

Alan S. Blinder

# Y LA MÚSICA PARÓ

Una historia pausada y razonada del origen, la respuesta, las consecuencias y lo que queda por hacer tras la peor crisis financiera de los últimos tiempos

«Si quieres entender todo lo que atañe a la crisis económica, lee este libro. Es una obra de arte.»

**Bill Clinton**, expresidente de Estados Unidos



DEUSTO

## Índice

Portada

Dedicatoria

Lista de acrónimos y abreviaturas

Prefacio

Parte I. Sucedió aquí

1. ¿Qué hace una bonita economía como tú en un sitio como éste?

Parte II. Las finanzas enloquecen

2. En el principio...
3. El castillo de naipes
4. Cuando la música paró
5. De Bear a Lehman: la inconsistencia era el monstruo
6. El pánico de 2008

Parte III. Recogiendo los pedazos

7. Extendiendo la lona
8. Estímulo, estímulo, ¿por qué eres tú, estímulo?
9. El ataque a la prima de riesgo

Parte IV. El camino hacia la reforma

10. Se ha roto, arreglémoslo: la necesidad de una reforma financiera
11. Descubriendo cómo se hace la salchicha
12. El gran descarrilamiento de las ejecuciones hipotecarias
13. Las reacciones negativas

Parte V. Mirando hacia el futuro

14. ¿No hay salida? Devolviendo a la Fed a la normalidad
15. En busca de una salida fiscal
16. La gran réplica: la crisis de la deuda europea
17. Nunca más: el legado de la crisis

Agradecimientos

Bibliografía

Notas

Créditos

**Te damos las gracias por adquirir este EBOOK**

Visita [Planetadelibros.com](http://Planetadelibros.com) y descubre una nueva forma de disfrutar de la lectura

---

**¡Regístrate y accede a contenidos exclusivos!**

Próximos lanzamientos  
Clubs de lectura con autores  
Concursos y promociones  
Áreas temáticas  
Presentaciones de libros  
Noticias destacadas

[PlanetadeLibros.com](http://PlanetadeLibros.com)

---

**Comparte tu opinión en la ficha del libro  
y en nuestras redes sociales:**



**Explora Descubre Comparte**

*A Madeline*

## Lista de acrónimos y abreviaturas

---

- ABCP (asset-backed commercial paper): *efectos comerciales basados en activos*
- ABS (asset-backed securities): *títulos financieros basados en activos (distintos de hipotecas; ver MBS)*
- AIG (American International Group): *la compañía aseguradora más grande del mundo*
- AIG FP (AIG Financial Products): *Departamento de productos financieros de AIG*
- AMLF (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility): *Programa de liquidez para efectos comerciales basados en activos emitidos por fondos mutuos en el mercado monetario (programa implantado en Estados Unidos para hacer frente a la crisis de las hipotecas subprime)*
- ANPR (Advance Notice of Proposed Rulemaking): *Notificación anticipada de propuesta de regulación*
- ARM (adjustable-rate mortgage): *hipoteca de tipo de interés variable*
- ARRA (American Reinvestment and Recovery Act [2009]): *Ley estadounidense de reinversión y recuperación (2009), también llamada Ley de Recuperación*
- BCE (Banco Central Europeo)
- BofA (Bank of America): *banco comercial privado; no es el Banco Central de Estados Unidos, pues esta prerrogativa pertenece a la Reserva Federal*
- CBO (Congressional Budget Office): *Oficina Presupuestaria del Congreso*
- CDO (collateralized debt obligation): *obligación(es) de deuda garantizada*
- CDS (credit default swaps): *permuta(s) de incumplimiento crediticio (especie de falso seguro)*

CEA (Council of Economic Advisers): *Consejo de Asesores Económicos*

CFMA (Commodity Futures Modernization Act [2000]): *Ley de modernización de futuros sobre mercancías básicas (2000)*

CFPA (Consumer Financial Protection Agency): *Agencia de Protección Financiera del Consumidor*

CFPB (Consumer Financial Protection Bureau): *Oficina de Protección Financiera del Consumidor*

CFTC (Commodity Futures Trading Commission): *Comisión de Comercio de Futuros sobre Mercancías Básicas*

CME (Chicago Mercantile Exchange): *Bolsa de Chicago*

CP (commercial paper): *efecto(s) comercial(es) (pagarés y otros)*

CPFF (Commercial Paper Funding Facility): *Programa de Financiación de Efectos Comerciales*

CPI (Consumer Price Index): *Índice de Precios al Consumo (IPC)*

CPP (Capital Purchase Program): *Programa de Compra de Capital*

DTI (debt [service]-to-income ratio): *Ratio deuda/ingreso*

EMH (efficient markets hypothesis): *hipótesis de los mercados eficientes*

ESF (Exchange Stabilization Fund): *Fondo de Estabilización Bursátil*

FCIC (Financial Crisis Inquiry Commission): *Comisión de Investigación de la Crisis Financiera*

FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation): *Corporación Federal de Garantía de Depósitos*

FHA (Federal Housing Administration): *Administración Federal de la Vivienda*

FHFA (Federal Housing Finance Agency): *Agencia Federal de Financiación de la Vivienda*

FICO (Fair Isaac Company): *Empresa de gestión de riesgos con sede en Minneapolis (y también en Madrid para toda Europa)*

FMI (Fondo Monetario Internacional)

FOMC (Federal Open Market Committee): *Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto*

FSA (Financial Services Authority [UK]): *Autoridad sobre Servicios Financieros (Reino Unido)*

FSLIC (Federal Savings and Loan Insurance Corporation): *Corporación Federal de Garantía de Ahorros y Préstamos*

FSOC (Financial Stability Oversight Council): *Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera*

G-7 (Group of Seven [nations]): *Grupo de los Siete (países más importantes del mundo)*

GAAP (generally accepted accounting principles): *principios contables comúnmente aceptados*

GAO (Government Accountability Office): *Oficina de Responsabilidad del Gobierno*

GLB (Gramm-Leach-Bliley Act [1999]): *Ley Gramm-Leach-Bliley (1999)*

GSE (government-sponsored enterprise): *empresa(s) patrocinada(s) por el gobierno*

H4H (Hope for Homeowners): *Esperanza para Propietarios de Viviendas*

HAFA (Home Affordable Foreclosure Alternatives Program): *Programa de Alternativas Asequibles a la Ejecución Hipotecaria de Viviendas*

HAMP (Home Affordable Modification Program): *Programa de Modificación Asequible de Hipotecas Residenciales*

HARP (Home Affordable Refinancing Program): *Programa de Refinanciación Asequible de Hipotecas Residenciales*

HAUP (Home Affordable Unemployment Program): *Programa de Viviendas Asequibles para Desempleados con Hipoteca*

HFSC (House Financial Services Committee): *Comité de Servicios Financieros Hipotecarios*

HHF (Hardest Hit Fund): *Fondo para los Más Desfavorecidos*

HOLC (Home Owners' Loan Corporation): *Entidad de Préstamo para Propietarios de Viviendas*

HUD (Department of Housing and Urban Development): *Departamento para el Desarrollo Urbano y Residencial*

ISDA (International Swaps and Derivatives Association): *Asociación Internacional de Permutas (swaps) y Derivados*

LIBOR (London Interbank Offered Rate): *Tipo de interés interbancario en Londres*

LTCM (Long-Term Capital Management): *Gestión de capitales a largo plazo (fondo de alto riesgo salvado de la quiebra en los años noventa)*

LTRO (Longer-Term Refinancing Operations): *Operaciones de refinanciación a medio y largo plazo*

LTV (loan-to-value [ratio]): *ratio entre un préstamo y su valor*

MBS (mortgage-backed securities): *títulos financieros sobre hipotecas*

NBER (National Bureau of Economic Research): *Oficina Nacional de Investigación Económica*

NEC (National Economic Council): *Consejo Nacional de Economía*

NINJA (no income, no jobs, and no assets): *sin ingresos, sin trabajo y sin activos*

NJTC (new jobs tax credit): *crédito fiscal para nuevos empleos*

OCC (Office of the Comptroller of the Currency): *Oficina de Control de la Moneda*

OFHEO (Office of Federal Housing Enterprise Oversight): *Agencia Federal de Supervisión de Empresas Inmobiliarias*

OMB (Office of Management and Budget): *Agencia de Gestión y Presupuesto*

OMT (Outright Monetary Transactions): *Transacciones Monetarias Directas (programa de compra directa de deuda por el Banco Central Europeo)*

OTC (over the counter): *transacciones no reguladas (que no figuran en registros contables públicos)*

OTS (Office of Thrift Supervision): *Oficina de Supervisión de Entidades de Ahorro*

PDCF (Primary Dealer Credit Facility): *Servicio de crédito a los intermediarios principales*

PIB (Producto Interior Bruto)

PIIGS (Portugal, Ireland, Italy, Greece, and Spain): *Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España*

QE (quantitative easing): *flexibilización cuantitativa (instrumento de política monetaria)*

Repo (repurchase agreement): *título financiero con acuerdo (opción) de recompra*

S&L (savings and loan association): *asociación(es) de ahorros y créditos*



S&P (Standard and Poor's): *una de las tres principales agencias estadounidenses de calificación*

SEC (Securities and Exchange Commission): *Comisión sobre los Mercados Regulados y los Títulos Financieros (equivalente estadounidense de la CNMV española: Comisión Nacional del Mercado de Valores)*

SIFI (systemically important financial institution): *institución financiera sistémicamente importante (cuya quiebra pondría en peligro todo el sistema económico)*

SIV (structured investment vehicle): *vehículo de inversión estructurada (generalmente una sociedad de responsabilidad limitada)*

SPV (special purpose vehicle): *vehículo de propósito especial (que adopta normalmente la forma de entidad instrumental de titulación de activos; también llamado «conduit»)*

TAF (Term Auction Facility): *Servicio de subasta de títulos financieros a corto plazo (programa implantado en Estados Unidos para hacer frente a la crisis de las hipotecas subprime)*

TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility): *Servicio de préstamos para compra a corto plazo de títulos basados en activos (programa implantado en Estados Unidos para hacer frente a la crisis de las hipotecas subprime)*

TARP (Troubled Assets Relief Program): *Programa de Asistencia para Activos Problemáticos (programa implantado en Estados Unidos para hacer frente a la crisis de las hipotecas subprime)*

TBTF (too big to fail): *demasiado grande para dejar quebrar (se refiere a una entidad privada que debería ser rescatada con dinero público para evitar males mayores provocados por su quiebra)*

TED: *Margen entre el LIBOR londinense y los Bonos del Tesoro de Estados Unidos (prima de riesgo del LIBOR)*

TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities): *Títulos del Tesoro protegidos contra la inflación*

TLGP (Temporary Liquidity Guarantee Program): *Programa de Garantía Temporal de Liquidez*

TSLF (Term Securities Lending Facility): *Servicio de préstamo para compra a corto plazo de títulos financieros*

UMP (unconventional monetary policy): *política monetaria no convencional*  
WaMu (Washington Mutual): *En su día, la mayor asociación de cajas de ahorros de Estados Unidos.*

## Prefacio

---

Cuando pare la música... las cosas se complicarán.  
Pero mientras la música siga sonando, hay que levantarse y bailar.  
Por ahora, en ello estamos.

Tales fueron las inmortales palabras enunciadas el 8 de julio de 2007 por Chuck Prince, el entonces consejero delegado de Citigroup. Es posible que sea la cita más famosa, o tal vez más infame, de toda la crisis financiera, pues casi exactamente un mes después la música cesó abruptamente, y con ella, todo el baile.

Cumpliendo la profecía de Prince, las cosas se complicaron bastante y se pusieron realmente feas, no sólo para Citigroup sino para el mundo entero. El arriesgado juego de sillas musicales resultó tener un número sorprendentemente reducido de sillas libres, y grandes porciones de la industria financiera cayeron bruscamente al suelo. El resultado fue que la economía de Estados Unidos se hundió en su peor recesión desde la década de los treinta, y el gobierno tuvo que acudir al rescate en numerosas ocasiones, no porque las entidades financieras lo mereciesen, sino porque de otro modo el caos amenazaba con arrastrar a todos los estadounidenses con ellas al abismo. Fueron unos acontecimientos realmente increíbles.

**¿Otro libro sobre la crisis?**

Pero la historia de la crisis financiera de 2007-2009, o al menos partes de ella, ya ha sido contada en numerosas ocasiones, de muchas formas distintas, en una amplia variedad de libros y artículos. ¿Por qué, entonces, otro trabajo sobre esta crisis y sus repercusiones?

