

Wall Street: el rescate más grande de la historia

< POR SANTIAGO MOSQUERA T.* >

Tras febriles reuniones durante dos semanas —que incluyeron una inédita cita del presidente **George W. Bush** con los candidatos presidenciales republicano y demócrata, **John McCain** y **Barack Obama**—, los miembros del Congreso de EEUU sacaron adelante un acuerdo para el rescate bancario más gigantesco de la historia, propuesto por el secretario del Tesoro **Henry Paulson** y el presidente de la Reserva Federal **Ben Bernanke**. Una ambiciosa iniciativa para limpiar los balances de las instituciones bancarias y evitar su colapso, cuyos efectos destructivos podrían llevar a la mayor economía del mundo a una recesión sin precedentes que arrastraría a toda la economía mundial. Esta medida siguió a algunos intentos previos (e insuficientes) de la Reserva Federal por estabilizar la volatilidad de los mercados y proteger la salud del sistema financiero.

Semanas de inestabilidad

La saga empezó el 7 de septiembre cuando el Tesoro norteamericano rescató a las firmas Fannie Mae y Freddie Mac, dos instituciones cuasi federales cuyo objetivo es proveer liquidez y garantizar la estabilidad del mercado secundario de hipotecas. Si bien la cartera de activos de estas instituciones estaba garantizada por el Gobierno estadounidense, su patrimonio pertenecía a inversionistas privados (accionistas).

La caída acelerada en la valoración de sus portafolios hipotecarios, debida a

Los entretelones de una acción de salvataje sin precedentes en la economía más grande del planeta.



un sustancial aumento en la mora de los activos subyacentes (muchos estadounidenses dejaron de pagar sus hipotecas), y la necesidad de levantar fondos del mercado obligaron al Tesoro a tomar su control, llevando el precio de sus acciones prácticamente a cero (*Gráfico 1*).

Para evitar el requerido apoyo del Congreso se creó un plan que incluía cuatro fases:

1. Traslado de la administración de las dos entidades a la Federal Housing Finance Agency, la agencia que garantizaba el pago de sus pasivos, hasta que recuperen niveles de liquidez y solvencia adecuados.
2. Otorgamiento de una línea de crédito garantizada por sus activos que vence a fines de 2009.
3. Emisión de acciones preferidas cuando el patrimonio de las instituciones se vuelva negativo (pasivos mayores que activos), las que estarán por encima de las actuales acciones en la prelación de pagos para así proteger a los contribuyentes.
4. El Tesoro se convierte en comprador de última instancia si las agencias no encuentran mercado para sus activos.

Una semana más tarde vino la crisis del banco de inversión Lehman Brothers (ver abajo) pero en ella el Tesoro no quiso involucrarse, dejándolo caer sin financiamiento público, para crear un precedente acerca de los rescates a los bancos de inversión que no están bajo el control de la Reserva Federal. Sin embargo, tan solo dos días después (16 de septiembre) el Tesoro tomó el control de 80% del capital del American International Group (AIG), la mayor compañía de seguros de EEUU y de las más grandes del mundo, a cambio de una línea de crédito de \$ 85.000 millones.

A diferencia de los bancos comerciales y las agencias federales Fannie y

Freddie, las compañías de seguros no tienen vigilancia ni respaldo federal. Sin embargo, AIG era muy grande para dejarla caer y su colapso hubiese iniciado una crisis financiera y una corrida bancaria sin precedentes. Si bien muchos calificaron de apropiada la decisión, otros tantos se opusieron, pues ya no estaba claro cuál era el límite de la intervención estatal por la excesiva discrecionalidad sobre a quién salvar y a quién no.

