

## No permitirás que quiebre ningún banco

Finalmente, después de dos años desde el inicio de la crisis y de docenas de zigzages, todos parecen ahora estar seguros de que el problema son los bancos. Los bancos americanos, de manera destacada, pero también los bancos europeos y, entre ellos, los británicos, los italianos, los alemanes y así sucesivamente hasta llegar a los bancos españoles. Sí, también los bancos españoles tienen problemas, a pesar de que no todos se encuentren en apuros y de que los bancos con los problemas más serios no se llaman "bancos" en España sino "cajas".

En cualquier caso, ahora hay un cierto consenso sobre que los bancos (en su sentido más amplio) son el principio y el final de los problemas dramáticos a los que tenemos que enfrentarnos: o conseguimos arreglar los bancos o todo será inútil y la crisis arrastrará nuestras economías hacia un estancamiento largo y doloroso. No existen alternativas: rodus hic, salta hic. Y, a propósito, lo que es verdad para los EE.UU. es verdad, quizá en un grado menor pero sin duda significativo, para el resto de países. Incluyendo España, insisto... ¿Obvio? ¿Trivial?

No, ésta no es una observación tan trivial como muchos de vosotros podéis pensar que es. No es trivial porque hasta hace poco tiempo, el problema parecía ser la "demanda agregada", el estímulo fiscal y la necesidad de utilizar el gasto público para sostener el consumo. De hecho, en algunos ambientes, la demanda agregada se sigue considerando el problema y el tema volverá a entrar en debate durante la reunión del G-20 a principios de abril de 2009. La administración de los EE.UU. insistirá, otra vez, en la necesidad de que los países europeos imiten su estrategia aumentando drásticamente el déficit y el gasto público. ¿Por qué la administración de los EE.UU. hará esto mientras que incluso aquí, en los EE.UU, los economistas de todos los lados están de acuerdo en que la madre de todos los problemas son los bancos? Por razones políticas, en parte (si todos hacen las mismas locuras que yo hago, no parecerá tan loco y, en más detalle, la deuda que voy acumulando tendrá el mismo nivel de riesgo que la de los demás) y por razones estratégicas (si todos aumentan la ratio de gasto publico sobre el PIB, aumentar mis impuestos en el futuro no parecerá tan malo) pero, también, a causa de un análisis confuso, mediocre y potencialmente peligroso de la situación económica.

Entonces es un logro absolutamente poco trivial que, por la fuerza inconfutable de los números, la administración de Obama ahora está reconociendo que el problema del problema es la situación de las instituciones financieras. Más de dos trillones USD, entre Hacienda y la FED, se van a invertir en el nuevo plan para rescatar a los bancos americanos mientras que, en el ejercicio económico 2009, el "estímulo" (las marcas son de rigneur) no logrará superar los 300 mil millones "para aumentar" la demanda agregada. Con la buena voluntad de la gente como Bradford De Long que pierde su tiempo en debatir con cualquier colega (incluyendo servidor) que el problema no son los bancos sino la demanda agregada. El problema SON los bancos. Dado esto por sentado podemos seguir con nuestro análisis.

El problema son los bancos y es, en primer lugar, un problema a escala mundial. En cualquier lugar donde he estado últimamente siempre he oído la misma historia. Los bancos no están prestando y ciertamente no tienen ninguna intención de volver a prestar como lo hacían antes. Lo cierto es que los bancos están prestando mucho menos y no tienen ciertamente ninguna intención de prestar tanto como, por ejemplo, hace dos o tres años y a los mismos tipos de interés. Damos entonces esto por sentado y procedemos a analizar esta señal.

Que los bancos no están prestando tanto como en el pasado es una cosa BUENA y también una señal de donde están los verdaderos problemas. Es una cosa buena porque, todos parecen estar de acuerdo sobre el hecho de que los bancos prestaron demasiado desde finales de los 90 y a tipos de interés demasiado reducidos. Hasta este punto todos convergemos en que las raíces de la crisis consisten en un exceso de crédito a su vez excesivamente barato que se ha transformado en un exceso de consumo, de endeudamiento y en un conjunto de inversiones horribles. Debido a estos hechos (el exceso de consumo y de endeudamiento y las inversiones horribles) se ha desperdiciado una cantidad enorme de recursos y, especialmente en EE.UU., se ha consumido PIB que de hecho ni había sido producido. (Lo que quiero decir exactamente es que solo piensen en el pseudos-PIB que se ha contabilizado en el sector financiero y en la construcción y que ahora resulta no haber existido nunca). Esta es la principal razón de por qué los bancos no prestan dinero y, al mismo tiempo, se encuentran en apuros. Porque estas tres cosas (exceso de crédito, exceso de consumo e inversiones horribles) representan las tres cabezas del mismo



perro y podemos llamarlas, sintéticamente, burbuja crediticia.

