

Por qué el de Paulson es un mal plan

En el mercado estadounidense se han vendido como buenas deudas que no lo eran. Y todo el mundo ha jugado por encima de sus posibilidades. El plan recién aprobado no es la solución a éstos y otros problemas

MICHELE BOLDRIN

EL PAÍS - Opinión - 07-10-2008

Todos saben que los bancos de Estados Unidos se encuentran en una crisis seria, y que, tras una negativa inicial, el Congreso de ese país ha terminado por aprobar un enorme plan de salvamento (bailout) para las entidades que hicieron malas inversiones, e incluso trampas. Como los lectores están bien informados sobre el contenido de las medidas adoptadas, pasaré sin más a criticarlas.

Empezaré con una noticia que, probablemente, sea menos conocida en Europa: la gran mayoría de los economistas académicos de Estados Unidos consideran el plan Paulson una mala idea. Con la obvia excepción de los que trabajan para los bancos beneficiados por este plan y, por supuesto, los que han trabajado o trabajan para la Administración Bush. Los demás, demócratas, republicanos o ultraliberales, consideran el bailout, lo que la Reserva Federal y el Gobierno de Estados Unidos han puesto en marcha, un absoluto disparate.

Hace un par de años, el mercado americano del ladrillo entró en una crisis muy fuerte. Al contrario del caso español, la subida de los precios en Estados Unidos no fue debida a la llegada de un gran número de inmigrantes, ni a un extraordinario crecimiento económico. La explosión

del mercado inmobiliario americano fue casi toda de tipo especulativo, debida a las políticas monetarias extremadamente laxas que la Fed (Reserva Federal) adoptó después del 11-S. Lo que ocurrió en Estados Unidos fue una verdadera burbuja financiera, alimentada por las políticas de dinero fácil del Banco Central y enfocada en préstamos-basura a personas que, en su mayor parte, adquirieron casas que nunca habrían podido permitirse en circunstancias normales. Por tanto, cualquier paralelismo entre el caso español y el de Estados Unidos es arriesgado ya que las diferencias son muchas, y mucho más profundas que las semejanzas.

Ahora, por paradójico que pueda parecer, lo interesante no es el caso del ladrillo que se desploma o de las hipotecas que no se pagan. Baste considerar que hasta las peores estimaciones disponibles dicen que, de momento, el valor total de los impagos no llega a generar pérdidas netas superiores a los 300.000 millones de dólares. Y dado que, en años normales o incluso excelentes, el mismo valor llega a ser de 150.000 millones, no es razonable pensar que esta enorme crisis sea debida "solamente" a 150.000 millones más en impagos hipotecarios. De hecho, cualquier persona informada sabe que los valores de las pérdidas declaradas por los bancos estadounidenses (y no sólo estadounidenses) son mucho más grandes que las pérdidas hipotecarias reportadas hasta ahora.

Por ejemplo, si se suman solamente las pérdidas de capital de las cuatro grandes entidades hundidas (Bears Stern, Lehman, Washington Mutual y Wachovia) el total es ¡260.000 millones! Está claro que estos cuatro no podían tener en su cartera todas las hipotecas tóxicas de la economía de

Estados Unidos -si fuera así tendríamos buenas noticias, ya que con su muerte quedaría resuelto el asunto-.

¿Cómo explicarse entonces lo que ocurre con Fortis, UBS y los demás? Debe de haber algo más, ¿pero qué? Muy sencillo: gracias a una combinación francamente extraordinaria de (I) mala política monetaria, (II) pobre regulación (y por consiguiente rica en corrupción) en los mercados de las hipotecas, los seguros y los bancos de inversión, (III) incentivos distorsionados y (IV) ausencia del supervisor/regulador, se ha construido sobre los cimientos de las hipotecas inmobiliarias un castillo de papeles (derivados) de proporciones enormes (los estadounidenses siempre quieren hacer todo a lo grande, incluso las tonterías) y, ahora, se está derribando todo.