La razón principal es, pura y simplemente, que *el pueblo estadounidense sigue sin saber qué fue exactamente lo que se le vino encima*, cómo y por qué ocurrió, o lo que las autoridades hicieron al respecto, en especial por qué los funcionarios del gobierno actuaron de formas tan inusuales y controvertidas. A día de hoy aún abundan las ideas equivocadas acerca del papel desempeñado por el gobierno, y eso está envenenando la situación política de Estados Unidos. ¿Formó el gobierno parte del problema, o fue parte de la solución? Este libro intenta responder a estas cuestiones, así como a otras relacionadas. La versión de la historia que en él cuento se centra en el *porqué*, en lugar de en el *qué* de la crisis y las posteriores reacciones. Hasta la fecha, nadie ha tomado este camino.

Este enfoque inédito es importante por varias razones. Una de ellas es que *aún no se ha escrito un relato exhaustivo de este episodio*. Un cierto número de buenos libros, escritos principalmente por periodistas, ha examinado algunas piezas del rompecabezas, en ocasiones con una atención por el detalle insoportablemente elevada. El libro que tiene en las manos es diferente. No es un trabajo de periodismo, de modo que si lo que desea es enterarse de quién dijo qué, a quién y cuándo, mi sugerencia es que busque en otro sitio. Mi propósito, por el contrario, es proporcionar una visión panorámica, más que centrarme en tan sólo uno o dos detalles. Algún día en el futuro un ambicioso historiador lo recogerá todo en un tomo de dos mil páginas. Mi versión de la historia es exhaustiva pero más corta que eso, y no es tanto un relato de *¿Quién es el culpable?* sino más bien de *¿Por qué lo hicieron?*

Una razón aún más importante para escribir este libro es que *las repercusiones de los acontecimientos descritos en él siguen estando muy vigentes*, tanto en Estados Unidos como en el resto del mundo. Los periódicos hablan de ellas cada día, y durante años supondrán enormes desafíos para las políticas públicas. La economía estadounidense aún no ha acabado de salir del abismo al que la empujaron la crisis financiera y la Gran

Recesión: el desempleo sigue siendo elevado, el déficit presupuestario es aún enorme y el problema de las ejecuciones hipotecarias infecta el sistema cada vez más. En Europa, la crisis aún está en pleno desarrollo. Algunas de las medidas puestas (o no puestas) en marcha como respuesta a la crisis son objeto de vociferantes debates, a menudo altamente partidistas; debates que tratan, entre otros temas, sobre la Ley Dodd-Frank de reforma financiera de 2010, el recurrente embrollo de las ejecuciones hipotecarias, el monstruoso déficit presupuestario federal, y los continuos esfuerzos de la Reserva Federal (el Banco Central de Estados Unidos, también conocido como la Fed) para estimular la economía. A diferencia de la mayoría de los libros sobre la crisis, éste se centra en las políticas públicas en lugar de en los misterios de las modernas finanzas.

Por último, *este libro mira al futuro*. La crisis financiera y la subsiguiente recesión nos han presentado una larga agenda de asuntos que aún requieren atención. ¿Cómo podemos y debemos darles cierre? Por otro lado, en el futuro surgirán más crisis financieras; ¿nos enfrentaremos a ellas en mejores condiciones gracias a lo que hemos aprendido en el ámbito económico y en el político, o por el contrario nos olvidaremos rápidamente de todo ello? Muchos cambios —tanto institucionales como de actitud— han tenido, o no, lugar; ¿qué vulnerabilidades seguimos teniendo? ¿Qué problemas futuros podemos haber creado accidentalmente intentando apagar los diversos fuegos?

## **¿Qué puede encontrarse en este libro?**

El discurso que planteo es principalmente cronológico; después de todo, las historias se cuentan mejor de esa forma, y ésta es toda una historia. Sin embargo, a lo largo del libro me desvíó de la cronología cuando es importante para comprender las *cuestiones de fondo* de todo el asunto. En este libro, tales cuestiones son: ¿Cómo nos metimos en este lío y cómo hemos salido de él (hasta cierto punto)? ¿En qué acertaron los que diseñaron las políticas de respuesta, y en qué se equivocaron? ¿Qué queda por hacer para que todo termine de una vez?

Tras un capítulo de introducción, la parte II describe y explica cómo se gestó y se desarrolló la crisis. Seguidamente, las partes III y IV profundizan en las políticas de respuesta; primero las acciones de emergencia que fueron puestas en marcha para impedir la catástrofe, y después los arreglos a más largo plazo que han sido (o no) implantados. Esta sección del libro termina con un importante capítulo que intenta desentrañar la paradoja principal de todo el episodio: los escasamente regulados mercados sufrieron un grave descarrilamiento y el gobierno acudió raudo al rescate, y sin embargo fue el gobierno el que acabó como el malo de la película. ¿Por qué los éxitos de las políticas implantadas (y algunos fallos) suscitaron sonoras voces de desaprobación y mofa? Finalmente, tras la revisión del pasado y el presente, la parte V se centra en el futuro: ¿De qué forma se puede terminar de arreglar todo este lío? ¿Qué nos depara el futuro? ¿Qué hemos aprendido de esta amarga experiencia?

ALAN S. BLINDER  
Princeton, Nueva Jersey  
Noviembre de 2012

Parte I

---

**Sucedió aquí**

## **¿Qué hace una bonita economía como tú en un sitio como éste?**

Estuvimos extremadamente cerca de un colapso financiero global.

BEN S. BERNANKE,  
presidente de la Reserva Federal

*¿Alguien ha apuntado la matrícula de ese camión?*

Esto es lo que muchos estadounidenses debieron de pensar cuando el sistema perdió el control y nos atropelló a todos —de forma casi literal— en 2008. Durante el verano de aquel año, la economía de Estados Unidos iba renqueando, con una tasa de empleo en ligero descenso, un consumo algo débil y unos mercados financieros que sufrían una serie de angustiosas subidas y bajadas, más lo segundo que lo primero. Dicha economía, por tanto, no estaba precisamente en plena forma, pero tampoco era un desastre; para nada podía preverse que nos dirigiáramos hacia una recesión, y aún menos hacia la peor desde los años treinta del siglo pasado. Y de repente, el 15 de septiembre de 2008, surgió de la nada la quiebra de Lehman Brothers, el ahora tristemente célebre banco de inversión de Wall Street, y súbitamente todo se vino abajo. Sí, en la matrícula de aquel camión ponía *L-E-H-M-A-N*.

La mayoría de los ciudadanos eran peatones inocentes que no supieron de dónde salió el camión, por qué circulaba de forma tan temeraria o por qué los guardias de tráfico financieros no los protegieron. A medida que pasó el tiempo, el estupor fue dando paso a la indignación, y no sin razón: una gran



cantidad de manipulaciones financieras que las personas de a pie no comprendían, y en las que no habían participado, costó a millones de ellas sus medios de vida y sus hogares, llevó a la ruina a numerosos negocios, destruyó riqueza por valor de billones de dólares, puso de rodillas a la antaño todopoderosa economía de Estados Unidos y dejó a todos los niveles gubernamentales ahogados por privación de ingresos fiscales. La gente tuvo la impresión de que les habían atracado, y efectivamente así fue.

Los «accidentes» financieros que tuvieron lugar entre el verano de 2007 y la primavera de 2009 tuvieron graves repercusiones que los estadounidenses sufrieron de primera mano. Pero la mayoría de los ciudadanos están perplejos, y muchos extremadamente molestos, por las acciones del gobierno en respuesta a la crisis; cuestionan la justicia de los aparentemente elevados costes que los contribuyentes han tenido que soportar, y se preguntan por qué sigue habiendo tantos camioneros imprudentes en la carretera, que siguen prosperando mientras el resto de ciudadanos sufre. Tal vez más que cualquier otra cosa, se encuentran muy preocupados por lo que les deparará el futuro. Incluso en un acontecimiento tan alejado ya del origen de la crisis como las elecciones de 2012 una sólida mayoría de estadounidenses afirmó ante los encuestadores que el país aún seguía «en el camino equivocado» o «en la mala dirección». No es de extrañar, por tanto, la formación de auténticas tormentas políticas populistas tanto en la derecha (el Tea Party) como en la izquierda (el movimiento Ocupa Wall Street).

En Estados Unidos tuvo lugar recientemente el espectáculo cuatrienal al que llamamos elecciones, con un electorado realmente furioso. Pese a que el presidente Obama logró la reelección, nadie sabe aún qué ocurrirá tras tales elecciones; pero lo que sí sabemos es que los últimos capítulos de la historia que comenzó en 2007 aún no han sido escritos. Así pues, empezaremos por mirar hacia atrás. ¿Qué fue lo que nos atropelló? Y ¿por qué?

## **Una brevísima historia sobre la crisis financiera y la Gran Recesión**

La perspectiva histórica se va obteniendo únicamente con el paso del tiempo, y actualmente aún estamos viviendo las postrimerías de la aterradora crisis financiera y la Gran Recesión que le pisó los talones.<sup>1</sup> No obstante, ha transcurrido suficiente tiempo y el ambiente se ha aclarado lo bastante como para llevar a cabo algunos juicios preliminares. Considere este libro como un segundo borrador de la historia, pues sin duda en el futuro habrá terceros e incluso cuartos.

Es vital que emitamos unos veredictos preliminares con relativa rapidez, ya que la muy justificada ira de los estadounidenses está afectando —más de uno diría «envenenando»— nuestro discurso político. Este libro se concentra en el *qué*, y especialmente en el *porqué* de la crisis financiera y sus repercusiones. Es un fragmento de historia largo y complicado, pero es esencial un cierto nivel de comprensión para mejorar el funcionamiento de nuestra democracia. Por tanto, antes de enredarnos con los detalles, he aquí una historia muy breve sobre la crisis financiera, la Gran Recesión y las respuestas del gobierno de Estados Unidos ante ambas. Serán tan sólo cuatro párrafos. Y puede que el cuarto le sorprenda.

### *La versión supercorta*

El sistema financiero estadounidense, que había llegado a ser demasiado complejo y demasiado frágil para su propio bien —y cuya regulación era demasiado escasa para el bien del resto del mundo— experimentó una tormenta perfecta durante los años 2007-2009. Las cosas empezaron a aclararse cuando estalló la tan cacareada burbuja inmobiliaria, pero la subsiguiente implosión de lo que yo llamo la «burbuja de los bonos» fue probablemente más fuerte y más devastadora. El mercado de acciones también se colapsó por la tensión, convirtiendo muchos planes de ahorro para la jubilación del tipo 401(k) en —y aquí tenemos nuestra ración diaria de humor negro— «201(k)». Cuando la estructura financiera de Estados Unidos se desmoronó, el daño resultó ser no sólo profundo sino también de gran alcance, y la ruina se extendió a todas y cada una de las partes del excesivamente inflado sector financiero. Muy pocas instituciones o mercados

se salvaron, y las más afectadas o bien perecieron (como Lehman Brothers) o bien precisaron de respiración asistida (como Citigroup). Estuvimos peligrosamente cerca de lo que el presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, denominó «un colapso financiero global».

Más de uno considera los mercados financieros como una especie de casino glorificado con poca relevancia para la economía *real*, que sería donde se encuentran los puestos de trabajo, las fábricas y los comercios. Pero eso es un error. Las finanzas son más bien el sistema circulatorio del cuerpo de la economía, y si la sangre deja de fluir... bueno, más vale no pensarlo siquiera. Cualquier economía moderna se basa en un conjunto de mecanismos de concesión de créditos, lo que permite la circulación de nutrientes por todo el sistema, y la economía de Estados Unidos es más dependiente de los créditos y está más «financiarizada» que la gran mayoría. Por tanto, cuando el anteriormente copioso flujo de crédito se redujo a apenas un simple goteo, el sistema estuvo a punto de sufrir una parada cardíaca. Lo que durante los años de gran crecimiento había sido una *excesiva* liquidez y circulación de crédito se convirtió casi de golpe en algo *extremadamente escaso*. La abrupta desecación del flujo de crédito, procedente tanto de los bancos como del así llamado «sistema bancario en la sombra», en conjunción con la destrucción masiva de riqueza en forma de casas, acciones y títulos bursátiles, produjo lo que era de esperar: menos crédito, menos consumo y una enorme recesión.

El gobierno estadounidense movilizó una ingente cantidad de recursos con el fin de aliviar el ahogo del sector financiero y, aún más importante, para combatir la recesión. El Congreso amplió la red de Seguridad Social y puso en marcha programas de estímulo fiscal a gran escala. La Reserva Federal redujo notablemente las tasas de interés, puso en circulación enormes cantidades de liquidez y amplió su propio balance mediante una concesión de préstamos, una compra de activos y una emisión de garantías desconocidas hasta el momento. Muchas de las acciones de la Fed hubiesen sido inimaginables antes de la crisis. Recuerdo, por ejemplo, haber entrado en mi clase una mañana de septiembre de 2008, rascándome la cabeza con incredulidad, y decir a mis alumnos: «¡Ayer por la noche la Reserva Federal, que nunca antes había regulado siquiera una compañía de seguros, nacionalizó una!». Se trataba de la tristemente famosa AIG.