Los bancos han sido las instituciones que hicieron la burbuja crediticia posible. Sin embargo, he argumentado a menudo y en varias ocasiones que los bancos centrales, principalmente la FED pero también el BCE, han sido los principales responsables de esta burbuja manteniendo los tipos de interés a corto plazo en niveles absurdamente bajos durante un largo periodo de tiempo.

Es cierto que los productores de cocaína son la causa primaria de la adicción de muchas personas pero esto no esculpa a los camellos y pequeños distribuidores locales. Los bancos contribuyeron de forma activa en hinchar la burbuja sosteniendo que financiar la inversión a largo plazo en activos no líquidos con crédito a corto plazo era una estrategia rentable y segura, gracias a la compleja red de apalancamiento que los mismos bancos podían conseguir a través de innovaciones financieras milagrosas y altamente valoradas. Además era este sistema de innovaciones financieras milagrosas el que justificaba los beneficios (y las primas) conseguidos igualmente de forma milagrosa (y pagadas) por los bancos mientras que la burbuja crediticia se iba inflando. Considerando sólo a los EE.UU., nos encontramos con los siguientes números para los años 2006 y 2007: el PIB nominal se acercaba a los \$13 trillones mientras que el de valor añadido del sector financiero era cerca de \$1 trillón. Dentro de este último valor \$377 mil millones eran excedente de explotación neto, en otras palabras, el casi 3% del PIB era el exceso de explotación neto del sector financiero, en todas las economías europeas sin incluir la británica el mismo cociente no alcanza el 1%. Desde mediados de los 90 la tendencia es claramente al alza: en 1995 el excedente de explotación del sector financiero no alcanzaba el 1.5% del PIB en EE.UU. mientras que 11 y 12 años después este porcentaje acaba doblándose. No está mal ¿verdad? Si se suma (sin capitalizar) el excedente neto de explotación del sistema financiero en los años 2000-2008, se obtiene un total de 2.4 trillones. En 2008, como todos saben, el sector financiero empieza a contabilizar sus pérdidas. A pesar de que los datos sobre el total de este proceso todavía no están disponibles, me atrevería a apostar a que el total de las pérdidas contabilizadas será sustancialmente inferior a un trillón de dólares. Probablemente algunos de esos "beneficios" no eran tales y se deberían quizás haber quedado en los bancos; y parte de ese valor "añadido" se debería más correctamente haber llamado "robado". ¿Por qué es esto importante? Es importante porque el cambio repentino de la riqueza a la miseria del sector financiero nos dice mucho sobre lo que sucedió.

Lo que sucedió es que muchos bancos - diría la mayoría de los bancos en los EE.UU. y un buen porcentaje de los europeos - hizo pseudobeneficios entre 2000 y 2007 sobrevalorando los activos en sus libros. Me llevaría demasiado tiempo explicar aquí la manera en que esto se hizo caso por caso, pero es suficiente decir que los derivados a largo plazo (especialmente derivados bilaterales en el mercado over the counter escritos sobre asset-backed-securities) desempeñaron un papel importante en "crear" tales beneficios. Es relativamente fácil hacer un contrato a largo plazo que genere beneficios en nuestros libros contables, es suficiente con atribuir una probabilidad muy baja al estado del mundo que nos podría obligar, en un futuro, a sostener una pérdida y, todavía más importante, una probabilidad insignificante a la posibilidad de que el otro contrayente sea insolvente si tuviera que pagarnos las ingentes sumas escritas en el contrato derivado. Pensad, por ejemplo, el caso en que sois titulares de un CDS y que el otro subscriptor es AIG.

Evaluando de esta forma nuestros títulos es fácil para todos acumular beneficios por un largo periodo de tiempo, por lo menos mientras los bancos centrales sigan inundando los mercados con crédito a corto plazo excepcionalmente barato, que es el instrumento que todos utilizamos para financiar la compra de instrumentos a largo plazo y pagarnos el uno al otro generosas primas de seguros.

