

ANTONIO TORRERO MAÑAS

LA CRISIS FINANCIERA
INTERNACIONAL.
CUARTO AÑO

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES

2011

ÍNDICE

	Pág.
AGRADECIMIENTOS	13
PRESENTACIÓN	15
ABREVIATURAS	19
1. INTRODUCCIÓN	21
2. ETAPAS DE LA CRISIS FINANCIERA	25
1. LA CAÍDA DE LEHMAN BROTHERS.....	27
2. EL SALVAMENTO DE AIG (<i>AMERICAN INTERNATIONAL GROUP</i>)	31
3. CONSECUENCIAS.....	35
3. BALANCE DE SITUACIÓN DE LA CRISIS FINANCIERA. DOCE PUNTOS	37
1. REGULACIÓN MICRO Y MACROECONÓMICA	37
2. BANCA ORDINARIA Y BANCA EN LA SOMBRA (<i>SHADOW BANKING</i>)	38
3. SEPARACIÓN DE LAS ACTIVIDADES BANCARIAS ORDINARIAS DE LAS LIGADAS A LOS MERCADOS DE VALORES.....	39
4. ENTIDADES DEMASIADO GRANDES PARA QUEBRAR. <i>TOO-BIG-TO-FAIL</i> (TBTF)	41
5. ÁMBITO INTERNACIONAL DE LA CRISIS FINANCIERA.....	42
6. DÉFICITS PÚBLICOS MASIVOS Y BAJOS TIPOS DE INTERÉS	44
7. DESCONFIANZA HACIA LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS (<i>RATING</i>)	46
8. EL CONTROL DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN LIBRE (<i>HEDGE-FUNDS</i>).....	49
9. EL CONTROL DE LOS PRODUCTOS DERIVADOS OTC (<i>OVER THE COUNTER</i>).....	51
10. FINANCIACIÓN DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS (PYMES).....	53
11. LA REMUNERACIÓN DE LOS DIRECTIVOS Y SU INCIDENCIA EN EL NIVEL DE RIESGO ASUMIDO..	54

	Pág.
12. BURBUJAS Y VALORACIÓN DE ACTIVOS	56
4. INTERNACIONALIZACIÓN DE LAS FINANZAS.....	59
5. REVISIÓN DE LAS IDEAS SOBRE EL PAPEL DE LAS FINANZAS EN EL SISTEMA ECONÓMICO	69
1. LAS ADVERTENCIAS DE KEYNES	71
2. LA HIPÓTESIS DE LOS MERCADOS EFICIENTES (EMH)	75
3. EL INCREMENTO DEL RIESGO	81
4. LA IMPORTANCIA DE LAS FINANZAS PARA EL SIS- TEMA ECONÓMICO	90
5. REVISIÓN DE LAS IDEAS INDUCIDA POR LA CRISIS FINANCIERA	92
6. CUARTO AÑO DE LA CRISIS FINANCIERA. NOTA FINAL.....	103
BIBLIOGRAFÍA CITADA.....	111
ÍNDICE DE AUTORES	119
ÍNDICE DE MATERIAS	121

«Entre las máximas de las finanzas ortodoxas, ninguna, seguramente, es más antisocial que el fetiche de la liquidez, la doctrina según la cual es una virtud positiva de las instituciones de inversión concentrar sus recursos en la tenencia de valores *líquidos*. Olvida que la liquidez de la inversión no existe para la sociedad en conjunto».

J. M. KEYNES, *Teoría General* (1936), Capítulo 12, «El estado de las expectativas a largo plazo», p. 155.

«Es propio de los mercados de inversión organizados, bajo la influencia de compradores altamente ignorantes de lo que están comprando, y de los especuladores más preocupados de adivinar el próximo movimiento del sentimiento del mercado que de una estimación razonable del rendimiento futuro de los bienes de capital, que cuando la desilusión se produce en un mercado optimista en exceso, se derrumben súbitamente e incluso con fuerza catastrófica».

J. M. KEYNES, *Teoría General* (1936), Capítulo 22, «Notas sobre el ciclo económico», pp. 315, 316.

«Nuestra tesis es que la idea de un mercado autorregulado implicaba una utopía total. Tal institución no podría existir durante largo tiempo sin aniquilar la sustancia humana y natural de la sociedad; habría destruido físicamente al hombre y transformado su ambiente en un desierto».

K. POLANYI, *La Gran Transformación* (1944), p. 49.

AGRADECIMIENTOS

Mi amigo, Adolfo SÁNCHEZ REAL, me ha ayudado, como hace siempre, revisando el texto y proponiendo modificaciones que han mejorado el original.

