícil que la primera, tanto técnica como políticamente, pero la otra posibilidad -depresión mundial y desorden planetario- es inaceptable. No hay otra forma de prevenir una situación muy alejada del equilibrio - deflación y depresión mundiales- que la de primero inducir y después reducir. Las dimensiones del problema son mayores incluso que las del decenio de los 30 y la azarosa y arbitraria reacción del gobierno de Bush agravó la situación aún más (...) Por eso, para prevenir lo peor, el gobierno del presidente Barack Obama tendrá que adoptar un plan

radical y exhaustivo de políticas con cinco componentes importantes: estímulo fiscal; revisión completa del sistema hipotecario; recapitalización bancaria; política energética innovadora y reforma del sistema financiero internacional. El programa de estímulo fiscal ya está muy avanzado, pero su aplicación requerirá tiempo y sólo servirá para moderar la contracción. En mi opinión, la revisión completa de las hipotecas y la recapitalización de los bancos son indispensables para dar la vuelta a la economía.

Un suelo para los precios de la vivienda

El objetivo de la reforma hipotecaria es el de evitar una reducción excesiva de los precios de la vivienda reduciendo al mínimo las ejecuciones de las hipotecas y brindando incentivos a los compradores. Eso es necesario para reducir las presiones deflacionistas, estabilizar los balances de los bancos y animarlos a que reanuden los préstamos. La mejor forma de contribuir a la consecución de ese objetivo es la de modificar las hipotecas para que el principal no exceda el valor de la casa (...)

Soy partidario de adoptar, con las modificaciones convenientes, el sistema danés, que ha demostrado su valía desde que se introdujo por primera vez después del saqueo de Copenhague en 1793. A diferencia de la dependencia en Estados Unidos de entidades patrocinadas por el Estado -Fannie Mae y Freddie Mac-, Dinamarca utiliza un sistema abierto en el que todos los promotores de hipotecas participan en condiciones de igualdad y funcionan sin garantías estatales. La característica diferencial de las obligaciones hipotecarias danesas es la de que son idénticas e intercambiables con las hipotecas subyacentes.

Los propietarios de viviendas pueden rescatar sus hipotecas en cualquier momento comprando en el mercado las obligaciones hipotecarias equivalentes e intercambiándolas por la hipoteca. Como los tipos de interés y los precios de la vivienda suelen moverse en la misma dirección, esa característica, denominada principio de equilibrio, reduce el riesgo de un valor patrimonial negativo. Los promotores de hipotecas están estrictamente regulados y conservan el riesgo crediticio, razón por la cual, pese a la falta de garantías oficiales, las obligaciones tienen tradicionalmente una calificación muy alta y con frecuencia rinden menos que los bonos estatales.

Un plan sistémico de modificación de las hipotecas substituiría las que se han ido a pique por otras nuevas basadas en el principio de equilibrio. Se reduciría el principal al valor actual de mercado determinado por el modelo de valoración automatizada, con una pérdida apropiada para los prestatarios (mayor en el caso de las hipotecas de gran riesgo). Las nuevas hipotecas regidas por el principio de equilibrio estarían garantizadas por un organismo estatal, con lo que aumentaría su valor, y ese organismo cobraría una comisión apropiada por el seguro. Como norma de equidad, las casas con hipotecas cuyo valor se haya reducido deberían estar sujetas a un tipo impositivo mayor, en caso de que se haya obtenido alguna ganancia de capital. Para prevenir las trampas, esa obligación figuraría como derecho de retención en la escritura de la casa, lo que debería apaciguar a los propietarios de viviendas prudentes que se beneficien del plan sólo indirectamente mediante la estabilización de los precios de las casas. Los propietarios de las hipotecas modificadas perderían dinero, pero probablemente bastante menos que sin el plan de modificación.

Mientras, el organismo estatal, resultante de la fusión de las entidades patrocinadas por el Estado, no compraría ni vendería hipotecas; encargaría la administración de su cartera a equipos especializados a los que se recompensaría por reducir al mínimo las pérdidas ajustando las cuotas a la capacidad de pago de los propietarios en lugar de ejecutar la hipoteca. Ese proceso resultaría facilitado en gran medida por una nueva ley de quiebras (...)