Una vez que el crédito barato a corto plazo desaparece, acabamos descubriendo que estamos colgando de un hilo muy fino, que es el valor que el mercado asigna al activo físico, real, el único valor subyacente a este castillo de papel. En este caso las casas y otros bienes duraderos de las familias americanas, junto con su capacidad de repagar la deuda con la que financiaron la compra de dichos bienes. Para haceros una pequeña idea, entre 2001 y 2007, las familias americanas contrataron hipotecas por un valor de 12 trillones de dólares y, en el mismo tiempo, consumieron (pidiendo dinero prestado contra sus "activos inmobiliarios accionarios") cerca de \$2.5 trillones de dólares.... Para dejarlo claro y simple, la montaña de contratos de los activos verdaderos y subyacentes que generaron \$2.4 trillones de beneficios para el sector bancario, entre 2000 y 2007 eran las casas de los americanos y su capacidad de generar bastante renta en el futuro para repagar su deuda. Piensen en este último activo como el "capital humano" de la mano de obra americana.

Mientras estos dos activos mantenían su viejo precio, el hecho de que los tipos de interés a corto plazo habían repuntado no obligó a los bancos a sufrir pérdidas significativas; simplemente no podían conseguir tan fácilmente esos beneficios



espectaculares que lograron en años anteriores financiando contratos a largo plazo con dinero barato a corto plazo.

Pero, a pesar de que los tipos de interés habían vuelto a subir, los bancos americanos (y detrás los bancos Europeos y los demás) siguieron logrando beneficios enormes en 2006 y 2007 llevando el juego a sus extremos. Es, durante estos dos años, cuando las que llamamos hipotecas subprime crecieron rápidamente en relación al total de las hipotecas concedidas y, debido a que este tipo de hipoteca se emite con un tipo de interés mayor por el mayor riesgo de impago, los bancos pudieron seguir haciendo beneficios.

Desafortunadamente, por así decirlo, a mitad de 2006 la burbuja inmobiliaria estaba ya explotando y cuando explotó claramente en 2007 los bancos tenían en sus portafolios una gran cantidad de estos nuevos "activos tóxicos". Es importante señalar que, a pesar de todo, los bancos cerraron el 2007 sacando grandes beneficios de estas inversiones, asumiendo valoraciones de mercado hiper-optimistas sobre el valor de los activos subyacentes y utilizando dinero a corto plazo para pagar dividendos y, principalmente, enormes primas a sus ejecutivos.

De hecho, como todo el mundo sabe, los bancos siguen usando dinero a corto plazo prestado por el gobierno para pagar primas a sus managers también en 2009. De cualquier manera, finalmente: estas son las razones de porqué los bancos están ahora en quiebra.

Los principales bancos están en quiebra, lo que quiere decir que son insolventes y no (como el Ministerio de Tesoro de EE.UU. y la FED quieren hacernos creer) que son simplemente no líquidos. No es un problema de liquidez por el simple hecho de que los activos subyacentes a la burbuja crediticia, el capital humano y la propiedad inmobiliaria, valen mucho menos de lo que los bancos escribieron en sus libros contables. Todos se han dado cuenta de que los activos inmobiliarios valen menos, pero pocos parecen entender que lo mismo pasa con el capital humano y que esta pedida es la más grande, tanto para el sistema bancario como para la economía en general. Dejádme explicar brevemente estos dos puntos.

Que las propiedades inmobiliarias valgan menos es fácil de explicar: todos ahora reconocen que (en algunas grandes áreas de los EE.UU., por lo menos) hubo en el período 2002-2007 una burbuja enorme en el precio de la vivienda. No sólo los precios de mercado de las casas crecieron irracionalmente, sino que se construyeron muchas casas (demasiadas) para las cuales no había realmente demanda. El fenómeno no ha sido uniforme y algunas áreas

fueron casi inmunes a la especulación que, sin embargo, ha sido dramática en algunas áreas costeras (Florida, California, parte de Texas) y en el oeste y sudoeste (de Colorado, Arizona, Nevada etcétera). En cualquier caso, miles de millones de dólares fueron invertidos en casas que ahora nadie quiere comprar o, mejor, que la gente ahora compraría pagando la mitad o menos de lo que esperaban cobrar sus constructores.

Por lo tanto hay recursos que fueron malgastados y no pueden ser recuperados. No sólo ese PIB nunca fue producido, sino que también esos ahorros fueron perdidos. Al mismo tiempo, una gran cantidad de familias americanas pidieron prestada una cantidad substancial de dinero usando sus casas como colateral, y utilizaron el dinero prestado para comprar bienes de consumo. Ahora que esas mismas casas valen mucho menos, dos cosas están sucediendo: muchas familias no tienen suficientes ingresos para repagar esas deudas y las familias que estaban en "lista de espera" para acceder a ese tipo de financiación que le permita financiar un aumento de su consumo ya no pueden hacerlo.