Los empleados de la Biblioteca de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Alcalá han atendido con amabilidad y eficiencia mis reiteradas demandas de material bibliográfico.

El Sr. CASA BALLESTEROS, se ha ocupado pacientemente de las numerosas correcciones en los sucesivos borradores del libro.

Naturalmente, soy el único responsable del resultado final.

Miraflores de la Sierra. Diciembre de 2010.

PRESENTACIÓN

En la última década he tenido una inquietud creciente por la inestabilidad financiera. Es mis escritos de esos años (los que me parecen más significativos son los de 2003, 2004, 2006 y 2008) tres asuntos eran el centro de mi preocupación:

- 1) El riesgo que estaba asumiendo el sistema financiero, y por tanto el sistema económico, era cada vez mayor.
- 2) Con el protagonismo creciente de los mercados respecto a la intermediación bancaria tradicional, se había abierto un nuevo frente: las burbujas se han convertido en un gran peligro para la estabilidad del sistema.
- 3) La incorporación a las zonas de riesgo (medible) de las de incertidumbre radical (no es posible una estimación racional del futuro), me parecía una pretensión peligrosa.

Los tres temas están interrelacionados. El mayor protagonismo de los mercados implica más confianza en que las valoraciones de los activos respondan a sus fundamentos económicos y a la valoración objetiva y rigurosa de las expectativas de rendimiento de los mismos; asimismo, permite la revisión de las posiciones dada la liquidez de los mercados. Esa mayor seguridad daba alas a la cuantificación del riesgo y a su comercialización. El mayor peso de los mercados conllevaba que las burbujas, los excesos dramáticos en la valoración de los activos, que siempre han tenido lugar, tuvieran una repercusión creciente en la economía, tanto los efectos optimistas de las fases alcistas como los pesimistas del reajuste de las valoraciones.

En mi libro publicado en enero de 2008 (tres meses después de lo que se considera la fecha de inicio de la crisis financiera actual) advertía de mi punto de partida, esto es, de mi *visión* (en el sentido que da al término SCHUMPETER) del fenómeno financiero, que se nutre de las experiencias, lecturas y reflexiones. Permítaseme que reproduzca aquí los cuatro puntos en los cuales sintetizaba entonces mi *visión* para que el lector tenga en cuenta las inclinaciones y sesgos que influyen en la selección de los temas, de los autores, en las consideraciones que expongo y en mis opiniones al respecto.

«Primero, las finanzas constituyen un sector con tantas peculiaridades que no pueden aplicarse, sin matizaciones muy importantes, las ideas generales sobre el funcionamiento de otros sectores y mercados que constituyen los instrumentos y forman la educación básica del economista.

Segundo, ligado con el anterior, el gran peso de la incertidumbre en las actividades financieras acentúa la inestabilidad de las finanzas; además, las consecuencias sociales y económicas de las crisis son de tal entidad que aconsejan extremar la prudencia puesto que se está manejando material altamente sensible.

Tercero, la inestabilidad financiera se está acelerando y el riesgo de que se produzca una catástrofe financiera —no una simple crisis a la que tan acostumbrados estamos desde la década de los setenta— es cada vez mayor.

Cuarto, el sistema financiero forma parte de la sociedad, su funcionamiento la afecta y, al tiempo, su configuración está condicionada por las instituciones básicas de esa sociedad. Así, la estructura del sistema financiero está directamente relacionada con las características del mercado de trabajo, con el nivel de protección social y con otras instituciones. No pueden introducirse modificaciones sustanciales en las finanzas sin afectar a otros núcleos esenciales que caracterizan a la sociedad, lo cual debería prevenir sobre propuestas de reformas en el campo financiero que no consideren los efectos en instituciones aparentemente desconectadas del mismo (2008, pp. 15, 16)».

En los tres años transcurridos de la crisis financiera actual he ido modulando esta visión a partir del seguimiento de un fenómeno único, complejo, costoso, y —me temo— de larga duración. Los aspectos fundamentales que he añadido a los soportes previos de mi *visión*, como consecuencia de la crisis financiera, son los tres siguientes:

- a) Tengo aún mayores dudas de que la evolución desde la intermediación bancaria hacia los mercados sea el sendero obligado para el perfeccionamiento de las finanzas.
- b) La ordenación financiera con alcance internacional me parece ahora todavía más esencial.
- c) El nivel de endeudamiento es un índice de la fragilidad de la economía, idea conforme a la aportación de MINSKY.