Combinadas las dos medidas -eliminación del valor patrimonial negativo de todas las hipotecas y adaptación de las cuotas a la capacidad de los propietarios de viviendas para pagar las moras- aliviaría, aunque no eliminaría, la presión a la baja de los precios de las casas por la ejecución de las hipotecas, porque el alivio se limitaría a las residencias principales. Al principio, se subvencionarían los tipos para los nuevos compradores vendiendo bonos del Estado a largo plazo y poniendo los fondos a disposición de los emisores de títulos con garantía hipotecaria, pero dichos emisores estarían vinculados con el organismo estatal en relación con el primer 10% del riesgo crediticio. Los emisores cobrarían una comisión, determinada por la competencia en el mercado, por aceptar el riesgo crediticio. Aun así, el tipo de interés para los nuevos compradores debería ser inferior al 5%. Los emisores podrían refinanciar sin pérdidas los títulos con garantía hipotecaria en la Fed. Con el tiempo se suprimirían gradualmente las subvenciones y la determinación de los tipos correría a cargo del mercado. El organismo estatal absorbería las pérdidas debidas al concurso de acreedores, que podrían ser muy inferiores a las resultantes de las ejecuciones de hipotecas. La cartera de las entidades patrocinadas por el Estado y descalabradas sería liquidada

gradualmente y sus pérdidas acumuladas serían absorbidas por la deuda nacional.

Dinero en el banco

Cualquier plan de recapitalización de la banca debe abarcar todo el sistema y ser obligatorio, no azaroso y voluntario, como el del Secretario del Tesoro de los EE.UU. Henry Paulson. Después de la recapitalización, se reducirían los requisitos mínimos de capital al 6%, pongamos por caso, lo que animaría a los bancos a prestar, pues estarían deseosos de aprovechar los importantes márgenes actualmente predominantes. Así se reactivaría la economía. Como todo el mundo dispondría de mucha liquidez y estaría de pronto deseoso de ponerla a funcionar, habría una avalancha repentina en busca de activos menos líquidos. En ese momento, al aparecer la inflación, se aumentarían los requisitos mínimos de capital al 8% y después a un porcentaje mayor, con lo que se reduciría el apalancamiento del sistema bancario, que constituye un objetivo deseable a largo plazo. Si en un principio se hubiera aplicado de este modo el plan de rescate de EE.UU., se podría haber recapitalizado el sistema bancario con los 700.000 millones de dólares concedidos o incluso menos. Lamentablemente, ya se ha gastado la mitad de ese dinero y la situación se ha deteriorado mucho más. Lo que habría sido posible hace tan sólo dos meses ya no resulta realista. Eso es lo que distingue a las crisis financieras y otras situaciones muy alejadas del equilibrio: lo que es apropiado en un momento determinado no sigue siéndolo durante mucho tiempo.

Ahora la capitalización total en el mercado del sistema bancario apenas supera un billón de dólares y el agujero en los balances de los bancos

probablemente sea mayor. En esas circunstancias no se puede contar con la disposición del público a suscribir acciones de bancos que probablemente acaben controlados por el Estado. En esos casos, el Gobierno tendría que recurrir a una fórmula de banco bueno/banco malo: los activos dañados, el valor de mercado vigente y la deuda subordinada permanecerían en el banco malo y la inyección de nuevo capital entraría en el banco bueno. Los accionistas y los titulares de deuda subordinada perderían gran parte de su dinero o todo él, exceptuado el derecho a suscribir acciones del banco nuevo. Entonces se podrían ejercer dichos derechos y los bancos buenos podrían no quedar sometidos al control del Estado. Los contribuyentes tendrían que absorber el exceso de pérdidas de los bancos malos. Aun así, hay que recapitalizar el sistema bancario para salvar la economía. Ahora el costo puede superar un billón de dólares, pero eso es mejor que permitir que el peso de la deuda acumulada hunda la economía.

Un derivado tóxico

La política energética podría desempeñar un papel mucho más innovador para contrarrestar tanto la recesión como la deflación. El consumidor americano ya no puede hacer de motor de la economía mundial. Se necesita un nuevo motor. La energía substitutiva y el ahorro de energía podría ser ese motor, pero sólo si se mantiene lo bastante alto el precio de los combustibles tradicionales para justificar la inversión en ellos. Semejante inversión contribuiría también a moderar la deflación de los precios, pero hasta ahora ningún político de los EE.UU. se ha atrevido a intentar convencer al público de la necesidad de precios altos para los combustibles tradicionales.

Obama necesitaría mucho valor y pericia para hacer lo más acertado, que consistiría en poner un suelo bajo al precio de los combustibles fósiles con la introducción de un impuesto al carbono, o subastar licencias de contaminación. Lo primero sería más eficiente; lo segundo, políticamente más viable. También sería necesario imponer aranceles al petróleo para mantener el precio en el mercado nacional por encima de 70 dólares por barril. Es esencial convencer al público de que el costo de la energía seguirá siendo permanentemente alto para fomentar la inversión en energía substitutiva y dispositivos economizadores de energía. Con el tiempo, el costo de la energía podría disminuir con la difusión de las nuevas tecnologías (...).

