

## &gt; EL DEBATE

## Apuestas arriesgadas

JOSÉ GARCÍA MONTALVO

Imaginemos que una empresa está construyendo un puente. La constructora decide elevar su altura e ir quitando algunos pilares para ahorrar costes, pues dice que no son tan necesarios. El supervisor, que trabaja para el gobierno, acepta las sucesivas propuestas de eliminación de pilares: «Estamos en una economía de mercado y las empresas tienen que ganar dinero. Además, estas innovaciones estructurales son muy estéticas. El puente parece que vuela.»

Finalmente el puente se hunde. El supervisor paga las reparaciones a las víctimas, borra de su memoria lo ocurrido y saca a concurso el próximo puente.

Esto es más o menos lo que ha pasado con los gigantes hipotecarios Freddie Mac y Fannie Mae. Cualquier inversión es una apuesta arriesgada, por mucho que algunos banqueros y *pseudogurús* financieros nos intenten convencer de que ellos tienen los modelos que predicen qué pasará. A diferencia de jugar a la ruleta, en donde sabes con exactitud la probabilidad de que salga cada número o combinación, en las inversiones financieras no se puede calcular con una mínima precisión la probabilidad de eventos que no han sucedido en el pasado. Es lo que Taleb llama «cisnes negros» en su *best-seller*. Por este motivo, hacer modelos de valoración basados en datos del pasado (por muy sofisticados que sean) puede provocar grandes desastres. Si la apuesta es muy elevada, incluso si el suceso inesperado tiene una probabilidad muy pequeña, el caos puede ser monumental. «Cuál fue la apuesta de Freddy, Fannie y gran parte del sistema financiero estadounidense? Que los precios agregados de la vivienda en EE.UU. no bajarían. Pero obviamente era un error lógico inferir del antecedente «no hay evidencia de una caída de los precios agregados en EE.UU.» el consecuente «hay evidencia de que los precios agregados en EE.UU. no pueden caer». Si todo el sistema financiero, o una parte importante del mismo, juega a la misma apuesta se genera un «riesgo sistémico» que obliga al regulador a intervenir para evitar que la caída de unas entidades gigantes pueda arrastrar al resto de sistema.

La cosa se complica adicionalmente si además de dejar de construir el puente cada vez más alto se permite reducir el número y tamaño de las vigas. La historia de Freddy Mac y Fannie Mae se puede caracterizar como de progresiva desregulación. Teniendo en cuenta los incentivos de sus ejecutivos y los de las empresas de *rating* que valoraban los instrumentos fi-

nancieros que Fannie y Freddie creaban, esta desregulación auguraba problemas.

Por si todo esto fuera poco, Freddie y Fannie ya habían dado muestras en los últimos 10 años de su capacidad para producir contabilidad altamente creativa. Recordemos el último episodio: en 2003 los directivos de Freddie y Fannie admitieron haber manipulado los ingresos por valor de 11.300 millones de dólares. Los reguladores, en lugar de vigilar más de

cerca, siguieron mirando de reojo. Resultado: cuando se han inspeccionado las cuentas, antes de proceder a la intervención, se ha visto que las empresas no habían reducido el valor de sus activos *subprime* para reflejar los precios actuales de mercado, sino que habían maquillado créditos y habían cambiado el criterio de reconocimiento de morosos (de considerar moroso el pago con retraso de más de 90 días, lo habitual en EEUU, pasaron a más de dos años). Todo esto con el objetivo de diferir pérdidas hacia el futuro y posponer el reconocimiento de falta de capital.

Hay que reconocer que el Gobierno estadounidense ha actuado tragándose su orgullo de pilar del capitalismo, a pesar de saber que sería acusado de hipocresía: el adalid de la libertad económica se pone a nacionalizar empresas privadas. Con todo, no es la primera vez que el gobierno federal interviene para salvar empresas privadas. Recordemos la crisis de las cajas de ahorros de finales de los 80, o las crisis de Chrysler o Lockheed. Más recientemente las subvenciones a líneas aéreas tras los atentados terroristas del 11-S, el salvamento del fiasco del Long Term Capital Management (otra apuesta muy arriesgada que salió mal) o la actuación en Bear Stearns. Pero reconocer los errores y actuar

no es suficiente. Si el riesgo sistémico aumentaba significativamente con entidades muy grandes haciendo la misma apuesta, ¿por qué no se evitó que crecieran tanto, sobre todo cuando Freddie y Fannie eran empresas *esponsorizadas* por el gobierno? ¿No sería más fácil hacer un puente más bajo y asegurarse de que están todas las vigas que hacen falta, que pagar indemnizaciones a las víctimas si se hunde? ¿No es mejor regular que limpiar los desastres? Y sobre todo, ¿no se debería aprender de los errores del pasado?

José García Montalvo es catedrático de Economía en la [Universidad Pompeu Fabra](#).



Freddie Mac y Fannie Mae han dado muestras en la última década de su capacidad para producir contabilidad creativa