El objetivo de este trabajo es exponer el estado de la cuestión de la crisis financiera cuando se ha cumplido el tercer año. Al tiempo, me propongo revisar los cambios que la crisis está produciendo en las principales ideas que sustentan el edificio de las finanzas.

Cae fuera de mi intención, y de mi capacidad, plantear un programa de reformas; lo que pretendo es explicar unos determinados criterios que pueden ayudar al lector a enjuiciar las propuestas que se están formulando, y las reformas que se están proponiendo en los distintos foros y países.

Tengo que advertir, por último, de otra limitación en los planteamientos que ofrezco. Mi principal fuente de inspiración es la literatura anglosajona. Me parece indiscutible que en esa área, particularmente en los Estados Unidos, se publican las investigaciones más avanzadas sobre finanzas. Hay que tener en cuenta, sin embargo, que los sistemas financieros de esos países, orientados hacia los mercados son peculiares, ligados a su experiencia histórica, y no constituyen la única fórmula posible. Asimismo, las entidades financieras de los países anglosajones han sido las grandes beneficiadas de la efervescencia financiera anterior —y que ha conducido— a la crisis.

Es comprensible, por tanto, que los economistas de habla inglesa sean los más propensos a defender el paradigma que la crisis ha puesto en cuestión; me parece de justicia señalar, no obstante, que también en los Estados Unidos y en el Reino Unido se han acrecentado las posiciones críticas. No tengo dudas, sin embargo, de que si hubiera podido nutrirme de obras publicadas en otros idiomas, por ejemplo en japonés o en alemán, no traducidas al inglés, mi *visión* hubiera sido más completa.

Miraflores de la Sierra.

Diciembre de 2010

1

INTRODUCCIÓN

La crisis financiera ha entrado en el cuarto año. Las fronteras cronológicas no están perfectamente definidas, permítanme, sin embargo, que fije fechas aunque sólo sea por situar los acontecimientos en el tiempo. Empezaré por señalar la trascendencia del tiempo en el intento de desbrozar un fenómeno tan complejo como la crisis financiera actual. Dos aspectos deseo destacar respecto al tiempo:

- 1) La crisis financiera actual no corresponde a la idea de un desplome súbito y completo de un edificio, que cuando se disipa el polvo del derrumbe permite contemplar las ruinas apiladas de lo que fue. Es más bien una secuencia donde se observan primero grietas que lo cuartejan; después comienza la alarma, se van desalojando pisos, y acuden los bomberos que van colocando vigas para sostenerlo e impedir el desplome.

En ese proceso, se indagan las razones que han provocado las grietas; se apela a la compañía de seguros que cubre la posibilidad del siniestro; las autoridades investigan, en fin, si se han incumplido las normas de construcción y conservación, las responsabilidades al respecto, la posible incidencia sobre las construcciones colindantes, y también sobre los efectos en la normalidad en la vida de la comunidad.

Si el siniestro produce alarma general, se procede a revisar las regulaciones que rigen la construcción y el mantenimiento, estableciéndose normas para intentar evitar un suceso parecido.

- 2) Es muy pronto para poder considerar a la crisis financiera internacional con suficiente perspectiva. Leía recientemente que el primer libro de divulgación que se planteó lo acontecido en la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado fue el de GALBRAITH, cuya primera edición data de 1954. Naturalmente, desde el momento en que cayó la bolsa en 1929, hecho

considerado como el heraldo de la hecatombe financiera, se produjeron numerosos análisis y libros ¹ sobre el fenómeno emitiéndose juicios sobre lo sucedido y planteándose soluciones y reformas, pero la fecha de edición del conocido libro de GALBRAITH da idea del tiempo transcurrido.

He aludido a la Gran Depresión; desde entonces este acontecimiento no ha dejado de inspirar estudios e investigaciones. Con la crisis actual, el interés por el fenómeno se ha acentuado puesto que se considera la referencia más válida para intentar descifrar una convulsión tan compleja como la actual. Como he recordado en otro momento, el prestigio intelectual de BERNANKE ², el actual presidente de la FED, se forjó, en buena medida, por sus estudios sobre la Gran Depresión considerando, según su propia expresión, que comprender lo sucedido en ese desastre es el Santo Grial de la macroeconomía.