Y aquí viene la sorpresa: ¡Funcionó! No perfectamente, por supuesto, pero en gran medida el sistema financiero se recuperó más rápidamente de lo que la mayoría de los observadores esperaban (recuerde que *recuperarse*, en este contexto, no quiere decir volver al statu quo anterior; es mejor no llegar a eso). Y la contracción de la economía, aunque profunda y terriblemente costosa, resultó ser menos seria y más corta de lo que mucha gente temía. Tan sólo el sector inmobiliario, una porción pequeña de nuestra economía, experimentó algo que se acercaba a una Gran Depresión II. Por lo demás, el desempleo no alcanzó los niveles de 1983, y aún menos los de 1933. Esto no significa que en 2012 todo vaya como la seda, ni mucho menos, pero puede decirse con bastante seguridad que lo peor *no* llegó a ocurrir.

Ésta es, por tanto, mi versión reducida de la historia, y sugiere un final ligeramente feliz, o al menos un suspiro de alivio. Dicho esto, estamos siendo bastante indulgentes al considerar que la buena noticia es que Estados Unidos evitó un colapso total de su supuestamente brillante sistema financiero y una Gran Depresión II. Lo cierto es que la actuación macroeconómica de Estados Unidos desde el otoño de 2008 no merece siquiera un triste aprobado, pues ha sido la peor de la historia del país desde el final de la segunda guerra mundial. Más bien habría que darle un «muy deficiente».

En 2010 el Congreso reescribió por completo el manual normativo de las finanzas, con la idea de intentar garantizar que nunca más vuelva a suceder algo como esto. Pero estas reformas financieras son tan recientes — de hecho, la mayoría de ellas ni siquiera están aún en vigor— que nadie sabe cómo funcionará en la práctica este rediseñado sistema regulador, especialmente cuando sea sometido a tensiones. Y los grupos de presión bancarios están luchando con uñas y dientes contra estas reformas. Transformando el famoso principio de Rahm Emanuel en una pregunta: ¿Hemos desaprovechado esta crisis o la estamos usando como catalizador para un cambio realmente necesario?<sup>2</sup> Tan sólo el tiempo lo dirá.

### *Tres cuestiones críticas*

Existe otro aspecto más de la crisis que motiva este libro: incluso hoy en día, a pesar de los numerosos trabajos realizados sobre la crisis —algunos de ellos excelentes—, muchos estadounidenses siguen estando perplejos acerca de lo que les golpeó, y tienen una comprensión limitada sobre lo que el gobierno de Estados Unidos hizo o no hizo en su nombre, y lo que es más importante, *por qué*. Y también tienen algunas ideas sumamente equivocadas al respecto. En consecuencia, en 2009 surgió el movimiento del Tea Party, los votantes « echaron a los canallas » en las elecciones de 2010, el movimiento Ocupa Wall Street estalló en 2011, los temas económicos ocuparon un lugar predominante en las disputadas elecciones de 2012 y la confianza en el gobierno continúa logrando un mínimo histórico tras otro.

También esto es comprensible. A medida que iba observando cómo se desarrollaban la crisis financiera, la recesión y las respuestas políticas ante ambas, una de mis mayores frustraciones era la gran escasez de explicaciones que los ciudadanos recibían de sus líderes, fuesen desde dentro o desde fuera del gobierno. Por desgracia, en la actualidad esto sigue siendo la norma. No se restaurará la confianza en el gobierno hasta que el pueblo estadounidense comprenda qué le ocurrió y qué se hizo para ayudarle.

El presidente de Estados Unidos está en posesión del mayor megáfono del mundo. Pero el presidente George W. Bush desapareció virtualmente del mapa durante los últimos meses de su Administración; ¿puede el lector recordar siquiera un discurso de Bush sobre la incipiente crisis económica de la nación antes de dejar el cargo? El presidente Obama ha sido notablemente más visible, activista y elocuente que su predecesor, y aun así pocas veces ha dedicado su tiempo a pronunciar un discurso de explicación —mucho menos tiempo de lo que los estadounidenses necesitan y se merecen. Los dos secretarios del Tesoro <sup>3</sup> que ejercieron su cargo durante el período de la crisis, Henry Paulson y Timothy Geithner, apenas han proporcionado un solo discurso coherente en el que se explique lo que ocurrió y, tal vez más importante, por qué hicieron lo que hicieron. El presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, ha facilitado más y mejores explicaciones, pero su audiencia es especialista y limitada, y siempre intenta ceñirse al ámbito de la Fed más que al de la Administración.

Así pues, la mayor parte del trabajo de explicación ha sido encomendado al sector privado. Sin embargo, incluso en este sector, la aportación ha dejado que desear. Por ejemplo, mientras nuestra industria financiera está supuestamente rebosante de personas brillantes que comprenden todo este asunto, casi ningún líder industrial se ha subido a la palestra para explicar lo que ocurrió, y mucho menos para disculparse por ello, probablemente por consejo de sus abogados. Por supuesto, periodistas, académicos y similares han escrito centenares de artículos y columnas de opinión sobre los orígenes de la crisis y las reacciones ante ella, incluidos unos cuantos de este humilde servidor. Pero los medios de comunicación de masas suelen requerir tal brevedad que todo aquello que se asemeje remotamente a una explicación medianamente exhaustiva de algo tan complejo como la crisis financiera resulta poco menos que impensable. Todo un ensayo periodístico no puede ocupar más de doce segundos de emisión televisiva.

Aunque este libro narra esta historia, espero que de forma inteligible, su objetivo más importante es el de proporcionar un esbozo conceptual en el que tanto los hechos más destacados como la retahíla de las políticas públicas puedan ser al menos *comprendidos*. Más concretamente, lo que pretendo es proporcionar respuestas a las siguientes tres cuestiones críticas:

— ***¿Cómo demonios nos metimos en este lío?***

El objetivo no es establecer quién tiene la culpa, aunque parte de eso será inevitablemente (y con justicia) llevado a cabo, sino más bien destacar y analizar los muchos errores que se cometieron, con el fin de no volver a repetirlos.

— ***¿Qué se hizo para mitigar los problemas y corregir los daños, y por qué?***

¿Fueron las respuestas —algunas de ellas diseñadas a toda prisa— sensatas, coherentes y justificadas? De nuevo, mi propósito no es cuestionar a quienes tomaron las decisiones y evaluar su desempeño, sino aprender de sus experiencias para estar mejor preparados la

próxima vez. Mi gran preocupación es que las respuestas políticas de 2008-2009 tienen ahora tan mala fama que se interpondrán en el camino de las que se tomen cuando surja la próxima crisis financiera.

— ***¿Hemos «desaprovechado» la crisis financiera de 2007-2009 —según el enunciado de Rham Emanuel— o, por el contrario, hemos sacado un buen provecho de ella?***

O de forma más específica, ¿fueron las reformas financieras acometidas en 2010 bien o mal diseñadas para crear una estructura financiera más sólida? ¿Qué elementos no fueron incluidos? ¿Ha lavado su imagen la industria financiera? O tal vez más importante, ¿qué ocurrirá a partir de ahora?

## **¿Qué hace una bonita economía como tú en un sitio como éste?**

Una conocida serie de anuncios de televisión alardea de que «lo que pasa en Las Vegas se queda en Las Vegas». Pero las calamidades que cayeron sobre los mercados financieros en 2007-2009 no se quedaron ahí, pues muy pronto causaron efectos profundamente negativos en la economía real —allí donde los ciudadanos estadounidenses viven y trabajan, donde las compañías financieras obtienen beneficios o pérdidas, y donde los niveles de calidad de vida aumentan o disminuyen. De hecho, con muchos de estos ciudadanos desesperados por conseguir trabajo y haciendo malabarismos para llegar a fin de mes, aún hoy seguimos sufriendo estos efectos.

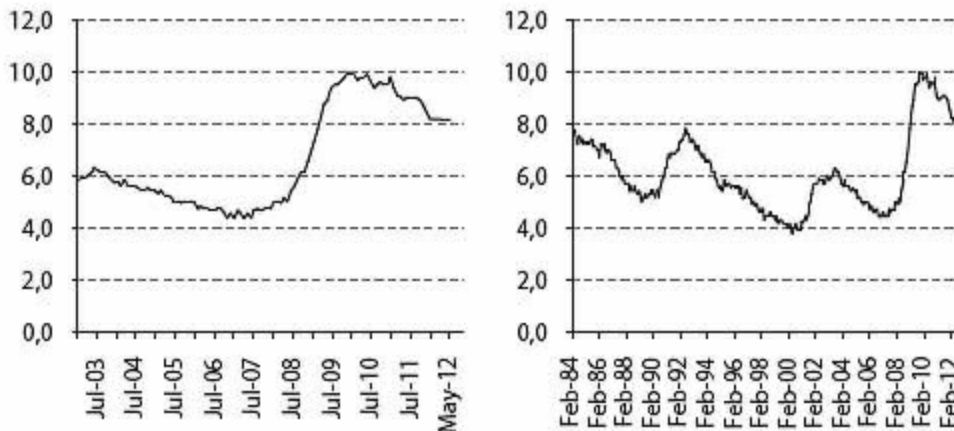
Los vínculos que unen a la ruina financiera con la recesión y el desempleo no son difíciles de comprender: cuando el crédito resulta ser cada vez más caro y, en el peor de los casos, se vuelve inexistente, los negocios pierden la capacidad para financiar las necesidades diarias, como pagar los salarios, comprar materiales e invertir en equipamiento. En aquellas industrias cuyos clientes dependen fuertemente del crédito —como la inmobiliaria o la de la venta de automóviles—, las empresas también ven como sus ventas menguan. Y con las ventas en claro descenso y los costes en

ascenso, los negocios no tienen más opción que reducir su número de operaciones. La producción cae, lo que implica más despidos y menos contrataciones, lo que a su vez conlleva que los consumidores tengan menos ingresos y por tanto las ventas de otras empresas también se reduzcan. El proceso se retroalimenta, y el resultado es una recesión. Todo esto ocurrió con creces en 2008-2009, provocando una incalculable miseria para millones de personas.

### *Retrato de un fracaso*

Las dos partes del gráfico 1.1 ofrecen dos visiones de una parte de esta triste historia: el fuerte incremento del desempleo en Estados Unidos iniciado a principios de 2008. La parte izquierda ilustra el comportamiento de la tasa de desempleo nacional desde 2003: el pronunciado ascenso ocurrido entre los primeros meses de 2008 y los últimos de 2009 es el reflejo de una tragedia nacional. Cuando este libro entró en imprenta, la tasa de paro seguía estando en el 7,9 por ciento, tras haber estado en un 7,8 por ciento durante 46 meses consecutivos.

**GRÁFICO 1.1 Malas noticias del frente del desempleo: dos visiones (tasa de desempleo nacional, en porcentaje de la población activa)**



Fuente: Departamento de Estadística Laboral.



La parte derecha pone este reciente lapso temporal de desempleo dolorosamente alto en perspectiva histórica, insertándolo en un período de casi treinta años. Durante el cuarto de siglo transcurrido entre febrero de 1984 y enero de 2009 los estadounidenses *nunca* fueron testigos de una tasa de paro tan alta como un 8 por ciento, *ni siquiera durante un solo mes*. Toda una generación se incorporó a la población activa y trabajó durante décadas sin que la tasa de paro fuese nunca tan alta como *la más baja* alcanzada entre febrero de 2009 y agosto de 2012. Esta parte del gráfico muestra que incluso tasas de paro por encima del 7 por ciento fueron infrecuentes durante este período de veinticinco años: es preciso remontarse hasta 1993, cuando terminaron el instituto los que hoy tienen treinta y siete años, para encontrar el último caso. De hecho, en una fecha tan reciente como el verano de 2007 la tasa de desempleo apenas superaba el 4,5 por ciento, una tasa reducida que habíamos llegado a considerar como normal. Pero entonces llegó la Gran Recesión.