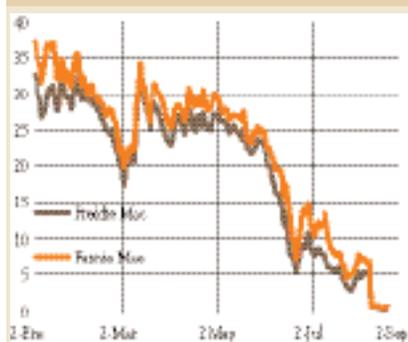
Desaparece banca de inversión

A inicios del año 2008, la banca de inversión en EEUU tenía cinco gigantes: Bear Sterns, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Lehman Brothers y Merrill Lynch. En marzo se dio la caída de Bear Sterns, cuyos activos fueron adquiridos por J. P. Morgan Chase en una operación financiada con un crédito puente por \$ 23.000 millones otorgado por la Reserva Federal de EEUU.

La cosa no acabó allí: durante la tercera semana de septiembre se vio que otros dos bancos de inversión tenían sus días contados. Sin embargo, a pesar de su situación relativamente parecida, su desenlace fue diferente.

Lehman Brothers agotó sus esfuerzos por encontrar un comprador que asumiera todos sus activos y pasivos. Las negociaciones infructuosas incluyeron diálogos con algunos fondos soberanos de inversión y bancos comerciales

GRÁFICO 1
PRECIO DE FANNIE Y FREDDIE
(\$/ACCIÓN)



FUENTE: BLOOMBERG.

RECUADRO 1

NO CULPEN AL MERCADO, FUE LA REGULACIÓN

Detractores de las políticas de mercado han llenado las pantallas de televisión del mundo entero con condenas a este sistema económico, por la crisis que afecta no solo a EEUU y otras naciones desarrolladas, sino a todos los países por sus repercusiones comerciales y financieras.

Se culpa de la crisis a la innovación financiera ideada e implementada por Wall Street y a su codicia. No hay que olvidar que, sin embargo, esa "codicia", es decir, la búsqueda de la rentabilidad ha llevado a esos países ricos a ser lo que son: sociedades desarrolladas que ofrece un elevado nivel de bienestar a sus habitantes.

Desde luego que ha habido fallas, pero el responsable no es el sistema económico, sino la inapropiada regulación. El daño se generó entre 2003 y 2006, cuando la burbuja residencial y el crecimiento desmedido de los créditos *subprime* (a deudores con dudosa capacidad de repago) se hacían evidentes, a vista y paciencia de los organismos de control en los países desarrollados. De haberse puesto medidas de control adecuadas que penalicen los créditos de mala calidad, su adecuada provisión y techos en los niveles de apalancamiento de todas las instituciones que, de una u otra forma, captaban recursos del público (no solo sobre los bancos comerciales), la situación sería muy diferente en la actualidad.

La "captura" de los organismos de control puede ser la explicación más adecuada para la débil regulación observada. Por captura se entiende el fenómeno por el cual en el ente regulador se encuentran individuos que antes trabajaban en las empresas sujetas a control y que mantienen nexos

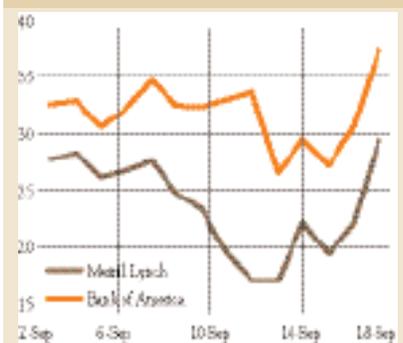
muy estrechos con ellas. Alternativamente, los reguladores serían individuos que en un futuro esperan trabajar en el sector privado, para lo cual es preferible mantener buenas relaciones con esas empresas. La teoría económica sugiere que en ambos casos la regulación es demasiado débil, inapropiada o inexistente, pues los reguladores buscan su beneficio personal y no el de sus mandantes (en este caso, los contribuyentes).