No puedo entrar aquí en el análisis de la Gran Depresión; el lector interesado puede acudir a mi libro del año 2006 (capítulo 2). No obstante, por estar en relación con temas abordados en este trabajo, me parece conveniente distinguir, siguiendo a JAMES (2009, p. 37-41) entre lo acontecido en 1929, y a partir de 1931. En la caída de la bolsa de 1929 el rasgo más distintivo es la irracionalidad de los mercados financieros, el pánico y el comportamiento gregario. En 1931, la cuestión clave es la fragilidad de las instituciones bancarias obligadas a afrontar una espiral deflacionista:

«Las dos clases de crisis requieren remedios diferentes. Situaciones como la de 1929 podían y pueden abordarse con las herramientas convencionales de la política monetaria. Responder a eventos como los de 1931, sin embargo, es institucionalmente más complejo, y precisa la reconstrucción del conjunto del sistema bancario. La complejidad aumenta cuando hay un cuantioso endeudamiento externo denominado en monedas foráneas, y cuando la reestructuración del conjunto del sector financiero requiere la modificación de muchas instituciones microeconómicas» (pp. 40-41).

¹ Sin ánimo de ser exhaustivo sobre una literatura que cabe calificar de abrumadora, es indispensable recordar las aportaciones de FISHER (1932, 1933) y la de ROBBINS (1934). KEYNES fue un seguidor atento del fenómeno sobre el que realizó numerosos análisis desde el primer momento; el lector interesado puede recurrir al capítulo 9 de mi libro sobre KEYNES (1998, Capítulo 9, pp. 775-841) donde se revisan sus aportaciones sobre la Gran Depresión.

² Sus principales trabajos están recogidos en su libro publicado en el 2000.

La interpretación correcta de la crisis financiera actual tiene una importancia extraordinaria. Como ha señalado el BIS en su último Informe Anual: «Si pretendemos que el sistema financiero tenga unos fundamentos más estables, las reformas a implementar deben inspirarse en las causas de la crisis financiera global» (2010, p. 12). GORTON (2010, p. 183) ha recordado la afirmación de George ORWELL en su libro *1984*: «El que controla el pasado, controla el futuro», añadiendo por su parte: «El futuro del sistema financiero es función de la explicación del pasado, de manera que la narración de lo sucedido en la crisis es muy importante».

El énfasis en el tiempo obliga a consignar la fecha del análisis como un dato relevante. En un proceso en marcha, como la crisis financiera actual, cualquier análisis considera los hechos conocidos y la información disponible en ese momento. No puede extrañar que los estudiosos de la crisis vayan —vayamos— modificando su juicio al respecto en función de la propia dinámica del proceso.

A partir de lo anterior, es obligado que precise el momento en el cual formulo mis observaciones sobre la crisis financiera actual. Permítaseme que lo haga con la descripción de un protagonista destacadísimo: H. M. PAULSON, secretario del Tesoro de los Estados Unidos en los momentos más duros del desastre financiero:

«La crisis que empezó en el 2007 fue mucho más severa (que la del *hedge fund Long-Term Capital Management en 1998*), y el riesgo para la economía y el pueblo americano mucho mayor. Entre marzo y septiembre de 2008, ocho grandes instituciones financieras quebraron —Bearn Stearns, Indimac, Fannie Mae, Freddie Mac, Lehman Brothers, AIG, Washington Mutual y Wachovia— seis de ellas en septiembre. Los daños no se limitaron a los Estados Unidos. Más de veinte bancos europeos, en diez países, fueron salvados desde julio de 2007 a febrero de 2009. Esta espantosa crisis, la más importante desde la Gran Depresión, originó una terrible recesión en los Estados Unidos y daños importantes en todo el mundo. Sin embargo, podía haber sido mucho peor. De no haber sido por intervenciones sin precedentes de los Estados Unidos y otros gobiernos, hubieran quebrado muchas más instituciones financieras y el perjuicio económico habría sido mayor y más duradero» (PAULSON, 2010, p. 436).

2

ETAPAS DE LA CRISIS FINANCIERA

SUMARIO: 1. LA CAÍDA DE LEHMAN BROTHERS.—2. EL SALVAMENTO DE AIG (*AMERICAN INTERNATIONAL GROUP*).—3. CONSECUENCIAS.

En su libro de Memorias, el secretario del Tesoro de los Estados Unidos refiere una conversación que tuvo con el presidente Bush el 17 de agosto del 2006. En ella le puso sobre aviso de la creciente vulnerabilidad que advertía en el sistema financiero americano, consecuencia del crecimiento de los bancos en la sombra y de los productos derivados. Además, señaló PAULSON, las crisis financieras tenían lugar con regularidad (entre cuatro y ocho años) y desde la crisis del Long Term Capital Management (LTCM) en 1998 no se había producido ninguna. Reconoce que en ningún momento hizo referencia a problemas en el sector inmobiliario o en las hipotecas (*ibid.*, 2010, pp. 44-47).