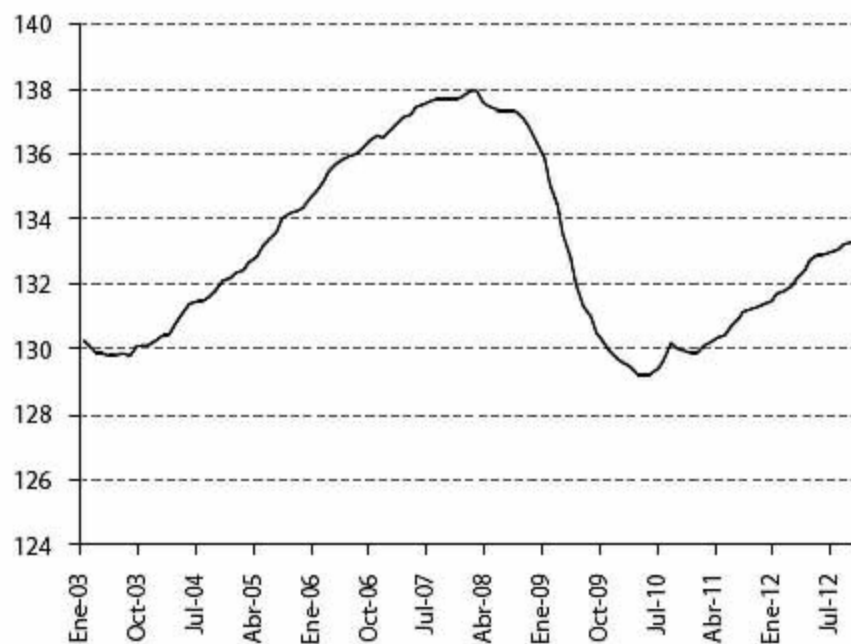
Según el Departamento de Estadística Laboral de Estados Unidos, las nóminas empezaron a contraerse ligeramente en febrero de 2008, y de forma cada vez más agresiva a partir de septiembre de ese año, cuando Lehman Brothers se estrelló y quedó calcinada. Durante el primer trimestre de 2008 el promedio de puestos de trabajo perdidos fue de tan sólo 46.000 mensuales, pero durante el último trimestre de ese mismo año había aumentado a unos espantosos 651.000 mensuales, para posteriormente alcanzar unos espeluznantes 780.000 mensuales durante el primer trimestre de 2009. El sufrimiento del mercado laboral fue agonizantemente profundo y desalentadoramente prolongado. El nivel de empleo alcanzó su pico máximo en enero de 2008, y seguidamente cayó durante la asombrosa cifra de veinticinco meses consecutivos, la racha más larga de pérdida de empleo desde los años treinta.

La pérdida total de empleos se quedó muy cerca de los 8,8 millones de puestos de trabajo, durante un período en el que nuestra economía debería haber *sumado* otros 3,1 millones tan sólo para cubrir el crecimiento normal de la población activa, por lo que en cierto sentido no resulta en absoluto descabellado afirmar que el *déficit laboral* acumulado rondaba los 12 millones en febrero de 2010, casi la población total de Pennsylvania.

Millones de familias se vieron arrojadas a una situación de privaciones y desesperación; muchas de ellas aún siguen en tal situación. Y el déficit laboral se elevó aún más en 2010 y 2011, cuando el anémico ritmo de creación de empleo no llegó a alcanzar los aproximadamente 125.000 empleos mensuales necesarios sólo para compensar el crecimiento de la población.

El gráfico 1.2 pone de manifiesto que el empleo entró en caída libre en 2008 y 2009, y que apenas consiguió remontar un poco en 2010 y 2011. En agosto de 2012 el nivel total de empleo tan sólo había alcanzado el de mayo de 2005; ¡esto supone un crecimiento neto *cero* del empleo durante un período de siete años! La escasez de puestos de trabajo es una tragedia tanto humana como económica que ya ha tenido serias consecuencias y que seguirá teniéndolas en los años venideros.

**GRÁFICO 1.2 Escasez de puestos de trabajo (empleos con nómina desde 2003, en millones)**



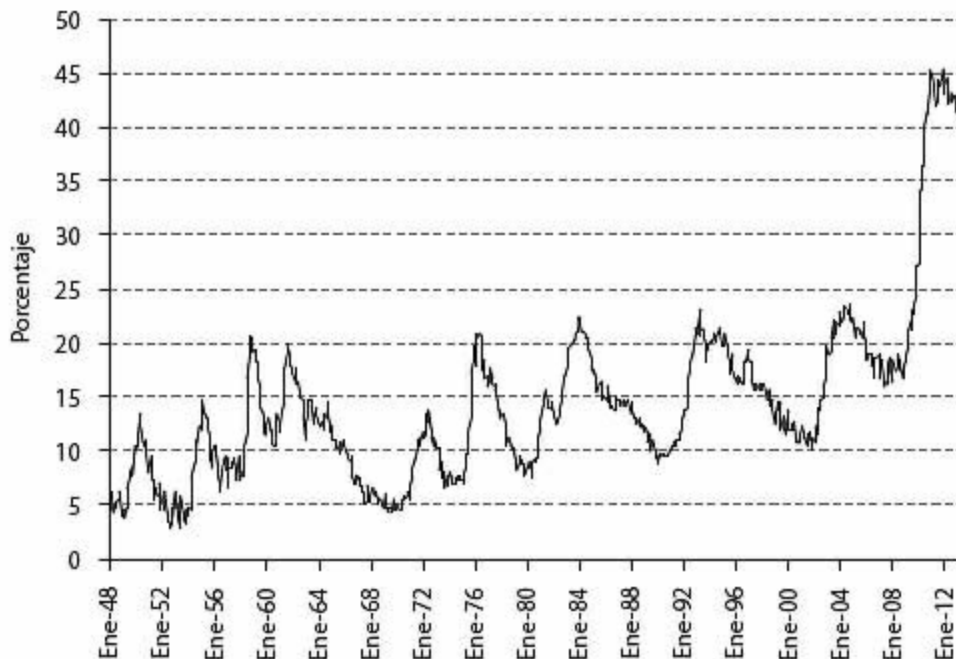
Fuente: Departamento de Estadística Laboral.

Y la situación es aún peor. Rachas cortas de desempleo pueden no ser tan terriblemente problemáticas; incluso pueden ser bienvenidas para algunas personas, por suponer un cambio de trabajo. Pero los períodos largos de paro

son devastadores. Los estudios muestran que cuando los trabajadores desplazados encuentran por fin empleo, lo habitual es que sea a costa de reducir considerablemente sus salarios, y que los estudiantes graduados que entran en una economía con elevado desempleo deben soportar una desventaja salarial que se prolonga por lo menos durante una o dos décadas.

Tradicionalmente, el desempleo de larga duración no forma parte de la historia de Estados Unidos. En promedio, durante el período 1948-2007, menos del 13 por ciento de los parados mantenía esa situación más de seis meses, período a partir del cual comienza la mencionada denominación de desempleo de larga duración (ver gráfico 1.3). En abril de 2010 este indicador de tensión extrema sobre el mercado laboral alcanzó un asombroso pico que superaba el 45 por ciento, y actualmente no está muy por debajo de esa cifra. El gráfico 1.3 muestra que, literalmente, *nunca* se ha visto un mercado laboral estadounidense en tan mala situación desde la segunda guerra mundial. Ni de lejos.

**GRÁFICO 1.3 Señales de socorro (desempleo de larga duración, en porcentaje del desempleo total)**



Fuente: Departamento de Estadística Laboral.

Los puestos de trabajo son algo tangible. El Producto Interior Bruto (PIB) real (es decir, ajustado conforme a la inflación) es, por el contrario, un concepto abstracto creado para medir el tamaño del conjunto de la economía y para controlar su crecimiento, y es el marcador económico más frecuentemente utilizado. Según la definición comúnmente aceptada, una *recesión* es un período de tiempo en el que el PIB real desciende durante dos o más trimestres consecutivos.<sup>4</sup> Afortunadamente, esto no ocurre muy a menudo: las estadísticas trimestrales sobre el PIB se remontan al año 1947, y durante los sesenta y un años transcurridos hasta el comienzo de la Gran Recesión, el PIB cayó durante dos trimestres consecutivos sólo nueve veces, durante tres trimestres seguidos sólo dos veces, y *nunca* durante cuatro trimestres consecutivos. Pero entonces llegó el período 2008-2009.

El PIB real se contrajo en cinco de los seis trimestres transcurridos desde principios de 2008 hasta mediados de 2009, incluyendo una racha de cuatro consecutivos. Tanto si se consideran los cinco trimestres sobre seis como los cuatro consecutivos, esta caída constituye la peor racha negativa desde los años treinta. Durante el invierno de 2008-2009 se tocó fondo; fue cuando se empezó a considerar que lo que estaba ocurriendo podría muy bien llegar a denominarse «Gran Depresión II». En total, el PIB real cayó un 4,7 por ciento, y dado que el crecimiento estimado durante ese período habría sido al menos de un 3,5 por ciento, puede decirse que la pérdida conjunta superó el 8 por ciento. Esto equivale a que todos los estadounidenses perdieron un 8 por ciento de sus ingresos; o más bien, siendo realistas, que el 10 por ciento de la población perdió un 80 por ciento. Como diría Frank Sinatra, fue un año realmente malo.

La recesión de 2007-2009 no tiene rival en el panteón de las recesiones estadounidenses de la posguerra. Tan sólo las pronunciadas contracciones de 1973-1975 y 1980-1982 se le acercan, y ambas fueron en su día llamadas «la Gran Recesión», y aun así es difícil no concluir que el período 2008-2009 fue de largo el peor en setenta años, tanto en términos de pérdida de empleo como de reducción del PIB.

Pero aún hay más. Normalmente, las grandes caídas del PIB suelen ir seguidas de cerca por fuertes incrementos en el crecimiento de la economía, recuperando de este modo el tiempo perdido. Por ejemplo, la economía creció

un 6,2 por ciento y un 5,6 por ciento, respectivamente, durante los años posteriores a las mencionadas Grandes Recesiones anteriores. Basándonos en este criterio adicional —la velocidad de recuperación—, la recesión de 2007-2009 también sale perdiendo: tras una recesión tan profunda, Estados Unidos debería haber crecido aproximadamente un 7 por ciento durante el año siguiente; sin embargo, apenas se logró un 2,5 por ciento. Así pues, nos encontramos ante un doble revés: una aguda recesión seguida de un débil crecimiento. No es de extrañar que los estadounidenses piensen que la recesión no ha terminado.

### *Tal como éramos*

Las cosas no siempre fueron así. La historia económica estadounidense durante las décadas precedentes a la crisis fue una historia de crecimiento y creación de empleo, no de contracción y paro. Considerar los años posteriores a 2008 como «la nueva normalidad» representa un derrotismo que nadie —ni economistas, ni políticos, ni ciudadanos— debería aceptar.

Vuelva a echarle un vistazo a la parte izquierda del gráfico 1.1 en este mismo capítulo. La máxima tasa de desempleo durante la anterior recesión fue de sólo un 6,3 por ciento, cifra que hoy día suscitaría una ovación con todo el mundo puesto en pie. Y tras ese pico de junio de 2003, el desempleo se redujo de forma constante hasta finales de 2006, alcanzando un mínimo del 4,4 por ciento. El incremento neto en puestos de trabajo durante ese período de algo más de tres años fue de aproximadamente 6 millones de empleos, casi 2 millones por año. Por tanto, los trabajadores estadounidenses se beneficiaron de un mercado laboral sólido durante un prolongado período de tiempo. Ése es el tipo de entorno que se necesita.<sup>5</sup>

El mercado laboral se encontraba incluso en mejor forma durante los últimos años de gran crecimiento de la Administración Clinton. Aunque en 1995 se pensó que la economía de Estados Unidos había alcanzado el pleno empleo, nos sorprendió con unos sucesivos incrementos netos de nuevos empleos de 2,8 millones en 1996, 3,4 millones en 1997, otros 3 millones en 1998 y 3,2 millones más en 1999. Durante unos meses del año 2000 la tasa de

desempleo incluso alcanzó el 3,9 por ciento. Ésos sí que fueron buenos tiempos. Con la gran abundancia de empleos y con los empresarios compitiendo activamente por los escasos recursos laborales, en 1999 se llegó a decir que para conseguir un trabajo bastaba con estar vivo. ¡Y aún muerto, seguro que algún empresario te ayudaba a conseguirlo!

Si cuento estos dos episodios felices no es para hacer que los estadounidenses se avergüencen de su pobre rendimiento reciente, sino para llamar la atención sobre dos puntos. El primero es que es exageradamente pesimista declarar que la economía de Estados Unidos no puede sostener un crecimiento de empleo de 3 millones anuales durante varios años, o que nunca volverá a una tasa de desempleo de, digamos, el 5 por ciento. Tonterías. Ya lo ha hecho, y varias veces. Deseche esa forma de pensar; no, en serio, *tírela a la basura*. Dichos objetivos de crecimiento laboral y de tasa de desempleo no son producto de un sueño; son algo que se ha logrado en un pasado reciente.

