

Gallinas en Wall Street

Gallinas en Wall Street : riesgo sistémico vs. riesgo moral

Por José Monzo

Referencia <http://jmonzo.blogspot.com/2009/03/gallinas-en-wall-street-riesgo.html>

29 de marzo de 2009

Gallinas en Wall Street

Gallinas en Wall Street: riesgo sistémico vs. riesgo moral



Hace unos días leía en el diario El Mundo este excelente artículo de Pablo Pardo, titulado “El rescate que reventó las reglas del juego” que por su interés y reflexión posterior me permito transcribir:

Saqueo. Suena más al título de una película que a un paper académico publicado por la Oficina Nacional de Investigación Económica (el NERB, según sus siglas en inglés) y escrito por un Premio Nobel, George Akerlof, y un eterno aspirante a ese galardón, Paul Romer.

Sin embargo, Saqueo se ha convertido en uno de los documentos de referencia en el debate sobre la economía de Estados Unidos. Su tesis es simple: en determinadas circunstancias, «las empresas pueden optar por ir a la quiebra a cambio de maximizar sus beneficios». Una de las condiciones para que se de eso es que alguien - normalmente, el Estado- cubra el coste de la quiebra.

Según algunos, eso es lo que está pasando en Estados Unidos desde hace justo un año. El 17 de marzo de 2007, la Reserva Federal asumía 29.000 millones de dólares (18.500 millones de euros en aquel momento) de activos del banco de inversión Bear Stearns a cambio de que JP Morgan lo comprara por un precio inferior al del edificio en el que estaba la sede de la entidad en Nueva York.

Gallinas en Wall Street

Bear Stearns, el quinto mayor banco de inversión de EEUU, se convertía así en la primera gran víctima de las llamadas subprime, es decir, las hipotecas basura. Y el Estado de Estados Unidos iniciaba una trayectoria de salvamento de entidades en problemas.

El problema es que esa práctica conlleva lo que se llama riesgo moral. ¿Cómo se hace para salvar a una empresa cuyo colapso puede arrastrar a toda la economía mundial sin al mismo tiempo estar salvando prácticas empresariales poco escrupulosas o, a veces, suicidas? Además, la intervención ni siquiera salvó a los empleados de Bear Stearns. De hecho, sólo un tercio de los 15.000 trabajadores de la entidad financiera ha encontrado sitio en JP Morgan.

Un año después del rescate, el debate ha alcanzado tintes ostentóreos. Precisamente, ayer, el presidente estadounidense, Barack Obama, pidió al secretario del Tesoro, Tim Geithner, que bloquee el pago del último tramo del bonus de la aseguradora AIG.

Esta empresa recibió un total de 131.500 millones de euros de dinero público, pero decidió entregar a su equipo de directivos un total de 928 millones de euros de bonus. De ellos, 349 millones irán para la división de productos financieros, que es, precisamente, donde se originó la debacle.

Esa controversia tiene su origen en el rescate de Bear Stearns, hace un año. Como declaraba el domingo el ex secretario del Comité del Mercado Abierto -el organismo que fija los tipos de interés- de la Reserva Federal, Vincent Reinhart, la operación «puso al Gobierno en el juego de las intervenciones» en el salvamento de bancos.

Y es que es un juego en el que el Estado -y los contribuyentes- siempre pierden. Cuando el pasado mes de septiembre el Tesoro y la Reserva trataron de escapar del riesgo moral y dejaron quebrar a Lehman, el mundo estuvo a punto de un colapso financiero sin precedentes en la Historia.

El Estado puede jugar sin problemas contra pequeños actores como, por ejemplo, el financiero Bernard Madoff, al que se atribuye un fraude de hasta 50.000 millones de euros. El problema, sin embargo, es ir contra instituciones financieras cuyo balance es de billones de euros. En ese caso, «los bancos mantienen como rehén al conjunto de la economía», explica un alto cargo del Fondo Monetario Internacional (FMI) que prefiere no dar su nombre. El Mundo-Pablo Pardo [17-03-2009].