En marzo de 2007 BERNANKE declaraba que los problemas de las hipotecas de baja calidad (*subprime*) estaban controlados. Tampoco se advertía alarma alguna en las numerosas declaraciones de PAULSON (LOWENSTEIN, 2010, pp. 81-83). El primer incidente de la crisis *subprime* se produjo el 30 de julio de 2007 en un banco alemán de tamaño medio: el IHB Deutsche Industriebank, participado por el sector público; el banco tenía un instrumento de financiación fuera del balance, lanzado por dicho banco con inversiones hipotecarias en los Estados Unidos que financiaba en el mercado americano de papel comercial, pero no pudo obtener fondos y tuvo que recibir ayuda de su accionista público y de una asociación de bancos alemanes (BERNANKE, 2010 c, p. 1). Inmediatamente tuvo lugar un problema en otro banco público, el *Landesbank Girozentrale Sachsen*, que precisó una línea de crédito de emergencia por 17.300 millones de dólares (JAMES, 2009, pp. 100, 101).

Estos incidentes fueron las primeras manifestaciones de la crisis que estalló con virulencia en el otoño de 2007. Un año antes había tenido lugar un aumento notable en los créditos hipotecarios fallidos, pero en la fecha citada es cuando se advierten las primeras consecuencias de esa debilidad sobre la confianza en los activos que habían servido como vehículo para la comercialización (titulización) de los créditos hipote-

carios de baja calidad (*subprime*), producidos en los Estados Unidos y distribuidos en todo el mundo.

Septiembre de 2008 marca una frontera en cuanto al diagnóstico y tratamiento de la crisis financiera. Hasta entonces, la estrategia de las autoridades se había centrado en combatir los síntomas de la crisis, en particular la falta de liquidez, sin abordar las razones, básicamente «la incapacidad del sistema para soportar la totalidad de los riesgos acumulados durante el período en el cual su actitud hacía el riesgo había sido sumisa» (BRENDER y PISANI, 2009, pp. 89-90; subrayado de los autores).

En el otoño de 2008, se abre una segunda etapa. La crisis se agudiza a partir de la quiebra de Lehman Brothers. La desconfianza se generaliza y fuerza a intervenciones masivas de la FED, del Tesoro Americano, del Banco Central Europeo y de las instituciones monetarias y financieras de todos los países.

Si en la primera etapa, las intervenciones de los gobiernos y de los bancos centrales trataron, sobre todo, de sustituir la liquidez evaporada de los mercados; en esta segunda, la gravedad de la situación obligó a intervenciones masivas en instituciones financieras, bancarias y no bancarias, llegando a la nacionalización de entidades en países tan poco sospechosos de tendencias socialistas como Estados Unidos y el Reino Unido.

La crisis afectó a todas las instituciones del sistema financiero de los Estados Unidos: entidades de seguros, fondos de inversión, bancos comerciales e industriales y a las agencias públicas que tenían por objetivo la promoción de los créditos para la adquisición de viviendas. Las dos agencias principales (Fannie Mae y Freddie Mac) fueron privatizadas en 1968 y 1989, respectivamente; aunque sus actividades no estaban respaldadas por una garantía pública explícita, en el mercado se asumía que el gobierno intervendría en el caso de que tuvieran dificultades. Esa situación ambigua era admitida por la propia agencia reguladora (*Financial Crisis Inquiry Commission*, 2010, pp. 15, 16) y les permitía el acceso a la financiación en condiciones ventajosas.

La complejidad, las interrelaciones, el clima de ansiedad, la información insuficiente, en fin, presidieron el escenario de inseguridad e inmediatez en el que hubieron de abordarse decisiones cruciales. Permítaseme una breve cita del libro de *Memorias* de PAULSON en la cual relata su actividad del domingo 23 de noviembre de 2008:

«Por la mañana temprano volví al Tesoro y no me sorprendió el mucho trabajo pendiente. De nuevo, rodeado de botes de soda vacíos y

de restos de bocadillos de otro frenético fin de semana, teníamos poco tiempo para anunciar los acuerdos (se refiere a la ayuda al Citibank) antes de que abrieran los mercados asiáticos» (2010, p. 413).

