

El efecto mariposa

Es hora de crear una estructura financiera mundial que frene el desastre y evite más errores

NOMI PRINS

LA VANGUARDIA – DINERO – 12.10.08

En la teoría del caos se denomina efecto mariposa al principio según el cual un leve aleteo en cualquier lugar del mundo puede desencadenar una reacción capaz de alterar radicalmente las condiciones meteorológicas en otro lugar, dentro de un sistema dinámico. El aleteo no es la causa real del tornado, pero está ligado a él. La actual borrasca crediticia mundial se encuentra también en un sistema financiero ultradinámico, muy interdependiente, excesivamente apalancado e insuficientemente regulado.

En este caso todo empieza también con un leve aleteo: la compra de una vivienda modesta, por ejemplo en Stockton (California), financiada con un préstamo hipotecario de devolución insegura o lastrado por cualquier otro motivo. Así empezó la cadena.

Durante la orgía inmobiliaria, en especial entre el 2003 y el 2005, los bancos y prestamistas empujaron al comprador a tomar más créditos respaldados por la misma vivienda. ¿Por qué no pedir un préstamo con garantía inmobiliaria u otra hipoteca o dos? Al cabo de poco, esa casa de Stockton garantizaba dos o tres préstamos. Estos fueron adquiridos en bloque a Countrywide y otras entidades por bancos de inversión como Bear Stearns, que los empaquetaron en nuevos instrumentos

denominados títulos respaldados por activos (ABS). Luego los dividieron en paquetes más pequeños y los vendieron a los inversores. Para complicar aún más el panorama, los mejores paquetes de ABS recibieron de las agencias de calificación una estrella de oro o AAA.

Los compradores de paquetes AAA eran bancos internacionales, compañías de seguros y fondos de pensiones, especialmente europeos. A la hora de adquirir estos productos, las reservas de capital que los bancos debían realizar para poder hacer frente a los malos tiempos (como los actuales) eran mínimas. Además, como sus homólogos estadounidenses compraban grandes volúmenes usando dinero prestado y, por tanto, sin sufrir mermas importantes de capital. Por último, para no reflejarlos en sus balances los convirtieron en vehículos de inversión estructurada (SIV), que no requieren reservas y apenas se consignan en los informes.

En la base del sistema reinaba un verdadero frenesí de préstamos, que los bancos de inversión estadounidenses empaquetaban obteniendo enormes beneficios, y en la cúspide existía una fuerte demanda, de modo que el volumen de títulos estructurados explotó. Entre el 2003 y el 2007 se hinchó hasta alcanzar los 12 billones de dólares (4,7 billones en el quinquenio anterior), 75% de los cuales eran expedidos por los bancos estadounidenses - porque EE. UU. producía mayor número de préstamos empaquetables-, pero cuyo impulso se debía en buena parte a la demanda de instituciones financieras europeas.

Como las cosas iban viento en popa, los bancos de inversión estadounidenses añadieron otro eslabón a la cadena, reempaquetando esos títulos ABS en un nuevo tipo de instrumentos denominados CDO

(obligaciones de deuda colateralizada). También los dividieron y los vendieron a bancos, compañías de seguros como AIG o la holandesa Fortis, recientemente colapsada y vendida al banco francés BNP Paribas, y fondos de pensiones. Así, las CDO ya ni siquiera contenían la hipoteca inicial de aquella casa de Stockton, sino solamente un paquete de títulos ligados a ella.

De este modo, Fortis (y otros) llegaron a ser propietarios de un pedazo de Stockton, pero de una manera apalancada, indirecta y opaca. Luego, los bancos de inversión volvieron a empaquetar y dividir las CDO. A la oferta acudieron los mismos compradores. Así que ahora la casa de Stockton estaba garantizando varios préstamos, un ABS, un CDO y un CDO al cuadrado que podían estar escondidos en los balances de una compañía de seguros holandesa o un banco alemán.

Si el titular de esa casa dejaba de pagar, el efecto global sería minúsculo. Pero si los impagos de las hipotecas se multiplicaban en Stockton, y luego en Flint (Michigan), y luego en Las Vegas (Nevada), etcétera, el daño adquiriría dimensiones globales. Y eso es lo que ha sucedido ahora.

Aun así, este problema se podría haber atajado si los bancos hubieran tenido suficiente capital para pagar esos títulos y devolver los fondos que se habían prestado los unos a los otros para comprarlos, y si no hubieran entrado en un círculo masivamente interconectado de 55 billones de dólares de swaps de impago (contratos de seguros por los que las compañías recibían una prima a cambio de proteger a otras compañías frente a los impagos de los créditos).

Pero por desgracia fue así. Ahora es momento de controlar los daños. Los bancos centrales se apresuran a recortar los tipos y a inyectar en el sistema el capital que en su momento no obligaron a las empresas a reservar. Si se suman los cerca de 12 billones de dólares atrapados en activos hipotecarios titulizados y los 1,4 billones en CDO creados desde 2003, el agujero podría cuantificarse en unos 13,4 billones de dólares. Pero eso sólo sucedería en caso de impago de todas las hipotecas.