Gallinas en Wall Street

«Demasiado grande para dejarlas caer»

Pocos días después, el presidente de la Reserva Federal Ben Bernanke advertía: “Debemos terminar con el «demasiado grande para dejarlas caer». Tenemos este régimen para instituciones aseguradoras de depósitos, pero es claro que necesitamos algo similar para importantes entidades sistémicas no bancarias. Estados Unidos necesita una forma más segura de cerrar grandes firmas financieras no bancarias sin desestabilizar todo el sistema. Los procesos mejorados de resolución para estas firmas contribuirían a reducir el problema de que haya entidades consideradas «demasiado grandes para dejarlas caer», dando al gobierno la opción de eliminar de forma segura una firma importante para el sistema en lugar de mantenerla operativa”.

Por esas mismas fechas la todopoderosa firma aseguradora AIG [«demasiado grande para dejarla caer» en la terminología de Bernanke] filtraba a la prensa un informe confidencial diciendo en pocas palabras que efectivamente, ellos, AIG, estaban en el epicentro de un riesgo sistémico, es decir, que si se le dejaba caer sonarían las trompetas del Apocalipsis para el sistema, poco más o menos venían a decir aunque en un lenguaje más técnico.

Riesgo sistémico y riesgo moral

Podríamos definir un riesgo sistémico como “una inestabilidad potencialmente catastrófica para el sistema financiero” [Tom Daula], siendo dicha inestabilidad consecuencia, por ejemplo, de un efecto dominó [retroalimentación positiva] originado, por ejemplo, por la falta de liquidez de una gran entidad financiera.

Fue el Premio Nobel en Economía [1972], el genial matemático Kenneth Arrow quien, en 1963, formalizó dos conceptos muy útiles para lo que vamos a tratar: riesgo moral y selección adversa. Ambos están relacionados con un concepto más amplio que trataré en otra ocasión: “la información asimétrica”. Por un lado podríamos definir un riesgo moral como “el riesgo de actuar de una manera insensata, porque, a final de cuentas, hagas lo que hagas, no vas a tener que pagar las consecuencias” [Tom Burns]. Por otra parte, existe selección adversa [o negativa] “cuando los peores son los únicos que se ofrecen para participar en un mercado” [Belén Barreiro].

Así, nos encontramos por una parte ante un claro riesgo sistémico [AIG es demasiado grande para dejarla caer] mientras que por el otro lado, los gestores de AIG podrían estar cayendo en un riesgo moral [el asunto del bonus ejemplifica el nudo del conflicto con la Administración Obama] y la sospecha de que están inmersos en una selección adversa. Estamos claramente ante un conflicto y un juego estratégico subyacente que puede modelizarse con los métodos de la Teoría de Juegos.

Gallinas en Wall Street

¿De qué va el “juego”?

En la Teoría de Juegos existe una estructura de juego donde puede encuadrarse este conflicto entre los gestores de AIG y la Administración Obama. Se trata del “Juego del Gallina”. El “Juego del Gallina” (en inglés: Game of Chicken) tiene una imagen cinematográfica en el desafío lanzado por el personaje interpretado por el malogrado James Dean en la película de Nicholas Ray “Rebelde sin causa”: un sábado avanzada la noche, dos jóvenes eufóricos se disponen a correr en sus coches en dirección a un barranco y cada uno apuesta que frenará después que el otro; si son prudentes frenarán a tiempo, pero si uno avisa que no frenará y su aviso es creíble, puede provocar el acobardamiento del otro y su frenazo temprano, de modo que el primero sale ganador del desafío. En otro contexto, el sabio Bertrand Russell comparó la carrera armamentística entre la extinta URSS y los EE.UU como un gran Juego del Gallina nuclear.