No es mi propósito intentar describir con detalle las medidas que se adoptaron en ese clima de ansiedad, apresuramiento y acoso de los mercados. El libro de ROSS SORKIN (2009) trata con detalle las circunstancias en las que se adoptaron las decisiones más importantes. Por su especial trascendencia haré referencia a dos decisiones cruciales: la caída de Lehman y el salvamento de AIG.

La tercera etapa de la crisis, abarca desde el otoño de 2008 hasta el momento actual. Se han producido intervenciones masivas y coordinadas de los gobiernos para inyectar liquidez en los mercados, ayudar a las instituciones con problemas o nacionalizarlas; los bancos centrales han comprado activos masivamente multiplicando su balance. Los tipos de interés se mantienen en niveles reducidos y los déficits públicos se han disparado.

1. LA CAÍDA DE LEHMAN BROTHERS

Los artículos y libros que analizan este episodio son numerosísimos, y van aclarando algunas de las razones que explican la decisión¹. Lo que sigue es una apretada síntesis de las cuestiones que me parecen fundamentales.

Antes de la caída de Lehman, existía una predisposición a impedir una crisis financiera que pudiera arrastrar a otra Gran Depresión. Ya he hecho referencia a la familiaridad de BERNANKE con ese acontecimiento que, además, persiste vivamente en la memoria y en la cultura de los Estados Unidos. A pesar de los intentos, la situación de Lehman era tan grave que no pudo encontrarse comprador en todo el mundo, aun contando con la dote de ayuda incorporada a la transacción.

BERNANKE (2010b) nos ha dado su versión. Lehman no estaba bajo la supervisión de la FED puesto que no tenía ningún banco comercial; pese a ello empezaron el seguimiento de Lehman y de otros bancos de inversión cuando se advirtieron tensiones financieras que determinaron la venta de Bear Stearns a J. P. Morgan Chase. La FED, según BER-

¹ Sobre este episodio, los juicios que se han emitido son muy variados. El libro de McDONALD y ROBINSON (2009) analiza las circunstancias con todo detalle.

NANKE, era consciente de las consecuencias que podía tener la quiebra sobre el sistema financiero: «Sin embargo, la única herramienta de la que disponía era la provisión de liquidez a corto plazo si Lehman aportaba las garantías precisas...» (p. 3).

A partir de esa primera justificación fue ampliándose el abanico de argumentos, variando el énfasis en los mismos al compás de los acontecimientos. Al principio, el Tesoro y la FED declararon que permitieron la caída de Lehman para enviar una señal de que las empresas de Wall Street imprudentemente gestionadas, no tendrían el respaldo del gobierno (DAVIDOFF y ZARING, 2009, p. 474); pero cuando estalló el pánico, los mercados se desplomaron y la opinión pública comenzó a denunciar el error cometido, cambiaron la versión apuntando a su falta de respaldo legal para sostener a Lehman. Días más tarde, sin embargo, la prontitud con la cual se concedió un préstamo a AIG, primero de 85.000 millones de dólares, pronto ampliado a 180.000, restó fuerza a esa versión.

Otro argumento empleado por BERNANKE es que los efectos esperados de la caída de Lehman no podían ser muy graves, puesto que los mercados conocían desde hacía tiempo los problemas del banco y habían establecido coberturas para el caso de quiebra (WHEELLOCK, 2010, p. 93). Era conocido que FULD (presidente del Consejo de Administración de Lehman) y su Consejo habían dispuesto de meses para conseguir más capital o un comprador para la empresa; la quiebra y el despido de 25.000 empleados fue consecuencia de su ineptitud (KELLY, 2009, p. 219). Como se ha puntualizado:

«Muchos observadores acusarían al gobierno de cometer un error al permitir la caída de Lehman, dejando a los bonistas indefensos, el seguro de crédito emitido sin validez, y sin valor alguno sus importantes emisiones de papel comercial» (DAVIDOFF y ZARING, 2009, p. 493).

La conmoción que siguió a la quiebra de Lehman fue extraordinaria; al día siguiente, un importante fondo de inversión en activos monetarios (*Reserve Primary Fund*) perdió la paridad (*break the buck*) por los quebrantos en papel comercial emitidos por Lehman, lo que impulsó a que los inversores de otros fondos reclamaran los reembolsos, provocándose un pánico en el sector que obligó a un programa urgente de ayudas para sostener el mercado de papel comercial y la cotización de los fondos de inversión². El 21 de septiembre la FED obligó a los

