

SIN PERMISOS PARA MATAR

George Soros, presidente de Soros Fund Management, en un artículo exclusivo para EL FINANCIERO, asegura que comprar contratos de permutas de cobertura por incumplimiento crediticio es como comprar un seguro de vida de otra persona y contar con un permiso para matarla; por eso advierte que después de la crisis financiera debemos reducir al mínimo las nuevas regulaciones y plantea 3 principios que deben guiar la reforma.



George Soros

Sin permisos para matar

NUEVA YORK, EU, 21 de junio.— En el último año hemos pasado por una experiencia insólita: después de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, los mercados financieros llegaron a desplomarse y fue necesario un apoyo para mantenerlos con vida artificialmente. Nada así había ocurrido desde la Gran Depresión de 1930.

Ese desplome resultó tan insólito porque no lo causó un factor exterior, sino que se originó dentro del sistema financiero y desde él se propagó a toda la economía mundial. Fue algo casi completamente inesperado, pues prevalecía la opinión de que los mercados financieros eran autocorrectivos.

Ahora sabemos que no lo son, pero al haber llegado tan lejos en la desregulación de los mercados, debemos oponer resistencia a la tendencia natural a caer en una compensación excesiva.

Si bien los mercados son imperfectos, los reguladores no sólo son humanos, sino también burocráticos y están sujetos a la influencia política. Así, se deben reducir al mínimo las nuevas regulaciones.

Tres principios deben guiar la reforma. En primer lugar, y principal, las autoridades financieras deben aceptar el cometido de impedir que las burbujas de activos crezcan demasiado.

El expresidente de la Reserva Federal de Estados Unidos Alan Greenspan y otros han sostenido que, si los mercados no pueden

reconocer las burbujas, tampoco pueden hacerlo los reguladores.

Aun así, las autoridades financieras deben aceptar ese cometido: aunque estén condenadas a equivocarse, las reacciones de los mercados les indicarán si han exagerado o se han quedado cortas. Entonces, pueden corregir sus errores.

En segundo lugar, para controlar las burbujas de activos hay que controlar no sólo la masa monetaria, sino también la disponibilidad de crédito.

Los más conocidos instrumentos para ello son los márgenes prescritos y los coeficientes mínimos de reserva. Asimismo, las autoridades financieras deben variar la relación entre el principal y el valor del activo de los préstamos comerciales y las hipotecas de viviendas, para fines de ponderación de riesgos, a efecto de prevenir las burbujas inmobiliarias.

Los reguladores pueden también tener que dar nueva vida a instrumentos antiguos: por ejemplo, cuando los bancos centrales ordenaban a los bancos comerciales que limitaran sus préstamos a

determinados sectores económicos que consideraban recalentados, como el inmobiliario o los préstamos al consumo, no había crisis financieras.

Las autoridades chinas lo hacen ahora y fijan los depósitos mínimos que los bancos deben mantener en el banco central. O pensemos en la burbuja de Internet, que Greenspan no tardó en reconocer, pero después no hizo nada para abordarla.

Consideró, y con razón, que la reducción de la masa monetaria habría sido un instrumento demasiado contundente, pero podría haber ideado medidas más específicas, como pedir a la Comisión del Mercado de Valores que congelara las nuevas emisiones de acciones, porque el apalancamiento de los recursos propios estaba alimentando la burbuja.

La burbuja de Internet fue poco habitual a ese respecto. Lo que crea el apalancamiento suele ser el crédito y éste es, por naturaleza, reflexivo; es decir, que un aumento

de la disposición a prestar suele incrementar el valor de la garantía



Continúa en siguiente hoja

y también mejora el rendimiento de los prestatarios, lo que fomenta la relajación de los criterios para la concesión de créditos.

Las burbujas son recurrentes, en particular en el sector inmobiliario, porque una y otra vez no se tiene en cuenta esa relación reflexiva.

Con esto paso al tercer principio: debemos reconceptualizar el significado del riesgo de mercado. Según la teoría tradicional, los mercados tienen tendencia a recuperar el equilibrio, funcionan sin discontinuidad en la secuencia de los precios y las desviaciones se producen de forma aleatoria.