Este juego, al contrario que el juego del Dilema del Prisionero que comentamos en otro post, uno siempre debe hacer lo contrario de lo que el otro jugador vaya a hacer. Y, al contrario también que en el Dilema del Prisionero, en el Juego del Gallina existe más de un equilibrio de Nash, lo que significa que este juego es inestable, ya que una vez alcanzado un equilibrio cada jugador tiene la tentación de alterar su estrategia [seguramente anunciada previamente] y moverse hacia una posición en la que obtenga un mejor resultado en función del movimiento del contrario. Esta propiedad hace que este juego que sea muy dinámico e interesante su estudio en el contexto de una negociación.

En este caso, cada jugador [AIG, Administración Obama] puede salir beneficiado si informa previamente de su estrategia, no obstante esto no significa gran cosa: es un mensaje dirigido a la parte contraria para alterar su percepción. Es el caso del mensaje de Ben Bernanke dirigido claramente a la dirección de AIG, como también es el caso del mensaje de AIG [el informe presuntamente confidencial filtrado a la prensa con una intencionalidad manifiesta].

Gallinas en Wall Street

Doble juego

Una manera de representar el juego entre AIG y la Administración Obama sería la siguiente:

		Administración Obama	
		CEDER	NO CEDER
AIG	CEDER	0  0	-1  +1
	NO CEDER	+1  -1	-5  -5

Existe claramente una posición a la que, probablemente, ninguna de las partes quiere llegar [no ceder, no ceder]. Esta posición equivale al precipicio, el barranco de la película comentada. Esta es la posición de máximo riesgo, de riesgo sistémico. Implicaría dejar caer AIG, con el consiguiente efecto dominó en el sistema. Pero por otro lado a la Administración Obama sí que le importa que la dirección de AIG se atenga a un criterio de racionalidad y austeridad y en consecuencia se evite el riesgo moral de pagar con dinero público, de los contribuyentes, unos bonus que en puridad no tiene justificación moral y escasa defensa política. Sin embargo, la dirección de AIG puede atribuir en su favor que esos bonus no tienen una raíz moral sino legal: están por contrato.

Es claro que la dirección de AIG explotará al máximo la situación de rehén en la que se encuentra la Administración Obama [las declaraciones de Ben Bernanke son más un lamento que una decisión], y como en la película comentada se acercará al máximo al precipicio esperando que el peligro de riesgo sistémico disuada a la Administración Obama de no hacer otra cosa que lamentarse de la falta de sensibilidad de los directivos de AIG.

Es ahí donde la Administración Obama tiene las de perder, de ahí su doble juego: juega a no ceder [particularmente ante la opinión pública] pero podría avenirse a un acuerdo si AIG cede de motu proprio, si voluntariamente rechazan el cobro del bonus. En este punto la dirección de AIG tiene la estrategia más clara: sabiendo, sobradamente, que la Administración Obama no va a hacer del asunto de los bonus un *casus belli* que podría desencadenar un riesgo sistémico, letal para ambas partes, insistirá en la legalidad del cobro y en consecuencia no tiene ningún incentivo para moverse de su posición, a excepción de que alguna presión, aviso o amenaza creíble por parte de la Administración Obama hiciera mella en la estrategia de la dirección de AIG.

Gallinas en Wall Street

¿Epílogo?

Tal una vez una estrategia fundamentada en la evitación de la selección adversa, algo así como: “no os vamos a dejar caer [por el riesgo sistémico], pero os podemos nacionalizar [para evitar el riesgo moral]” podría ser realmente efectiva, pero no veo a la Administración Obama con redañes suficientes para este tipo de declaraciones socializantes [hasta la fecha parecen tener bastante con socializar las pérdidas pero lo de socializar la gestión va a ser que no está en la agenda].

Por tanto, alejado el riesgo sistémico, el riesgo moral persiste [y no solo en el caso de AIG], mientras los contribuyentes norteamericanos se quedan con un palmo en las narices con la sensación de estar ayudando a que un equipo de burócratas engrosen sus cuentas corrientes por el único mérito de evitar un riesgo sistémico.