² AMLF (*Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity*

bancos de inversión Goldman Sachs y Morgan Stanley a configurarse como empresas bancarias situándose bajo la supervisión y amparo de la FED. Con la venta de Merrill Lynch y Bears Stearns, y la quiebra de Lehman, desaparecieron los cinco grandes bancos de inversión americanos que habían impulsado la innovación financiera y la mayor parte de la banca en la sombra. La conmoción que siguió a la caída de Lehman fue muy importante:

«El impacto psicológico de ver desintegrarse un gran banco fue profundo. El precedente confortable del tratamiento dado a Bears Stearns y reforzado por el de Fannie y Freddie —los acreedores habían sido protegidos— fue demolido de golpe. Si PAULSON había deseado demostrar que los inversores asumían un riesgo, el éxito superó sus sueños más atrevidos» (LOWENSTEIN, 2010, p. 202).

Las intervenciones del Tesoro y de la FED alteraron por completo las reglas del funcionamiento de los mercados. Si el rescate de Bears se justificó porque era demasiado grande para caer ¿por qué no se hizo lo mismo con Lehman que doblaba el tamaño? Con la caída de Lehman ninguna institución monetaria parecía segura, lo cual congeló el crédito y afectó muy negativamente a la economía: «Fue un error colosal y mucha gente así lo declaró en ese momento» (WESSEL, 2009, p. 23). Como sentenció A. BLINDER, que fue vicepresidente de la FED: «El día que quebró Lehman se desmoronó todo» (citado por ROSS SORKIN, 2009, p. 535).

WESSEL (2009, p. 22) señala que aunque la FED creyó que la decisión era delicada, no advirtió la severidad de la reacción del mercado que siguió a la caída de Lehman. GREENSPAN (2010) apuntó que esa quiebra precipitó lo que probablemente se considere la crisis financiera global más virulenta que se haya producido nunca; la crisis financiera más extrema que pueda experimentarse en una economía de mercado (pp. 3, 21). MELTZER calificó la decisión como un error gravísimo: «Después de treinta años de salvar a casi todas las empresas financieras, la FED cometió el terrible error de cambiar su política en mitad de una recesión» (citado por WHEELLOCK, 2010, p. 104).

La gravedad de los efectos provocados por la caída de Lehman supuso un cambio en la apreciación de la magnitud de la crisis. La idea que se impuso fue evitar a toda costa que pudiera producirse lo que hasta entonces era impensable: una repetición de la Gran Depresión:

Facility).

«Fue quedando claro que BERNANKE había adoptado un nuevo mantra: *lo que sea preciso*. Él no quedaría en la historia como el presidente de la FED vacilante durante un pánico financiero que amenazaba la prosperidad de América. El domingo 14 de septiembre de 2008, sería el último día que la FED dijera “¡NO!” a cualquier institución financiera importante. Dos días más tarde, tuvo lugar el salvamento de AIG» (WESSEL, 2009, p. 26).

De esta forma se consolidó la convicción de que la caída del Banco de Inversión Lehman Brothers había producido efectos negativos mucho más intensos que los esperados, con ser éstos considerables. El nivel de conexión de esta entidad con el conjunto del sistema financiero de todos los países, su implicación como contrapartida en las operaciones de productos derivados, era de tal magnitud que conmovió los ya dañados cimientos de los mercados y de las instituciones financieras.

Se generalizó, pues, la idea de que permitir la caída de Lehman fue un grave error. El Tesoro americano subestimó la trascendencia de la medida. Sin embargo, es difícil concebir sin la conmoción producida cómo se hubiera aprobado el gigantesco programa de ayuda de la TARP³ (FERGUSON, 2009, p. 360). También podría argumentarse si éste hubiera sido tan necesario de haberse impedido la quiebra de Lehman.

Elevando el punto de mira, STIGLITZ (2010), uno de los críticos más significados de la liberalización e innovación financiera, ha expresado la trascendencia de la quiebra de Lehman sobre las ideas, tema que abordaré más adelante:

«El 15 de septiembre de 2008, fecha del colapso de Lehman Brothers puede ser para los fundamentalistas (los que creen que los mercados autorregulados pueden asegurar la prosperidad y el crecimiento económico) lo que fue para el comunismo la caída del muro de Berlín. Los problemas ideológicos eran conocidos antes de esa fecha, pero después nadie en realidad podía defenderlos» (p. 219).

La conclusión que he sacado de los distintos análisis es que el *factor humano* debió de jugar un papel clave en la decisión; la personalidad arrogante de FULD; el clima de tensión; las dudas de los potenciales compradores de la entidad; la idea de dar un escarmiento al mercado;

³ TARP (*Troubled Asset Relief Program*).

la esperanza de que experiencias con otras entidades hubieran alertado a los agentes promoviendo coberturas en la compleja madeja de riesgos... Seguramente, todos estos argumentos pesaron; lo que me interesa precisar ahora es que la caída de Lehman agravó la crisis y se encendieron todas las alarmas.