Una de las intromisiones más importantes en el libre mercado que se dio el mes pasado, y que muchos críticos califican de excesiva regulación, es la prohibición de las "ventas cortas" de acciones de alrededor de 800 instituciones financieras por un período menor a un mes. Una venta corta es una transacción en bolsa, por la cual un agente decide vender acciones que no tiene ese instante en posición. De esta forma el agente apuesta a que el precio de esas acciones caiga en el futuro, permitiendo comprarlas a un precio más bajo para cubrir así su posición inicial. Con este tipo de operaciones se pueden ganar grandes fortunas o encajar fuertes pérdidas, pero claramente tienen un carácter especulativo sin cobertura de riesgos. Cuando una institución está en una situación de debilidad, el exceso de ventas cortas puede precipitar su caída al convertirse en una profecía autocumplida. Si muchos agentes apuestan a que el precio va a bajar, el precio tiende a bajar, lo que en muchos casos lleva a revisiones negativas de las calificadoras de riesgo que temen haber pasado por alto algún detalle negativo en las empresas, lo que aumenta sus costos financieros, reduce sus ganancias y genera presiones de venta. (SMT)

norteamericanos, sin que se llegara a ningún acuerdo de precio. El domingo 14 de septiembre, Lehman Brothers, banco fundado en 1850, se declaraba en bancarota. La mayor parte de sus activos está ahora a la venta, y al cierre de esta edición se habían confirmado algunas operaciones. Por ejemplo, el banco británico Barclays adquiría por \$ 1.850 millones el edificio matriz en Nueva York y algunos negocios de banca de inversión en Inglaterra. Por otro lado, Nomura Securities, una importante casa de corretaje japonesa compraba por \$ 225 millones la división asiática de Lehman.

El mismo 14 de septiembre, Bank of America anunciaba la adquisición de Merrill Lynch, la firma de corretaje con mayor presencia en EEUU y fundada en 1914, por un total de \$ 50.000 millones pagaderos enteramente en acciones. La operación le permitirá al comprador poseer un negocio que tardaría años en crear sin la garantía de éxito que le ofrece Merrill Lynch por su trayectoria. Las acciones de esta firma tuvieron un gran rebote, mientras las de Bank of America sufrieron grandes pérdidas iniciales por la incertidumbre que genera una compra de activos cuya calidad es difícil de determinar (Gráfico 2).

GRÁFICO 2
PRECIOS ANTES Y DESPUÉS DE LA COMPRA
(\$/ACCIÓN)



FUENTE: BLOOMBERG.

Resulta obvio que alrededor de los dos bancos de inversión que quedaban en pie se generaría gran incertidumbre y especulación, las que concluyeron el

21 de septiembre, tercer domingo consecutivo con noticias impactantes. En un movimiento inusitado, Goldman Sachs y Morgan Stanley dejaban de ser bancos de inversión independientes para transformarse en bancos comerciales, con capacidad de captar depósitos directamente del público. Para adaptarse a las nuevas condiciones, incluyendo mayor escrutinio de la Reserva Federal, pero también un seguro de depósitos para sus clientes, las instituciones se comprometían a levantar capital fresco y a reducir los niveles de apalancamiento.

CUADRO 1
GANANCIA DEL PRINCIPAL ÍNDICE
DE BOLSA EL 19 DE SEPTIEMBRE

Rusia (Micex)	28,7%
Argentina (Merval)	10,2%
Brasil (Bovespa)	9,7%
China (Shanghai Composite)	9,5%
Francia (CAC 40)	9,3%
Inglaterra (FTSE 100)	8,8%
Alemania (DAX)	5,6%
México (Mexbol)	4,6%
Estados Unidos (S&P 500)	4,0%

FUENTE: BLOOMBERG.

Morgan Stanley tomó la delantera al día siguiente, anunciando la venta de 20% de su capital social a Mitsubishi UFJ Financial Group, el banco comercial más grande de Japón, por \$ 8.000 millones. Goldman Sachs siguió sus pasos, vendiendo \$ 5.000 millones en acciones preferidas nada menos que a Berkshire Hathaway, la compañía que pertenece a **Warren Buffett**, el segundo hombre más rico del mundo. En esta operación Goldman Sachs ofreció pagar un cupón de 10% a perpetuidad, con el compromiso de recomprar las acciones a un precio determinado, si así lo requiriera Berkshire Hathaway en cualquier momento, durante los próximos cinco años.