A consecuencia de ello, se pueden equiparar los riesgos de mercado con los que afrontan los participantes individuales en los mercados. Mientras administran sus riesgos adecuadamente, los reguladores deben estar contentos.

Pero los mercados pueden estar sujetos a desequilibrios que los participantes individuales pueden pasar por alto, si creen que pueden deshacerse de posiciones y encajarlas a otros.

En cambio, los reguladores no pueden pasar por alto esos desequilibrios, porque si demasiados participantes adoptan la misma postura, no se pueden liquidar las posiciones sin causar una discontinuidad o, lo que es peor, un desplome financiero.

Así, existe un riesgo sistemático de mercado y la titulación no regulada de los activos bancarios, que fue la causa principal del desplome reciente, contribuye a él.

Para evitar una repetición, los valores de los que sean titulares los bancos deben recibir una clasificación crediticia de mucho mayor riesgo que en la actualidad.

Los bancos deben pagar por la implícita garantía estatal con la que cuentan, recurriendo menos al apalancamiento y aceptando restricciones de sus inversiones con el dinero de los depositantes.

Como mínimo, se deben financiar las operaciones de propietario con el capital propio de los bancos. Si un banco es demasiado grande para quebrar, los reguladores deben ir aún más lejos y re-

gular las indemnizaciones por despido de los operadores propietarios para velar porque los riesgos y las recompensas estén adecuadamente equilibrados.

También se deben supervisar estrechamente los fondos de cobertura y otros grandes inversores para velar porque no creen peligrosos desequilibrios.

Además, la emisión y contratación de derivados debe estar al menos tan estrictamente regulada como la de las acciones. Los reguladores deben insistir en que los derivados contratados sean homogéneos, normalizados y transparentes.

En ningún caso se deben contratar algunos derivados, en particular las permutas de cobertura por incumplimiento crediticio.

Para entender por qué conviene saber que permanecer mucho tiempo y vender a la baja presenta un carácter asimétrico en materia de riesgo y recompensa.

Perder con una posición larga reduce la exposición al riesgo,

mientras que perder con una posición corta lo aumenta, por lo que se puede tener más paciencia en una posición larga y errónea que en una corta y errónea.

Ahora bien, el mercado de permutas de cobertura por incumplimiento crediticio ofrece una forma oportuna de vender bonos al descubierto, pero la asimetría riesgo/recompensa funciona en el sentido opuesto.

Vender bonos al descubierto mediante la compra de un contrato de permuta de cobertura por incumplimiento crediticio entraña un riesgo limitado, pero una posibilidad de beneficio casi ilimitado; mientras que la venta de un contrato de permuta de cobertura por incumplimiento crediticio ofrece beneficios limitados, pero riesgos prácticamente ilimitados, lo que fomenta la especulación a corto plazo, que presiona a la baja a los bonos subyacentes.

El efecto negativo resulta intensificado por el hecho de que, como los contratos de permutas de cobertura por incumplimiento crediticio son negociables, suelen adquirir un precio propio de garantías, que se pueden ven-

der en cualquier momento, en lugar del de opciones, que requerirían un incumplimiento real para cobrarse.

El público no compra contratos de permutas de cobertura por incumplimiento crediticio porque espere un incumplimiento, sino porque espera que, en caso de evolución adversa de los acontecimientos, se aprecien esos contratos.

Esto es lo que destruyó a AIG y lo que provocó la reciente quiebra de Abitibi-Bowater y la pendiente de General Motors. En ambos casos, como algunos titulares de bonos poseían contratos de permutas de cobertura por incumplimiento crediticio, tenían la posibilidad de ganar más con la quiebra que con la reorganización.

Comprar contratos de permutas de cobertura por incumplimiento crediticio es como comprar un seguro de vida de otra persona y contar con un permiso para matarla. Corresponde a los reguladores velar porque nunca se conceda a nadie semejante permiso. ☒

* Presidente de Soros Fund Management
Copyright: Project Syndicate, 2009.
www.project-syndicate.org



George Soros. (Foto: Reuters)