En un discurso célebre con ocasión del homenaje a Milton FRIEDMAN, BERNANKE señaló: «En cuanto a la Gran Depresión, usted tenía razón, y nosotros no actuamos. Lo sentimos mucho. Pero gracias a usted, no sucederá de nuevo» (BERNANKE, 2002). Seguramente esas palabras han estado resonando en su mente en la terrible convulsión financiera que ha debido de afrontar.

La opinión de TEMIN (2010), destacado estudioso de la Gran Depresión, me parece reveladora:

«Incluso BERNANKE, presidente de la FED y estudioso de la Gran Depresión, no advirtió el caos que se avecinaba durante la mayor parte del 2008. BERNANKE percibió lo que estaba sucediendo a comienzos del 2009. Decidió que la FED no volvería a cometer los errores de los primeros años treinta, sin actuar ante las quiebras bancarias y apoyando al patrón oro en vez de a la economía nacional. BERNANKE utilizó todas las posibilidades —algunas de ellas bordeando los límites de su autoridad— para relajar la política monetaria y apoyar la actividad económica» (p. 15).

2. EL SALVAMENTO DE AIG (*AMERICAN INTERNATIONAL GROUP*)

Por la especial trascendencia de AIG y con objeto de dar idea del clima de permisividad financiera de la época, realizaré una explicación somera del instrumento que se puso en marcha por las entidades asegurando el riesgo de las emisiones, entre las cuales AIG fue líder indiscutible.

AIG es un gigante del seguro. Desde comienzos de la década actual creció de manera espectacular su actividad en el aseguramiento de emisiones. Mediante un determinado tipo de contrato de permuta financiera (el denominado *credit default swap*, CDS), AIG garantizaba a los compradores de bonos y activos estructurados (muchos de los cuales incorporaban las célebres hipotecas *subprime*) el buen fin de las opera-

ciones mediante una módica prima, reducida puesto que el riesgo se estimaba prácticamente nulo.

Los CDS son operaciones de seguro; sin embargo, los *brokers* de *swaps* no querían que se denominaran seguros puesto que estarían sujetos a la regulación correspondiente que incluiría requisitos de capital. Si se las consideraban *swaps* entraban en lo que GREENBERGER (2010) califica como agujero negro legislativo, puesto que esas operaciones no estaban supervisadas por ninguna agencia federal, de acuerdo con la ley CFMA⁴. Como el instrumento ni se consideraba un seguro ni otra operación regulada por el gobierno federal, a las compañías emisoras no se les exigía la constitución de reservas que respaldaran el riesgo asumido.

La consideración de riesgo nulo se fundamentaba en la convicción de que los activos CDO⁵, muchos de los cuales contenían hipotecas de algo riesgo (*subprime*), que llegaron a constituir el principal objeto del seguro, tenían el respaldo de las subidas permanentes del precio de los inmuebles.

El negocio para los aseguradores se consideraba tan extraordinario que se promovieron las emisiones de CDS «*naked*», esto es, en descubierto, que daba garantía a inversores que no tenían relación alguna con las hipotecas incluidas en las CDO, lo cual proporcionó un instrumento para operar en corto (*short*) en el mercado de préstamos hipotecarios. Se abrió pues la puerta a los especuladores para apostar, con un coste mínimo, por el incumplimiento de los pagos de hipotecas con las cuales no tenían ninguna relación. Se estimó que los CDS «*naked*» alcanzaron un volumen que triplicaba los CDS con una garantía de operaciones reales (*ibid.*, p. 101).

AIG no sólo asumía el riesgo de impago:

«Los CDS, sin embargo, exponían a AIG no sólo al riesgo de crédito sino también al de liquidez en el supuesto de que cayera el valor de las operaciones de deuda incluidas, o si las agencias de calificación rebajaban el propio riesgo de crédito de AIG. En esos supuestos, los asegurados tenían derecho a reclamar efectivo como garantía colateral de AIG» (POZEN, 2010, p. 88).

⁴ CFMA (*Commodity Futures Modernization Act*). Aprobada el 20 de diciembre de 2000.

⁵ CDO (*Collateralized debt obligation*). Activo financiero dividido en tramos según el nivel de riesgo, respaldado por una cartera de deuda.