Como consecuencia de su transformación en bancos comerciales, Morgan Stanley y Goldman Sachs deben levantar aún más capital y vender parte de su cartera de activos para reducir así sus niveles actuales de apalancamiento. Éstos se encuentran entre 25 y 30 veces su patrimonio técnico, debiendo ali-

nearlos a la regulación vigente de los bancos comerciales (activos ponderados por riesgo/patrimonio de 10%). Con ello se cierra el episodio de los grandes bancos de inversión independientes en Wall Street, para mudarse a un modelo imperante antes de 1933, cuando la ley denominada Glass-Steagall prohibió a los bancos comerciales ser propietarios de casas de corretaje.

El paquete de rescate

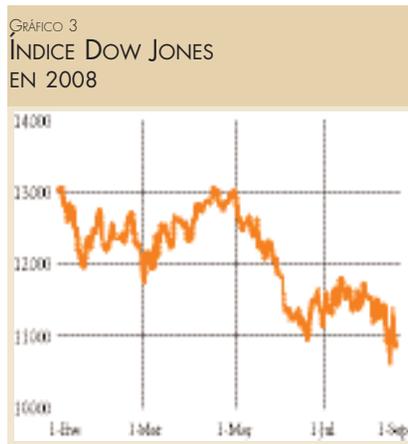
La calma en los mercados financieros internacionales se restableció momentáneamente el jueves 18 de septiembre, luego de varias sesiones con grandes pérdidas y creciente volatilidad (Cuadro 1). En EEUU, por ejemplo, el índice Dow Jones de la Bolsa de Nueva York marcó su sexta caída más grande de la historia (4,2%) el miércoles 17 de septiembre (Gráfico 3), seguido por dos días de ganancias que marcaron el mayor avance registrado en dos días consecutivos (7,2%). Todo ocurrió gracias a un anuncio de la Reserva Federal y la Tesorería estadounidense de un programa de salvataje bancario a gran escala, comparable solo con la creación en la década de los 80 de la Resolution Trust Corporation, una empresa pública que permitió manejar los activos financieros de bancos caídos que pasaron a poder estatal y cuyo monto total bordeó los \$ 400.000 millones.

El plan anunciado convertiría al Tesoro de EEUU en el prestamista de última instancia, al adquirir activos que ninguna institución está interesada en comprar. El Gobierno de George W. Bush pidió y, al cierre de esta edición, lograba, a pesar de importantes cambios en su propuesta inicial, el apoyo de los dos grandes partidos en el Congreso.

Las voces de oposición respecto al tamaño del rescate (equivalente a la suma del presupuesto anual que EEUU destina a defensa, salud y educación) y al hecho de que se emplee dinero público han sido contrarrestadas por la afirmación de que el costo para EEUU y los contribuyentes sería mucho mayor, si el país cayera en una recesión profunda a causa de una crisis sistémica del

sector financiero. Para evitarlo se necesita poner al sistema financiero en funcionamiento, lo que quiere decir que los bancos recuperen la confianza para prestar a otros bancos y, especialmente, a los clientes, quienes en la actualidad buscan ofertas de crédito de vivienda, automotor o de consumo, pero encuentran las líneas cerradas. La oposición alude a que el costo y el beneficio recaen sobre personas diferentes pues, al ayudar a limpiar los activos, incluso a un precio razonable, se beneficia a los accionistas de estas instituciones en problemas, mientras el costo es cancelado directamente por los contribuyentes vía mayores impuestos en el futuro.

Por medio de este programa, cuyos detalles se ultimaban al cierre de esta edición, el Tesoro de EEUU compraría a los bancos comerciales y de inversión hasta \$ 700.000 millones en activos



FUENTE: BLOOMBERG.

denominados “tóxicos”. Este monto equivale a 5,2% del Producto Interno Bruto esperado para este año. Entre ellos se incluyen hipotecas *subprime*, bonos respaldados con hipotecas comerciales y residenciales y “otros activos”, sin que de momento se hayan definido todos los instrumentos que pueden entrar en esta clasificación (podrían incluirse bonos respaldados por cartera de tarjetas de crédito, préstamos estudiantiles, etc.). Al sacar todos estos activos de dudosa recuperación de los balances de las instituciones, éstas recuperarían su capacidad de endeudamiento y de préstamo a sus clientes —un simple borrón y cuenta nueva.