En otras palabras, nos enfrentamos otra vez con una gran masa de créditos inexigibles y con expectativas de crecimiento del consumo que no pueden cumplirse. Este último punto implica que todas las empresas que confiaban en esa demanda y que se habían preparado para producir esos bienes que los consumidores iban a demandar se están enfrentando a una realidad muy distinta y están cerrando. La caída en la demanda depende de que los americanos son mucho más pobres de lo que pensaban.

Estoy seguro de que mis lectores se están preguntando: ¿por qué usted está repitiendo cosas que todos aprendimos durante los últimos dos años? Tenéis toda la razón pero hago esto para recordar a mis lectores algo que todos parecen olvidar (el Sr. Geithner, el Sr. Summers, el Sr. Bernanke y el Sr. Obama, especialmente). Las pérdidas son reales y, dado que muchos bancos americanos financiaron esas inversiones (perdidas), los activos de esos bancos valen EN REALIDAD mucho menos que los bancos fingen que valen. No sólo las casas valen menos, sino que el capital humano de los americanos vale menos porque muchos americanos habían invertido en "estar listos" para producir bienes y servicios de consumo que nadie ahora puede permitirse comprar. Es decir, esas fábricas y esos trabajadores que se prepararon para producir los bienes y servicios que ahora no pueden ser comprados son como esas casas vacías en Tampa (Florida): valen mucho menos. Y aún más, muchos de esos trabajadores y de esas fábricas están en Europa y en Asia, lo que explica por qué la producción industrial ha caído de forma espectacular



también en China, en Europa, en Japón, y así sucesivamente.

Señoras y señores, cuando una parte tan grande de las inversiones hechas durante los últimos años resultan no valer nada, muchas empresas deben ser cerradas, muchos trabajadores tienen que cambiar su capital humano y encontrar nuevos trabajos y, los que financiaron esas inversiones tienen que quebrar. Esto es tan cierto en los EE.UU. como en cualquier otro lugar, y por lo tanto es también cierto en España. Todo esto tiene también algunas implicaciones importantes para la política económica que quisiera señalar.

La primera implicación es que cualquier rescate de bancos insolventes que (i) pretende que los bancos no son insolventes sino sólo no líquidos (ii) no castiga de forma creíble a sus ejecutivos, su gerencia, sus accionistas e incluso los que detienen deuda emitida por ese banco, será malo para la economía y también un fraude.

Será un fraude porque consistirá en una transferencia gigantesca de riqueza de los ciudadanos que pagan sus impuestos y de los inversores que lo hicieron bien a los ejecutivos de los bancos y a esos inversores que lo hicieron mal. Será malo para la economía porque cualquier plan de éste tipo (y el último plan del Geithner lo es) evitará que la disciplina del mercado sea aplicada al sector financiero. Esta sería una pésima estrategia para sostener la economía, no sólo porque, en el largo plazo, creará un caso nunca visto antes de riesgo moral sistémico, sino que también mantendrá a los bancos (y banqueros) malos vivos, evitando la entrada en el mercado de bancos (y banqueros)

buenos. Y esto lastrará el crecimiento también a corto plazo.

La segunda implicación es que esos países que han descubierto ser más pobres de lo que pensaban - este grupo incluye los EE.UU. y España, entre otros - no tomarán el toro por los cuernos y no tomarán las medidas apropiadas para mejorar su capital humano y productivo, desviando los recursos disponibles hacia actividades útiles y rentables. Sino que, por el contrario, intentarán que las empresas y los trabajadores improductivos sigan haciendo las cosas incorrectas que hacían, lo que es terriblemente malo para la economía, tanto en el corto como en el largo plazo. Para devolver nuestras economías a una senda de crecimiento sostenido es necesario mejorar el capital humano recalificando y realojando a nuestros trabajadores.

La tercera y última implicación, que es particularmente importante para España, es que, considerando los bancos como un grupo homogéneo e intentando rescatarlos a todos (o "convencerlos" a todos de que tienen que prestar más) causaremos daños todavía mayores a nuestra economía. Debemos permitir que los bancos insolventes quiebren, dejando que las autoridades reguladoras asuman el control o que sean comprados por otros bancos solventes y más eficientes. Los banqueros no son ni los culpables de cada problema económico ni unos semi-dioses irremplazables que deben ser defendidos y servidos a toda costa. Son empresarios como mucho otros, y como tales tenemos que tratarlos, respetando en primer lugar las reglas del mercado. Porque al no hacerlo las leyes del mercado tienen una manera muy destructiva de hacerse respetar.