Lo que constituye el segundo punto. Los años 2000 y 2007, especialmente el segundo, no son desde luego historia antigua. Pregúntese lo siguiente: ¿Qué ha cambiado de forma tan radical en el mercado laboral de Estados Unidos para que en tan sólo seis años sus ciudadanos se resignen a un desempleo permanentemente más alto? Mi respuesta es muy simple: nada. No existe una sola razón para creer que nunca más se podrá alcanzar de nuevo una tasa de paro del 5 por ciento. Pero esto llevará su tiempo, pues después de todo aún se está saliendo de un agujero bastante profundo. A modo de referencia, a finales de 1982 la tasa de desempleo tocó techo en un 10,8 por ciento, y cuatro años de fuerte crecimiento después la tasa bajó de nuevo en torno al 6 por ciento, y otro año más al 5 por ciento. Algo similar a esto debería ser el objetivo en este momento: digamos, una marcha de cinco años para volver a la tasa de 5 por ciento. «De cinco en cinco» sería un buen eslogan. Desgraciadamente, se ha empezado a un ritmo muy lento.

*El preludeo de un crac*

Teniendo en cuenta lo que ocurrió después, vale la pena señalar que, al contrario de lo que sugiere el mito, el incremento en el crecimiento, que comenzó a perder fuerza en 2005, *no* fue alimentado principalmente por la construcción de una mayor cantidad de viviendas. De hecho, la inversión empresarial creció prácticamente a la misma tasa que la inversión inmobiliaria. En términos de porcentaje sobre el PIB total, la construcción inmobiliaria pasó del 4,5 por ciento en 2000 a superar ligeramente el 6 por ciento en 2005. Ese incremento de 1,5 puntos porcentuales, repartido en los cinco años, supone tan sólo un 0,3 por ciento anual de contribución a la tasa de crecimiento del PIB. Poca cosa.

Pero para el reducido sector inmobiliario sí que fue algo muy importante. Los constructores estadounidenses iniciaron la construcción de 1,6 millones de nuevos hogares en 2000, y de 2,1 millones en 2005, lo que supone medio millón de viviendas más cada año, que, en retrospectiva, eran demasiadas. Cuando el negocio inmobiliario tocó techo durante la segunda mitad de 2005, muy poca gente se alarmó ante semejante desarrollo. Después de todo, el PIB seguía ascendiendo moderadamente: el crecimiento estuvo en torno a un 2,4 por ciento durante dicha segunda mitad de 2005 y la totalidad de 2006 y 2007. Ciertamente que la burbuja de precios inmobiliarios había estallado y que el sector se había ido a pique, pero tal vez eso no era más que la vuelta a la normalidad.

Justo antes del comienzo de la Gran Recesión la economía parecía estar en una forma bastante aceptable: la tasa de paro estaba por debajo del 5 por ciento, y se había mantenido así durante unos dos años; y el PIB crecía más o menos al ritmo que se esperaba. Fuera del sector inmobiliario, los océanos no parecían particularmente tormentosos. Sin embargo, había indicios de problemas: los precios de la vivienda estaban cayendo, la industria inmobiliaria agonizaba, y el crecimiento del empleo fue exiguo durante la segunda mitad de 2007. Por añadidura, los negocios y hogares estadounidenses se habían cargado de deudas; si la economía se viniera abajo, sería difícil saldarlas.

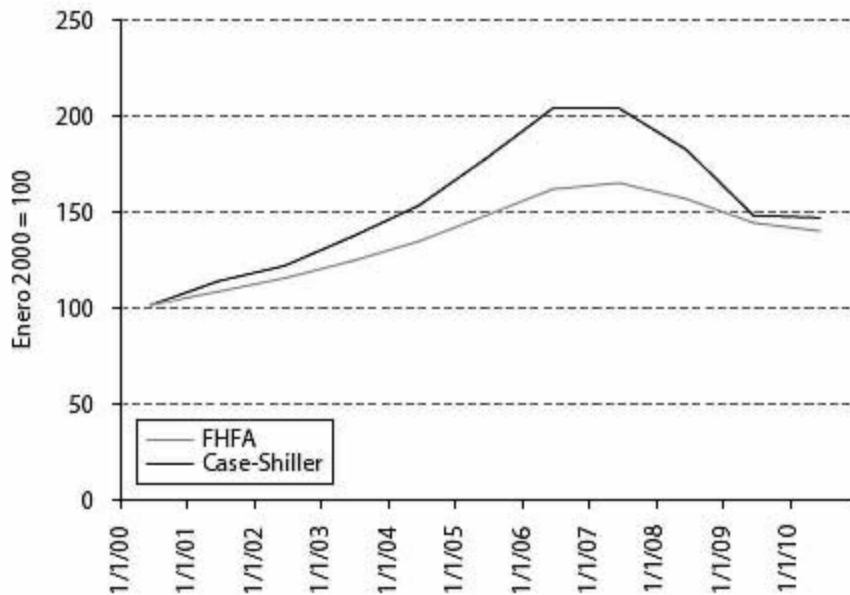
Y entonces llegó el desplome.

Como todo el mundo sabe, el colapso del sector inmobiliario fue lo que abrió el camino hacia la crisis. La construcción residencial, que habitualmente ha rondado el 4 por ciento del PIB, subió como la espuma hasta alcanzar un máximo del 6,3 por ciento del PIB durante el último trimestre de 2005, y entonces empezó a caer. Según el mito, la historia fue muy simple: la burbuja de los precios de las viviendas estalló, y en consecuencia la construcción de nuevos hogares se desplomó poco después. Pero en realidad no fue esto lo que ocurrió, pues de hecho el gasto en construcción residencial empezó a disminuir mucho *antes* de que los precios de las viviendas tocaran techo.

Puede resultar sorprendente, pero es cierto. Por un lado, los datos sobre el sector inmobiliario muestran claramente que el pico más alto de construcción se alcanzó en 2005. Sin embargo, la evolución de los precios de esas viviendas no está tan clara, pues tocaron techo *o bien* en 2006 *o bien* en 2007, según el tipo de medida que se use. En el gráfico 1.4 puede verse la evolución comparada de dos importantes índices asociados al precio medio por vivienda a nivel nacional. La línea de arriba corresponde a un célebre índice concebido por Charles, *Chip*, Case, de Wellesley, y Robert Shiller, de Yale, y actualmente empleado por Standard & Poors en sus actividades. La línea de abajo corresponde a un índice utilizado por el gobierno, específicamente, por la Agencia Federal de Financiación de la Vivienda (FHFA),<sup>6</sup> que se encarga de regular la actividad de Fannie Mae y Freddie Mac.<sup>7</sup> Puede verse que reflejan evoluciones bastante diferentes.



GRÁFICO 1.4 **Elija usted (dos índices del precio medio nacional por vivienda, 2000-2010)**



De acuerdo con el índice Case-Schiller, los precios alcanzaron su máximo en mayo de 2006; sin embargo, el índice de la FHFA fecha ese máximo un año después. Es una diferencia muy considerable.<sup>8</sup> Pero en cualquier caso, la burbuja de los precios inmobiliarios estalló mucho *después* de que la construcción de nuevas viviendas comenzase a declinar. Por tanto, la a menudo repetida historia de que la caída de los precios mató al sector inmobiliario sencillamente no es cierta.

Una explicación más simple es sencillamente que las viviendas en propiedad alcanzaron el inusualmente elevado porcentaje del 69 por ciento sobre el total de viviendas existentes en todo Estados Unidos durante 2004 y 2005, comparado con el 64 por ciento existente tan sólo una década antes. Del mismo modo que no a todo el mundo le gusta el helado de vainilla, no todos los estadounidenses desean (o tienen por qué) tener una casa en propiedad. Para algunas personas el alquiler es la mejor opción, especialmente cuando los precios de compra se disparan con respecto a los de alquiler. Pero por alguna razón, los datos muestran un notable descenso del gasto en la compra de vivienda nueva que se prolongó asombrosamente

durante tres años y medio, y que acabó cayendo finalmente hasta menos de la mitad de su valor más alto. El sector inmobiliario no experimentó una simple recesión: fue una depresión en toda regla.

Sin embargo, el colapso del sector inmobiliario por sí solo nunca hubiera podido causar una recesión tan grande como la que se ha experimentado, pues no cuadran ni las magnitudes ni la línea temporal. El sector inmobiliario supone habitualmente en torno al 4 por ciento de la economía de Estados Unidos, por lo que el derrumbe de la construcción, por muy impresionante que resultase, no fue ni de lejos algo lo suficientemente grande como para causar una recesión seria. Además, la economía de Estados Unidos no entró en recesión hasta el último mes de 2007, según las fechas oficiales, y en breve argumentaré que ésta no comenzó realmente en serio hasta septiembre de 2008. Por tanto, pasaron dos o tres *años* desde el comienzo del declive del mercado inmobiliario y la contracción seria de la economía en su conjunto. Durante 2006 y 2007, el PIB real *creció* a una tasa anual de aproximadamente un 2,3 por ciento, y el desempleo apenas se movió, pese a la implosión del sector de la construcción. Los macroeconomistas llaman a esto crecimiento estable esperado; otros lo llaman aburrimiento. En cualquier caso no era una recesión.

Pero las cosas se deterioraron durante el invierno de 2007-2008. Las nóminas empezaron a caer en febrero de 2008, dando comienzo a lo que finalmente sería la horrorosa racha de veinticinco meses seguidos de pérdidas de puestos de trabajo que antes mencioné. La tasa de desempleo empezó a elevarse en noviembre de 2007, y continuó en un largo ascenso que la llevaría a alcanzar la mareante marca del 10 por ciento en octubre de 2009. El PIB, sin embargo, cuenta una historia diferente: tan sólo descendió ligeramente, en neto, durante el último cuarto de 2007 y la primera mitad de 2008. La economía de Estados Unidos se tambaleaba, pero aún no había hincado la rodilla.

*¿Alguien ha apuntado la matrícula de ese camión?*

Cuando una economía avanza vacilante, con una tasa de empleo entrando en descenso, el consumo debilitándose y un sistema financiero bamboleándose por un angustioso año de subidas y bajadas, dicha economía está mal pertrechada para soportar un revés. Y precisamente el 15 de septiembre de 2008 llegó uno descomunal, cuando Lehman Brothers se declaró en quiebra: de inmediato, la economía estadounidense besó la lona. Observe el gráfico 1.5. La bancarrota de Lehman llegó al final del tercer trimestre de 2008. Hasta ese trimestre el PIB real había estado cayendo a una tasa anual del 3,7 por ciento; pero en el cuarto trimestre se desplomó hasta un espantoso 8,9 por ciento, y aunque de forma algo más moderada, siguió bajando hasta el 5,3 por ciento durante el primer trimestre de 2009. El gráfico da una inequívoca impresión visual de algo que se desliza a toda velocidad pendiente abajo, justo tras el choque con el famoso camión.