La Tesorería no está interesada en mantener los activos adquiridos hasta su madurez, pues éstos tienen vencimientos que van desde el muy corto plazo hasta hipotecas a 30 años recientemente otorgadas. Su objetivo es deshacerse de ellos en un período no mayor a dos años, cuando el banco vuelva a su normalidad. Se dará entonces el problema de determinar cuál es el precio justo de los activos que pasarían a manos de la Tesorería. Los bancos esperarán recibir un valor lo más alto posible, ya que las pérdidas respecto de su valor de balance deberán ser castigadas en una reducción de patrimonio, disminuyendo sus posibilidades de apalancamiento y de operación sin ayudarlos en un proceso de regularización. Por su lado, la Tesorería pretenderá pagar un precio lo más bajo posible, ya que debe mantener dichos activos de mala calidad

por un tiempo indeterminado con su respectivo costo financiero (se deberán emitir nuevos bonos para financiar esta operación a tasas de rendimiento crecientes). La diferencia entre estas dos posiciones es enorme. Por ejemplo, los bonos respaldados por hipotecas, cuyos activos subyacentes están en mora, se negocian en promedio a un 30% de su valor nominal; mientras un bono similar, cuyas hipotecas no están en mora, se transa aproximadamente a 60% de su valor nominal.

Pero las facilidades otorgadas recién no terminan allí. Dando el riesgo de masivos retiros de dinero actualmente depositado en fondos de corto plazo denominados “money market”, fuente fundamental de financiamiento para las instituciones financieras estadounidenses, la Tesorería se ha visto forzada a crear una línea de crédito de \$ 50.000 millones, para garantizar el capital de los fondos depositados antes del 17 de septiembre. Según algunas fuentes, el total depositado en este tipo de fondos supera la cifra de \$ 3.400 millones, que habrían perdido aproximadamente 5% de dicho valor en la semana previa a la decisión.

Si bien el costo de no hacer nada es enorme, este plan no pone freno a futuros salvatajes por parte de la Tesorería, lo que provocó reacciones del mercado tan solo días después de su aceptación inicial. Hasta el momento el Estado mantiene la propiedad mayoritaria o total de Fannie Mae, Freddie Mac y AIG. Empresas del sector automotor, aéreo y de seguros están en fila para demandar programas de ayuda financiera que les permita evitar la bancarrota. No está claro quién recibirá ayuda y quién no, pero sí es evidente que las finanzas públicas, aun de un país tan poderoso como EEUU, no están en capacidad de continuar desangrándose indefinidamente. Ésta será una herencia muy difícil que recibirá quien resulte vencedor en las elecciones presidenciales de noviembre. ▣

*PhD en Economía.

santiago.mosquera.terán@gmail.com

RECUADRO 2

¿Y AHORA QUÉ?

La situación financiera de EEUU continuará extremadamente frágil, incluso en el hipotético caso de que el plan sea aprobado y se lo ejecute de manera efectiva y eficiente. Un aspecto que prácticamente no se ha mencionado en el plan de rescate de Henry Paulson es cómo se beneficia directamente al ciudadano común, a aquel que no es capaz de pagar la hipoteca y debe dejar su casa en manos de los bancos. Esta crisis de liquidez está erosionando rápidamente la confianza de los consumidores, que ven caer los precios de sus propiedades, pierden sus trabajos (solo en la industria financiera se esperan 100.000 despidos este año) y no tienen acceso al crédito. Sin duda, poner en marcha el motor financiero ayudará a salir de esta crisis, pero no lo garantiza. Con seguridad se verá mucho mayor movimiento en el corto plazo.