Reequilibrar el centro y la periferia

En el sistema financiero internacional, tal como ha evolucionado desde el decenio de los 80, ha estado dominado por EE.UU. y el llamado «consenso de Washington». Lejos de proporcionar un campo de juego igual para todos, ha favorecido a los países que controlan las instituciones financieras internacionales, en particular EE.UU., en perjuicio de los países que se encuentran en la periferia de la economía mundial. Los países de la periferia han estado sujetos a la disciplina del mercado dictada por el consenso de Washington, lo que los ha expuesto a una serie de crisis financieras, mientras que EE.UU. ha estado exento de ellas, con lo que ha succionado los ahorros mundiales para mantener un déficit por cuenta corriente cada vez mayor.

Ese estado de cosas podría haber continuado indefinidamente, porque la disposición de EE.UU. a incurrir en un déficit exterior crónico fue acompañada de la disposición de otros países a incurrir en superávits

crónicos. La actual crisis financiera le puso fin y a la vez reveló lo injusto que es ese sistema, porque la crisis se originó en EE.UU., pero está haciendo más daño a los países de la periferia (...) Los países del centro han garantizado eficazmente sus depósitos bancarios, pero los países de la periferia no pueden ofrecer a los inversores seguridades igualmente convincentes. A consecuencia de ello, el capital está huyendo de la periferia, resulta difícil renovar los préstamos de próximo vencimiento y las exportaciones sufren las consecuencias de la falta de financiación.

Con ello el futuro de las instituciones financieras internacionales queda dependiente de su eficacia para abordar una nueva tarea: proteger a los países de la periferia de una tormenta que ha emanado del centro, a saber, de EE.UU. Se necesita una gran asistencia para proteger los sistemas financieros de los países de la periferia, incluida la financiación del comercio, y permitir a sus gobiernos aplicar políticas fiscales anticíclicas. Lo primero requiere grandes fondos para imprevistos de los que se pueda disponer con poca antelación durante períodos relativamente cortos. Lo segundo requiere financiación a largo plazo, pero el caso es que los 200.000 millones de dólares, aproximadamente, de fondos no comprometidos de que dispone el FMI no son ni mucho menos suficientes para ofrecer una asistencia mínimamente eficaz, dadas las necesidades potenciales.

Entonces, ¿qué se debe hacer? La solución más sencilla es la de crear más dinero. Ya existe el mecanismo para emitir derechos especiales de giro. Lo único que hace falta para activarlo es su aprobación por el 85% de los miembros del FMI. En el pasado, EE.UU. se han opuesto rotundamente a ello. La creación de más masa monetaria es la reacción adecuada ante el desplome del crédito. Eso es lo que está haciendo

EE.UU. a escala nacional. ¿Por qué no hacerlo a escala internacional? Resulta irónico que los derechos especiales de giro no serían demasiado útiles para proporcionar liquidez a corto plazo, pero sí que lo serían mucho para permitir a los países de la periferia aplicar políticas anticíclicas, si los países ricos donaran sus asignaciones a los países pobres (...) Además de donar sus asignaciones de derechos especiales de giro, los más importantes países desarrollados deberían garantizar conjuntamente bonos estatales a más largo plazo emitidos por los países de la periferia (...) Al mismo tiempo, se podría inducir a los países con superávits crónicos a que invirtieran una porción de sus reservas de divisas o fondos soberanos en bonos estatales a más largo plazo de los países menos adelantados ofreciéndoles más derechos de voto dentro del FMI, lo que se podría combinar con el propuesto fondo fiduciario que complementaría el servicio de liquidez a corto plazo (...)

Los países con superávits crónicos podrían contribuir a un fondo fiduciario que complementara el nuevo servicio de liquidez a corto plazo del FMI, que permite a los países recibir una cantidad equivalente a cinco veces su cuota durante tres meses (...) Además, los bancos centrales del mundo desarrollado deberían extender líneas suplementarias de crédito cruzado a países en desarrollo y aceptar activos denominados en divisas locales para hacerlas más eficaces. El FMI podría desempeñar un papel garantizando el valor de los activos denominados en divisas locales. A más largo plazo, las normas bancarias internacionales deberían facilitar las corrientes crediticias a los países de la periferia. A corto plazo, los bancos centrales de los países desarrollados deberían presionar a los bancos comerciales para refinanciar las líneas de crédito. Quizás coordinados con el Banco de Pagos Internacionales (...)

La vía mejor sería la de obtener apoyo para un plan de derechos especiales de giro en gran escala aceptando que se inicien las negociaciones. Si Obama abanderara esa vía, respondería a las esperanzas mundiales.

George Soros es presidente del Soros Fund Management

© Project Syndicate, 2009