**GRÁFICO 1.5 Besando la lona I (crecimiento del PIB real, en porcentaje)**

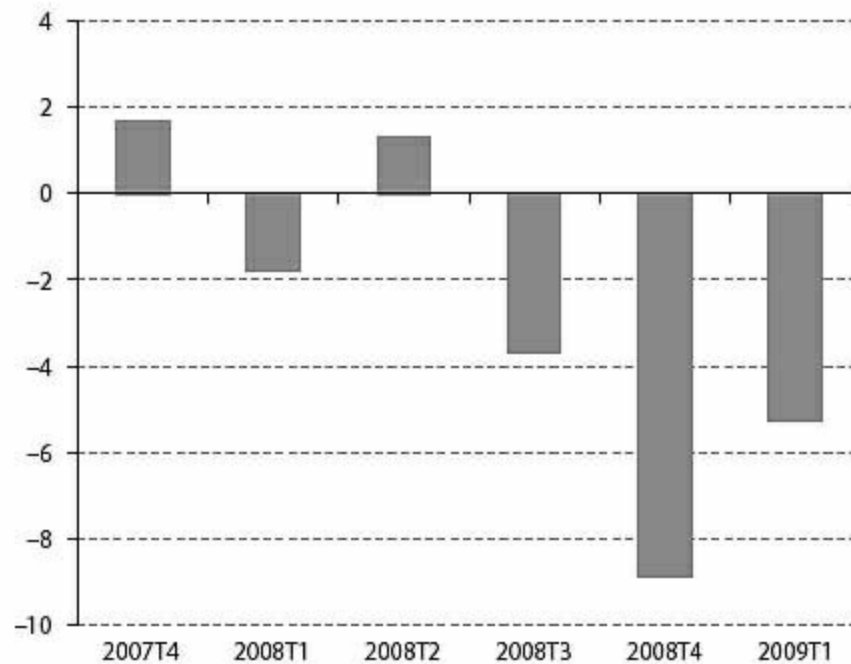
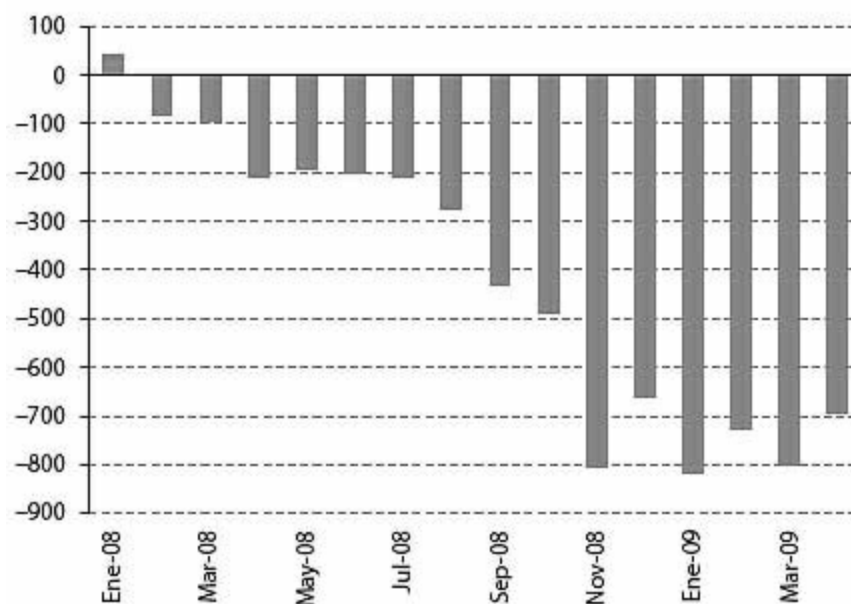


GRÁFICO 1.6 **Besando la lona II (evolución del empleo con nómina, en miles)**



La pérdida de puestos de trabajo, que durante los primeros ocho meses de 2008 tuvo un promedio de «sólo» 152.000 empleos por mes, saltó hasta los 596.000 por mes durante los últimos cuatro, y seguidamente hasta los 780.000 mensuales durante el primer trimestre de 2009. El gráfico 1.6, que ilustra estas cifras, realmente infunde terror, y así se sentía la gente en su momento.

A medida que el empleo se contraía, la tasa de paro, que en septiembre de 2008 no superaba el 6,2 por ciento, se disparó. Fueron tiempos realmente malos para los trabajadores estadounidenses, y decir que todo se derrumbó tras el día de la quiebra de Lehman es sólo una ligera exageración. Por ello, pese a lo que digan los árbitros oficiales de la Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER), ésa es la fecha exacta del comienzo de la recesión: 15 de septiembre de 2008. Fue uno de los pocos casos en la historia en los que sabemos exactamente lo que ocurrió: Lehman Brothers quebró, provocando con ello una virulenta crisis financiera.

Si hubiésemos podido observar la evolución de todos estos datos en tiempo real, habría dado la impresión de que la economía de Estados Unidos estaba cayendo por un abismo —una Gran Depresión II, por decirlo así—

desde el «Día de Lehman» hasta febrero o marzo de 2009, cuando el colapso tocó fondo. Los gráficos 1.7 y 1.8 prolongan en el tiempo, más allá del primer trimestre de 2009, los terribles datos observados en los gráficos 1.5 y 1.6, respectivamente, lo que permite hacerse una idea de lo que ocurrió después. En ellos puede verse lo que no era sino una verdad literal, pese a que muchas personas fueron ridiculizadas por afirmarlo en su momento: que hubo un punto de inflexión a partir del cual las cosas empezaron a empeorar a un ritmo más lento. El PIB cesó de caer y el empleo, aunque continuaba descendiendo, lo hacía a una tasa menor. ¡Eso era un progreso!

**GRÁFICO 1.7 Crecimiento del PIB tras la recesión (en porcentaje)**

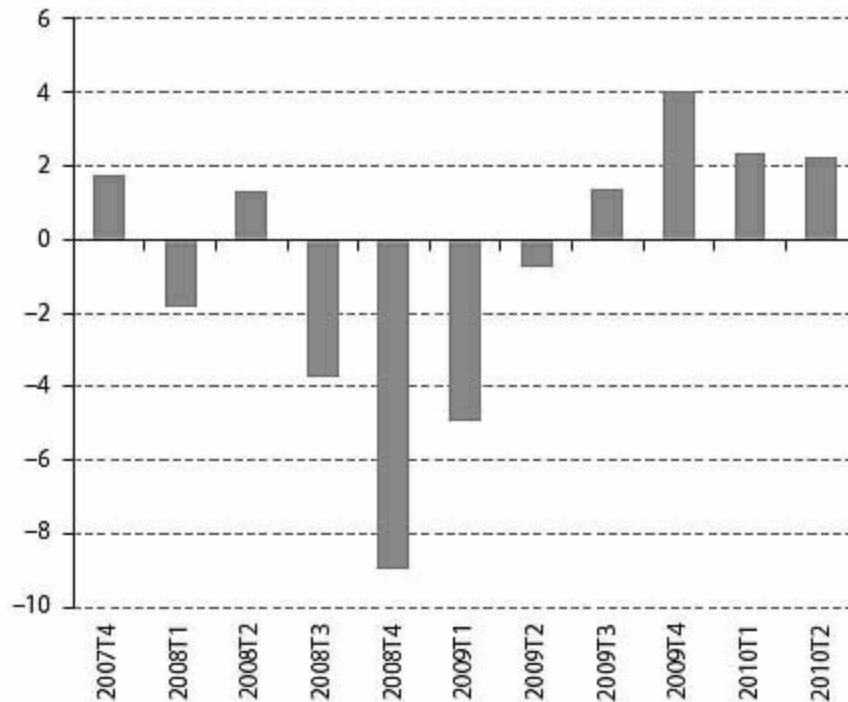
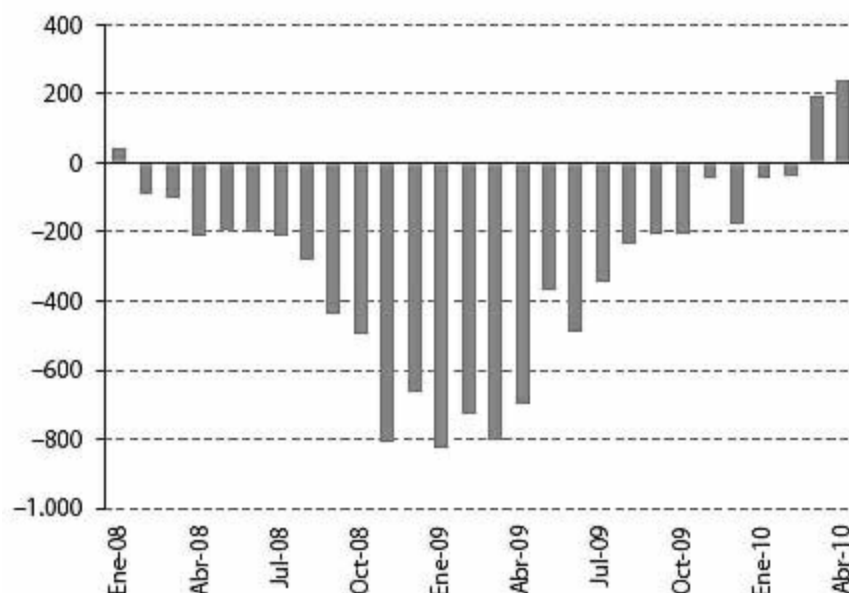


GRÁFICO 1.8 Empleos con nómina tras la recesión  
(evolución mensual, en miles)



La impresión que dejan estos dos gráficos, al igual que muchos otros que podría incluir, es que se refuerza la idea de que los momentos más oscuros tuvieron lugar en febrero y marzo de 2009 (*¡Bienvenido a Washington, presidente Obama!*). Una vez pasados esos meses, la economía estadounidense entró en la fase de «empeorar a menor velocidad», y comenzaron a aparecer algunos rayos de luz al final del túnel. A comienzos del tercer trimestre de 2009, para el caso del PIB, y en marzo de 2010, para el del empleo, comenzó en serio la remontada. El problema era que cuando una economía cae en un abismo tan profundo, salir de él lleva mucho tiempo, y poco antes de que este libro fuese enviado a la imprenta, el ritmo de remontada aún era demasiado lento.

### *¿La peor situación desde la Gran Depresión?*

¿Fueron realmente los años 2008 y 2009 el peor momento macroeconómico de Estados Unidos desde la Gran Depresión, tal y como se afirma con frecuencia? Bueno, depende de a lo que uno se refiera con «desde la Gran Depresión». La *Gran Contracción* comenzó en agosto de 1929 y terminó en

marzo de 1933, por lo que fue enormemente más larga e incomparablemente más profunda de la que hemos sufrido recientemente; y demos gracias al cielo por ello.

Pero lo que a menudo se olvida es que una vez que la economía tocó fondo en marzo de 1933, la salida de este agujero superprofundo fue muy rápida. Intente adivinar cuál fue la tasa de crecimiento anual del PIB real desde 1933 hasta 1937, y probablemente se haya quedado corto: la asombrosa respuesta es una tasa del 9,5 por ciento, lo que hoy en día recuerda mucho a China. Aunque, por supuesto, es preciso matizar que este gran auge surgió de una base escandalosamente baja, y que la miseria perduró durante todo el proceso.

La fuerte expansión de mediados de los años treinta se detuvo abruptamente en mayo de 1937 —debido a los errores de los diseñadores de las políticas económicas, por cierto—, y comenzó la «recesión dentro de la Depresión». Aunque esta recesión de 1937-1938 fue insignificante comparada con la Gran Contracción de 1929-1933, fue bastante violenta según los estándares modernos. Por tanto, ser considerada como la peor recesión desde 1937-1938, como le ocurre a la de 2007-2009, es cualquier cosa menos un honor.

¿Qué provocó que la imparable fuerza económica de Estados Unidos entrase en una caída en barrena? La respuesta corta es: la crisis financiera. Ya es hora de comprender cómo sucedió exactamente. ¿Qué hizo que la música se detuviera?

## Parte II

---

# **Las finanzas enloquecen**



## **En el principio...**

Esta crisis financiera era evitable.

Informe de la Comisión de Investigación de la Crisis Financiera

Un geólogo, un químico y un banquero especialista en inversiones discuten sobre cuál de sus profesiones es la más antigua. El geólogo señala que su ciencia es tan antigua como la propia Tierra. El químico replica, burlón: «Mucho antes de que se formase la Tierra, existían masas de gases en suspensión y elementos químicos; antes que eso sólo existía el caos». El banquero de inversiones sonrío arteramente, agitando levemente su Martini, y comenta: «¿Y quién creéis que creó todo ese caos?».

A nivel emocional, resultaría muy satisfactorio echar toda la culpa del desmoronamiento del sistema financiero a un único culpable, como a los codiciosos banqueros, que sin duda merecen su parte. Pero lo cierto es que sólo es una parte, y aunque es natural sentir el deseo de buscar explicaciones simples, los acontecimientos complicados son eso, complicados. Es difícil imaginar cómo algo de tanto alcance y tan complejo como una crisis financiera podría originarse por una sola causa o tener un único villano.

Y no ocurrió así. Aun siendo perfectamente consciente de que toda lista más o menos reducida estará necesariamente incompleta, este capítulo y el siguiente se centrarán en las siete principales debilidades que ya estaban presentes en el sistema aquel fatídico verano de 2007 y que contribuyeron en

gran medida al subsiguiente desastre financiero. Éstos son los malos principales de la película (los malos secundarios aparecerán en otros capítulos). Los siete malévolos son:

1. Los inflados precios de los activos, principalmente los de las viviendas (la burbuja inmobiliaria), pero también los de algunos títulos financieros (la burbuja de los bonos).
2. El excesivo apalancamiento (por gran endeudamiento) en la totalidad del sistema financiero y en la economía.
3. La laxa regulación financiera, tanto en términos de lo que la legislación no regulaba como de lo mal que cumplían sus funciones las normas reguladoras existentes.
4. Las vergonzosas prácticas bancarias en préstamos hipotecarios, *subprime* o de otro tipo.
5. La enorme mezcla de títulos y derivados no regulados surgida a partir de estas hipotecas contaminadas.
6. El pésimo comportamiento de las agencias de calificación estadística, que ayudaron a crear dicha mezcla.
7. Los perversos sistemas de retribución existentes en muchas instituciones financieras, que originaron poderosos estímulos para jugárselo todo.