Por ejemplo, el valor total de todas las hipotecas de Estados Unidos es de 11 billones de dólares. El valor total de los contratos de seguro de tipo credit default swaps (CDS) suscritos sobre estas hipotecas es cinco veces mayor y hay, además, mucho más en otros tipos de derivados comerciados over the counter (realizadas fuera del mercado). Está claro que muchísima gente ha utilizado la liquidez, por artificial que sea, del mercado de MBS (bonos garantizados por hipotecas) y ABS (bonos garantizados por activos) para hacer apuestas variadas, sin tener el capital necesario.

El siguiente es uno de los puntos más importantes y a la vez peor comprendidos de toda la situación: las apuestas financieras hechas a través de derivados son "juegos de suma cero". Es decir, si un banco pierde otro gana. En teoría, esto es útil porque los derivados pueden ser utilizados para comprar seguros en el interior del sistema, sin que

ninguna parte de la riqueza sea destruida. ¿Por qué razón, entonces, un juego en el cual alguien debería de vencer siempre, podría llevar a la pérdida de todos? Si las apuestas están hechas entre bancos, ¿no deberían cancelarse recíprocamente sus valores, dejando el sistema, en el agregado, casi intacto? Teóricamente tendría que ser así, pero esto no es lo que ocurre en un mundo con información imperfecta y, sobre todo, en un mercado donde, desde hace 15 años, todo el mundo hace dinero vendiendo como buenas deudas que no lo son. Claramente algunos jugadores hicieron apuestas que nunca podrían pagar, dado que eran de valor muy superior al total de su patrimonio. El problema es que no se sabe quiénes son estos jugadores infectados. Por tanto, cuando X viene y pide un préstamo a Y, éste piensa: "Si X tiene en la cartera derivados que pierden dinero, utilizará mi préstamo para cubrir los pagos de aquéllos, no para invertir, y yo acabaré perdiendo mi dinero. Entonces tengo dos posibilidades: o no se lo presto, o se lo presto a unos tipos altísimos".

Este mecanismo paraliza el crédito y, forzando la carencia de liquidez, genera aún más infectados. En otras palabras, el mercado está encerrado en un clásico lemons problem: nadie confía en nadie, nadie hace negocios con nadie, nadie enseña lo que tiene y todo el mundo intenta cerrar sus posiciones positivas dejando abiertas las negativas. Esto, obviamente, se traduce en una desconfianza total y en la parálisis efectiva de las actividades bancarias y de inversión.

El plan Paulson no resuelve estos problemas por tres sencillas razones: (I) la compra de títulos por parte del Tesoro acentúa el lemons problem y favorece a los malos bancos respecto a los buenos: los malos bancos están dispuestos a vender a cualquier precio, ya que lo que venden no

vale nada; (II) no crea ningún incentivo para desmontar el castillo de derivados contaminados; al contrario, la liquidez en manos de los que están casi muertos les permite tomar posiciones all or nothing (todo o nada) de alto riesgo, ya que, en cualquier caso, su alternativa es la quiebra; y (III) transfiere una gran cantidad de dinero público a los banqueros que gestionaron mal el dinero confiado en ellos por los inversores, sin pedir ninguna contrapartida.

Existen muchas cosas que la Reserva Federal y el Gobierno de Estados Unidos podrían haber hecho, y todavía tienen la oportunidad de hacer, para manejar esta crisis de una manera más responsable y socialmente útil. Entre las sugerencias más convincentes que vienen del mundo académico, hay las siguientes:

1. Imponer a los bancos que se recapitalicen de forma inmediata, aliviando de esta manera el lemons problem.
2. Comprar hipotecas en quiebra, atacando el virus en sus raíces. Si hay que gastar impuestos, esto es más eficiente que comprar promesas complicadas escritas sobre papel mojado.
3. Imponer, por intervención directa de la Reserva Federal y del Tesoro, que se cierren aquellos contratos derivados que están actuando como píldoras envenenadas distribuyendo los beneficios. De manera que se puedan maximizar las solvencias del sistema, no la de los bancos individuales. Por supuesto, esto implicaría la quiebra de varios bancos: un precio razonable para permitir al sistema, en su conjunto, limpiarse y volver a funcionar.

4. Abrir de inmediato un debate público sobre los criterios con los cuales los mercados financieros y las instituciones que operan en ellos tendrían que actuar.

Esta vez, no estamos ante una situación de "más de lo mismo y chocolate para todos", como sucedió tras lo de LTCM y la explosión de la burbuja dot-com.