Si los impagos ascienden a aproximadamente el 10% de todas las hipotecas, el agujero ascendería a 1,4 billones a escala mundial. Esa es la última estimación del FMI, que en su informe sobre estabilidad financiera mundial afirma: "Las instituciones financieras europeas están sufriendo el impacto de su exposición a los activos tóxicos estadounidenses, mientras que los mercados hipotecarios británico y español están sometidos a una presión creciente. Las pérdidas globales podrían ser mayores si la calidad del crédito empeora y aumenta la depreciación de los préstamos fuera de Estados Unidos".

Pero el problema principal es sin duda alguna el de los préstamos o apalancamientos a escala mundial basados en esos activos. Con un índice de apalancamiento medio de diez veces (probablemente mayor para los bancos de inversión y menor para los bancos comerciales), podríamos encontrarnos frente a un potencial agujero de hasta 14 billones.

Ante este panorama desolador, se hace imprescindible cerrar el agujero al menos en la parte inferior de la cadena. Así que el Gobierno estadounidense - y otros gobiernos deberían escalear en cabeza ajena- tiene la obligación de ayudar a los propietarios de viviendas de

Stockton a conservar sus casas renegociando hipotecas más bajas con las entidades de crédito.

John McCain mencionó esto explícitamente en el debate presidencial. Barack Obama afirmó que el plan de rescate de 700.000 millones de dólares del secretario del Tesoro, Hank Paulson, podía ayudar a conseguirlo. De hecho, el lenguaje del plan ha sido deliberadamente vago para ayudar a Wall Street a librarse de sus títulos más tóxicos. Pero ese lenguaje deberíamos usarlo contra sus ciegos creadores y para ayudar al público, lo que en definitiva acabaría redundando en beneficio del sistema. Es necesario desde el punto de vista financiero levantar la barrera, y no importa de qué lado de ella esté cada uno. Sólo así conseguiremos frenar el efecto mariposa.

Entre tanto, a medida que los activos financieros sigan desplomándose, los presidentes de los bancos centrales de todo el mundo se irán dando cuenta de que están todos en el mismo barco y se verán forzados a continuar haciendo lo que ya han hecho; es decir, inyectar capital en el sistema bancario para compensar la falta de capital de reserva de que adolecen las entidades financieras. Y a buscar soluciones.

La crisis crediticia no "se ha vuelto internacional". Ya era internacional antes. El argumento de más peso que Robert Rubin (ex secretario del Tesoro), Phil Gramm (jefe del comité de banca del Senado) y otros partidarios del libre mercado solían utilizar para justificar la revocación de la ley Glass Steagal en 1999 era que los bancos europeos estaban fusionándose con sus bancos de inversión y que si los bancos estadounidenses no eran capaces de hacer lo mismo, quedarían detrás

de sus competidores internacionales. Parece que han recuperado el tiempo perdido.

Los accionistas de Bank of America arrastraron a la baja al sector financiero el pasado martes, en primer lugar porque estaban hambrientos de capital, como cualquier otro banco. En segundo lugar, porque absorber Merrill Lynch es una mala idea. Hace tres semanas, la Reserva Federal, en un intento desesperado por detener la hemorragia de la jornada, cuando Lehman Brothers se hundía, decidió que la manera de salvar Merrill Lynch, el siguiente en la lista de los bancos de inversión condenados a la caída, era dejar que Bank of America lo comprara.

A la vista de que hasta ahora todos los esfuerzos de Washington han sido espectacularmente inútiles para detener la espiral negativa del sistema financiero, cabe preguntarse por qué se están tolerando sin más otras fusiones bancarias. Además: ¿por qué los bancos europeos están moviéndose ahora en la misma dirección? Fusionar balances dudosos con otros en franco deterioro no es la mejor fórmula para conseguir solidez y estabilidad.

Entre tanto, ya que los bancos no pueden hacerlo, la Reserva Federal ha tenido que empezar a prestar directamente dinero a las empresas estadounidenses por primera vez desde la Gran Depresión. Quizá esta especie de nacionalización ayude a Washington a entender que los próximos pasos deben ser una reestructuración y una re-regulación de todo el sistema bancario al estilo de lo que se hizo después de la Gran Depresión. Pero hasta ahora no lo han entendido. Y los candidatos presidenciales tampoco.

Lo que tenemos que hacer es reactivar la ley Glass Steagal de 1933. Podemos usar esta crisis para disociar a nivel mundial las actividades bancarias especulativas de las orientadas al público. En ausencia de ese marco controlable, los bancos centrales, los tesoros públicos y los contribuyentes de cada país están pagando los excesos de un sistema financiero carente de regulación. Debemos regular estrictamente el mercado de los derivados crediticios, una industria de 55 billones de dólares puesta en marcha por la ley de Modernización de Futuros en Materias Primas del 2000. Debemos elevar los requisitos de capital a escala mundial, y mantener visibles y vigilados los instrumentos financieros exóticos. En fin, es hora de crear una estructura financiera mundial que frene el desastre y evite volver a caer en los mismos errores.