Este libro intenta *explicar* cómo estos factores conspiraron para crear la crisis financiera, de forma que los ciudadanos estadounidenses puedan comprender lo que les ocurrió, por qué el gobierno actuó como actuó, y si las políticas aplicadas eran las adecuadas. Con ese objetivo, este capítulo y el siguiente se enfrentan por turno a cada uno de los siete villanos, y en cada caso se ilustra la forma en que cada uno provocaba una vulnerabilidad que *podía y debía* haberse evitado. Sí, tal y como concluyó la Comisión de Investigación de la Crisis Financiera (FCIC) —creada por el Congreso para «examinar las causas de la actual crisis financiera y económica existente en Estados Unidos»—, este desastre no tendría por qué haber ocurrido.

## **Villano 1: Doble burbuja, sufrimiento y angustia<sup>9</sup>**

Durante la última década se crearon y estallaron dos burbujas, que se combinaron para propinar un devastador uno-dos pugilístico, primero al sistema financiero y seguidamente a la economía. El primer golpe fue la tristemente célebre burbuja inmobiliaria, sobre la que tanto se ha escrito; y el segundo, al que llamaré «burbuja de los bonos», es casi un desconocido comparado con el otro. Comenzaré con la más famosa de las dos, porque no hay duda de que el desplome de los precios de la vivienda a partir de 2006 fue una de las principales causas de la crisis y de la recesión que la siguió. Pero antes abordemos una lógica pregunta previa: ¿Qué demonios es una burbuja?

## *¿Qué es una burbuja?*

Una burbuja es una desviación *grande y duradera* de algún activo —como acciones, bonos o viviendas— con respecto a su valor *fundamental*. Lo habitual es que sea una desviación al alza; es raro que se hable de una «burbuja negativa». Teniendo presente la clásica definición de pornografía de Potter Stewart, miembro del Tribunal Supremo de Estados Unidos, «sé reconocer algo cuando lo veo», detengámonos en cada uno de los tres adjetivos en cursiva, empezando por *fundamental*.

La idea parece muy simple, pero en la práctica no lo es. En teoría, el precio correcto de un activo depende de ciertos elementos básicos, esto es, aquellos elementos que determinan el valor inherente de dicho activo a ojos de un comprador real o potencial. Así pues, por ejemplo, en introducción a las finanzas se enseña que el valor fundamental de un título financiero es el valor, *en términos de dinero actual*, de los dividendos y ganancias de capital que su dueño espera obtener *en el futuro*. La razón es bastante obvia: aunque puedan existir algunas aisladas excepciones —como la compra, por ejemplo, de acciones del exitoso equipo de fútbol americano Green Bay Packers, que puede tener cierto valor emocional—, la gran mayoría de los compradores valora las acciones de una compañía *exclusivamente* por el dinero que espera

ganar con esas acciones. Dado que el valor sentimental es cero, los determinantes fundamentales de los títulos financieros son los dividendos, las tasas esperadas de incremento de valor y los tipos de interés. Y punto.

¿Por qué los tipos de interés? Porque el valor de los dividendos y las ganancias de capital recibidas en el futuro es *menor* en el momento de la compra si los tipos de interés son altos, y *mayor* cuando los tipos de interés son bajos. Esto es debido al valor temporal del dinero: 1 dólar obtenido más tarde en el tiempo vale menos que 1 dólar obtenido más pronto porque cuanto antes tengas el dinero en tus manos antes podrás invertirlo y empezar a obtener beneficios con él. Cuando los tipos de interés caen, esa diferencia se reduce, puesto que el valor temporal del dinero se hace menos importante; y lo contrario ocurre cuando los tipos de interés suben.

En el sector inmobiliario puede aplicarse un sistema de valoración similar, si se ignora el apego emocional y se piensa en la compra de una vivienda exclusivamente como una inversión. En este caso, los «dividendos» recibidos son los pagos mensuales de alquiler que se *ahorran* al tener una casa en propiedad en lugar de alquilada. Puesto que las viviendas duran décadas, la mayor parte de este ahorro de alquileres empieza a llegar en el futuro lejano. Por tanto, un menor tipo de interés implica un mayor valor fundamental de las viviendas, al igual que sucede en el caso de acciones o bonos, y básicamente por la misma razón: el valor temporal del dinero.

Por supuesto, el cálculo del valor fundamental de una vivienda no es tan sencillo y directo como esto. Una razón son las enormes idiosincrasias de cada vivienda, que dificultan el establecimiento exacto de la renta que se «ahorra» (*Conteste rápidamente ¿por cuánto calcula que alquilaría su casa?*). Y además, quizá en mayor medida que en el caso de las acciones de los Green Bay Packers, la propiedad de una vivienda puede venir acompañada de genuinos beneficios no monetarios. Una casa, después de todo, es algo muy personal: se vive en ella. Es muy posible que para el propietario sea más valiosa que la renta mensual ahorrada.

La siguiente palabra en cursiva es *grande*. Ya se ha comentado que una de las cosas que sabemos a ciencia cierta sobre los mercados especulativos es que los precios suben y bajan, y que los pequeños movimientos de los precios de los activos que forman parte del habitual ruido de fondo del mercado no

merecen la etiqueta de «burbuja». Pero ¿dónde termina lo *pequeño* y empieza lo *grande*? En eso precisamente recae la segunda dificultad a la hora de reconocer y medir en tiempo real el tamaño de una burbuja: a veces se da demasiado pronto la voz de alarma sobre una supuesta burbuja, y otras veces no se reconoce la existencia de una hasta que es demasiado tarde.

Supongamos que un observador externo calcula que el valor fundamental de una vivienda concreta es de 300.000 dólares. Si la vende por 330.000 dólares, ¿es eso una burbuja? Probablemente no, ya que una desviación de un 10 por ciento no es una cantidad suficientemente grande, si se la compara con las incertidumbres inherentes a la estimación del valor fundamental de una vivienda, como para considerarla una valoración «burbujeante». Tal vez el comprador simplemente se enamoró de la casa. Pero ¿qué diríamos de una desviación del 20 por ciento? ¿O del 30 por ciento? ¿Dónde trazamos la línea? Como en el caso de Potter Stewart y la pornografía, la existencia de una burbuja puede depender del cristal con que se mire.

Por último, hay que considerar el término *duradera*. Algunos precios de activos —generalmente no los de la vivienda— varían bastante incluso en el mismo día. Si el precio de algún título financiero se dispara un 50 por ciento durante una semana debido a un rumor infundado, y luego vuelve a caer a niveles normales, en general no se considera una burbuja porque el evento fue demasiado breve. «Duradera» se refiere a que el precio permanece inflado el tiempo suficiente como para que fácilmente se confunda con un mayor valor fundamental.

Pese a que, lo admito, no es excesivamente sólida, ésta es por tanto mi definición de burbuja: una desviación *grande* y *duradera* del precio de un activo respecto de su valor *fundamental*. Y, al igual que el magistrado Stewart, se debe reconocer una nada más verla.

Sin embargo, inevitablemente, no todo el mundo ve las cosas de la misma forma, y además las burbujas no surgen de manera espontánea, pues en la mayoría de los casos los elementos fundamentales sólo se van haciendo evidentes a medida que la burbuja se infla; por ejemplo, en el caso del mercado inmobiliario, la población podría estar creciendo o los tipos de interés cayendo. Normalmente, las burbujas surgen por una exageración o por

una injustificada extrapolación de tendencias genuinamente favorables. El resultado de esto es que la gente razonable puede discrepar, y de hecho lo hace, sobre qué porcentaje del incremento del precio de cualquier activo constituye una burbuja, por un lado, y qué porcentaje refleja mejores elementos fundamentales, por otro. Durante una burbuja, a menudo se oyen historias sobre cómo una gran nueva era vuelve obsoletos los estándares previos de valoración. ¿Recuerda cómo internet iba a crear toda una Nueva Economía con normas diferentes, que haría de las visitas a una página web algo más importante que los beneficios? No lo hizo.

### *La burbuja inmobiliaria*

Dicho lo dicho, no cabe duda de que Estados Unidos experimentó una gigantesca burbuja inmobiliaria que creció y acabó estallando aproximadamente entre los años 2000 y 2009, con desastrosas consecuencias. Examinemos algunas de las pruebas de ello, empezando por el notable gráfico 2.1, obra de Robert Shiller, tal vez el cronista estadounidense más perspicaz sobre los acontecimientos de la burbuja inmobiliaria.

GRÁFICO 2.1 Precios inmobiliarios reales:  
una panorámica (índice, 1890 = 100)



Fuente: Robert Shiller y cálculos del autor.

En este gráfico es preciso llamar la atención sobre dos aspectos. Primero: los datos se remontan a 1890, ¡más de ciento veinte años! Un período suficientemente largo como para proporcionarnos una perspectiva histórica. Segundo: el gráfico se basa en precios inmobiliarios *reales*, esto es, precios ajustados con el Índice de Precios al Consumo (IPC). Dicho más claramente, lo que aquí vemos es la evolución de los precios de las viviendas *en relación con los precios de otros productos* adquiridos por los consumidores. Ésta es la razón por la que, por ejemplo, no se aprecia un descenso de precios durante la Gran Depresión; aunque los precios inmobiliarios cayeron bastante, también lo hizo el resto de los precios. Aquellos tramos temporales en los que el gráfico permanece relativamente estable —como durante el medio siglo desde finales de los años cuarenta hasta finales de la década de los noventa— indican períodos en los que los precios inmobiliarios se movieron más o menos a la par con otros precios.

Ahora compare el valor del índice en 1890 con el de la década de 1990; notará que ambos son bastante parecidos. Más específicamente, el índice, elaborado considerando 100 el valor de 1890, se mantuvo en torno a 110 entre 1995 y 1997. Esta comparación histórica revela un hecho sorprendente

—y prácticamente desconocido—: ¡Los precios inmobiliarios *relativos* de Estados Unidos apenas han cambiado en más de un siglo! O para ser más precisos, el promedio del incremento anual *relativo* de estos precios desde 1890 hasta 1997 fue de tan sólo un 0,0009 por ciento. Nadie se hace rico con una rentabilidad tan insignificante.

Pero entonces las cosas cambiaron de forma dramática: a partir del año 2000, el gráfico da la impresión de ser un cohete despegando. Según el índice Case-Shiller, los precios inmobiliarios se incrementaron un asombroso 85 por ciento entre 1997 y 2006, para posteriormente estrellarse contra el suelo entre 2006 y 2012. Estados Unidos nunca había sido testigo de algo semejante. ¿Constituyó este período de enorme ascenso y descenso una burbuja? Pienso que el magistrado Stewart hubiese dicho que sí. Sin duda se trató de una desviación del valor fundamental grande y duradera, y en este caso también muy aguda.

Estos juicios, sin embargo, resultan muy fáciles de emitir una vez en posesión de la increíble claridad de ideas que proporciona la sabiduría que da la experiencia. La cuestión más importante, así como más difícil de dilucidar, es si la burbuja debería haber sido reconocida por los que en su momento la estaban viviendo y, en caso afirmativo, cuándo. Hay que darse cuenta de que durante los más de cien años transcurridos antes de la gran burbuja inmobiliaria, el índice de Shiller se elevó hasta 124 en 1894 y hasta 128 en 1989, y descendió hasta 66 en 1921 y hasta 69 en 1942, por lo que aunque los datos no muestren una *tendencia a largo plazo*, durante más de un siglo, sí se ha producido una serie de marcadas subidas y bajadas. Por ejemplo, los precios inmobiliarios reales aumentaron casi un 60 por ciento entre 1942 y 1947, y más recientemente subieron más de un 20 por ciento entre 1984 y 1989.

Ahora, imagínese que se encuentra de nuevo en el año 2002: los precios reales de las viviendas han subido casi un 30 por ciento durante los últimos cinco años. ¿Se encuentra usted en una burbuja? Es posible, pero tan sólo unos pocos observadores contemporáneos lo pensaron. Paul Krugman comenzó a mencionar la posibilidad de una burbuja inmobiliaria en sus columnas de *The New York Times* en 2001. La revista *The Economist*, que suele ver burbujas en todas partes, señalaba indicios en 2002. La primera

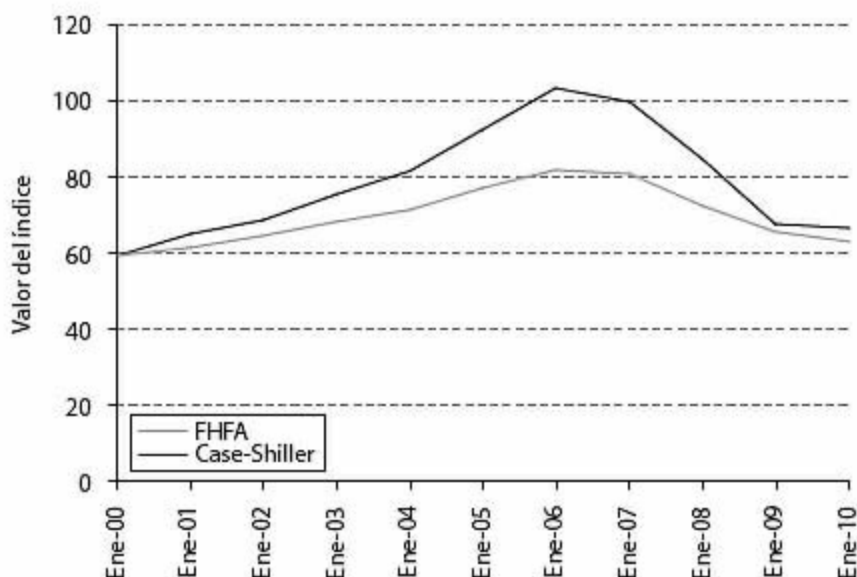


alerta clara que he podido encontrar procede del economista Dean Baker, que en un trabajo de 2002 concluía que «la única explicación plausible del repentino aumento en los precios de las viviendas es la existencia de una burbuja inmobiliaria». En 2003 revistas como *Barron's*, *Money* o la mencionada *The Economist* comenzaron a incluir artículos sobre la posible burbuja, pero ni siquiera Shiller estaba aún convencido. En 2004 los reportajes mediáticos sobre el posible estallido de la burbuja inmobiliaria eran ya bastante frecuentes, y fue entonces cuando Nouriel Roubini, el ahora famoso pesimista en materia económica, empezó a advertir de que pronto llegarían serios problemas.

No es difícil comprender la razón por la que la mayoría de nosotros — incluido yo mismo— no advertimos las primeras fases de la burbuja de precios inmobiliarios. Por un lado, Estados Unidos ya había visto otros incrementos de precios similares a lo largo de su historia. Por otro, los tipos de interés hipotecarios habían caído, lo que podría estimular al alza los precios de las viviendas debido a razones perfectamente convencionales relacionadas con el *valor fundamental*. Y además, los juicios se vieron aún más enturbiados por un detalle que mencioné en el capítulo anterior: el índice Case-Shiller mostrado en el gráfico 2.1 no es el único indicador de los precios inmobiliarios, e incluso es posible que ni siquiera sea el mejor. Como vimos en el capítulo 1, el índice de precios del gobierno subió considerablemente menos que el de Case-Shiller.

Centrándonos en un período más breve, la década de 2000-2010, el gráfico 2.2 ilustra la evolución de ambos índices, en esta ocasión ajustados al IPC. Puede verse nuevamente que el incremento de precios entre 2000 y 2006 fue *mucho menor* cuando se mide mediante el índice oficial de la FHFA que cuando se mide mediante el índice Case-Shiller. La diferencia no es despreciable: el Case-Shiller afirma que los precios reales subieron aproximadamente un 72 por ciento entre enero de 2000 y enero de 2006, mientras que la FHFA fija el incremento en sólo un 34 por ciento.

**GRÁFICO 2.2 Historia de dos índices (dos mediciones de los precios inmobiliarios reales)**



Fuente: Standard & Poor's y FHFA (ajustados por el autor).

Está claro que los estadounidenses no podían estudiar ninguno de estos dos índices en tiempo real. Sin embargo, sí podían observar el comportamiento real de los precios de las viviendas en sus propios vecindarios, por lo que lo importante es dilucidar cuál de los índices ofrecía una representación más *precisa* de la realidad durante el período de la burbuja. Por desgracia, incluso los expertos discrepan en esto.

El gráfico 2.2 muestra otro punto importante: cuando los precios inmobiliarios reales empezaron a estabilizarse en mayo de 2009, habían caído hasta niveles de 2001, no de 1997 (aunque más adelante cayeron más). Por tanto, aun con la magnífica sabiduría de la perspectiva, ¿no resulta obvio que los precios experimentaban una burbuja en 2002 o 2003? ¿Tan difícil resultaba entonces detectarla en el momento?

Tan tarde como en octubre de 2005, un observador de la agudeza de Ben Bernanke, por entonces presidente del consejo asesor en temas económicos del presidente Bush, declaró que a pesar de que «los precios de la vivienda se han incrementado en casi un 25 por ciento durante los últimos dos años [...], este incremento es fruto principalmente de fuertes elementos fundamentales a nivel económico». Aunque Bernanke se equivocaba —los precios en el área

de Capitol Hill, en Washington, D.C., donde Bernanke se había comprado una casa en mayo de 2004, tocaron techo más o menos en ese momento—, no era el único con esta opinión; un escéptico artículo publicado por *The Wall Street Journal* en julio de 2005 llevaba por título «¿Qué burbuja inmobiliaria?», e incluso en 2008 dos expertos en el sector inmobiliario publicaron un libro titulado *Houseonomics: Why Owning a Home Is Still a Great Investment* («Economía inmobiliaria. Por qué una vivienda en propiedad sigue siendo una gran inversión»). En el índice de este libro no figura el término «burbuja».

De modo que sí, durante la primera década del siglo XXI Estados Unidos experimentó una burbuja de los precios inmobiliarios y un descalabro de proporciones históricas; pero mientras se vivía, no resultó tan obvio que se trataba de una burbuja hasta pasado el año 2003, o tal vez incluso 2005. No obstante, hacia 2006-2007 ya resultaba bastante claro que la burbuja inmobiliaria se había convertido en algo enorme y peligroso.

Las grandes burbujas dejan su huella en el conjunto de la economía, no sólo en los mercados financieros. La decimonónica burbuja del ferrocarril nos dejó con infinidad de tramos de vías abandonadas; la de internet de finales de los años noventa, con miles de kilómetros de fibra óptica sin usar, y la inmobiliaria, con una sobreabundancia de viviendas, muchas de las cuales siguen actualmente vacantes y aún muchas más «sumergidas», es decir, con un valor inferior al de sus hipotecas.

El gráfico 2.3 presenta el indicador más utilizado a la hora de evaluar la actividad de construcción inmobiliaria: la iniciación de nuevas viviendas. En dicho gráfico puede verse de forma bastante dramática que la construcción inmobiliaria es una industria de auge y desplome, y que a partir de 2006 tuvo lugar un desplome particularmente acusado. La construcción de nuevas viviendas creció imparable, pasando de un mínimo, inducido por la recesión previa, de unas 800.000 unidades al año en enero de 1991, a un impresionante pico de 2,3 millones de unidades al año en enero de 2006; y después se despeñó por un acantilado, cayendo hasta algo menos de 500.000 unidades por año en abril de 2009, lo que supuso la cifra más baja en la historia de una serie de datos que se remonta a enero de 1959. Fue algo muy parecido a un viaje en montaña rusa.

GRÁFICO 2.3 **Historia del infortunio: la actividad inmobiliaria (construcción de nuevas viviendas, en miles)**



Los datos, por tanto, pintan dos retratos vigorosos y bien consistentes — uno de los precios, el otro de la actividad inmobiliaria— de una gigantesca burbuja inmobiliaria que se hinchó gradualmente e implosionó con gran ferocidad. Esperar que mucha gente reconociese la existencia de la burbuja y sus inherentes peligros en, digamos 2002-2003, hubiese sido pedir demasiado; pero en 2006-2007 la burbuja debería haber sido algo obvio. Aparentemente, no fue así.

Este rápido examen de los datos nos suscita una acuciante pregunta: *¿Por qué?* ¿Por qué sucedió? ¿Cuáles fueron las causas principales del ascenso y la caída del sector inmobiliario? Permítame ofrecerle algunos posibles culpables.

El primero, y en mi opinión el más importante, puede resumirse en la famosa frase de la tira cómica *Pogo*: «Hemos conocido al enemigo, y somos nosotros».<sup>10</sup> Siendo francos, los estadounidenses nos volvimos algo locos con el tema de las viviendas, aunque no fuimos los únicos: en Reino Unido, Irlanda, España, Australia y Sudáfrica, entre otros países, también se crearon importantes burbujas inmobiliarias. La creencia de que los precios de las viviendas crecerían inevitablemente año tras año se extendió como una epidemia y pasó a formar parte de la sabiduría popular. Supuestamente *no*

*podías perder* con una inversión en vivienda, puesto que incrementarían su valor alrededor de un 10 por ciento anual *para siempre*; la evolución histórica mostrada en el gráfico 2.1 era un detalle carente de importancia. Por culpa de tal creencia, demasiados estadounidenses contrajeron demasiada deuda para comprar viviendas que no podían permitirse, y posteriormente las refinanciaron varias veces para embolsarse las ganancias de capital. Los medios de comunicación, por su parte, alimentaron a la bestia publicitando las buenas noticias inmobiliarias.

He aquí dos ejemplos concretos del año 2005 en California, uno de los epicentros de la burbuja. Por un lado, una encuesta sobre compradores de vivienda en San Francisco llevada a cabo por Case y Shiller descubrió que el incremento medio esperado del precio inmobiliario durante la siguiente *década* era del *14 por ciento anual*, y un tercio de la muestra esperaba un crecimiento considerablemente mayor; y por otro, *The Economist* publicó otra encuesta sobre compradores en Los Ángeles, los cuales esperaban ganancias del *22 por ciento anual* durante el mismo período de tiempo. Piénselo por un momento: si los precios inmobiliarios realmente crecieran un 14 por ciento cada año durante una década, el incremento acumulado sería de un increíble (y lo digo literalmente: *no es creíble*) 271 por ciento, lo que significa que una vivienda que en 2005 costase 500.000 dólares, en 2015 costaría 1.854.000 dólares; y con un 22 por ciento anual, la apreciación acumulada sería de un asombroso 630 por ciento, lo que incrementaría el valor del inmueble hasta unos ciertamente impactantes 3.652.000 dólares. Si realmente se creía tal cosa, tenía todo el sentido del mundo ignorar la amenaza de torpedos y avanzar a toda máquina. Después de todo, el sector inmobiliario era una *excelente* inversión; ¿en qué otro sector se podría obtener una rentabilidad del 22 por ciento al año?

Una cuestión realmente fascinante es de dónde surgió la creencia del crecimiento ilimitado de las viviendas cuando lo cierto es que, en promedio, los precios inmobiliarios no habían crecido a una tasa mayor que la inflación durante más de un siglo. Parte de la respuesta se encuentra seguramente en la injustificada extrapolación de recientes tendencias: los precios, después de todo, se habían disparado durante los años anteriores; ¿por qué no iban a seguir haciéndolo?

Otra parte se encuentra en el *apalancamiento*. Un simple ejemplo ilustrará la forma en la que puede distorsionar la visión. Supongamos que John y Jane Doe <sup>11</sup> se compran una casa por 200.000 dólares, pagando al contado 40.000 dólares y firmando una hipoteca por los 160.000 dólares restantes. Dado que han adquirido un activo de 200.000 dólares con un capital propio de 40.000 dólares, se considera que tal inversión inmobiliaria está *apalancada* 5 a 1 —el activo vale cinco veces más que el capital propio—. Con el fin de simplificar la aritmética, asumamos que la hipoteca de los Doe requiere inicialmente tan sólo el pago de los intereses, por lo que cinco años después siguen debiendo al banco la totalidad de los 160.000 dólares. Asumamos también —siguiendo la evidencia histórica— que el valor de la casa se incrementa únicamente el equivalente a la inflación general, lo que supone un total del 20 por ciento durante dichos cinco años. Al final de estos cinco años, la vivienda de los Doe valdrá un 20 por ciento más de lo que pagaron por ella, esto es, 240.000 dólares, y seguirán debiendo los 160.000 dólares de la hipoteca. Su *capital propio* sobre la casa habrá subido por tanto de 40.000 dólares a 80.000 dólares, *duplicando* su inversión original en sólo cinco años. Es poco probable que hubiesen podido lograr esto en el mercado bursátil, porque no habrían podido servirse de un apalancamiento de 5 a 1.

Incluso ajustado con la inflación, algo que John y Jane probablemente *no* contemplarían, el valor de la inversión inmobiliaria de la pareja se habría incrementado a una tasa del 10,8 por ciento anual en términos reales. Impresionante, pero hay que recordar que, en este ejemplo, el valor real de la vivienda una vez ajustado con la inflación no creció en absoluto; todo procede del apalancamiento. Muchos estadounidenses con viviendas en propiedad han tenido experiencias muy similares al hipotético caso de los Doe, y algunos lo han hecho en múltiples ocasiones. No es de extrañar que estén convencidos de que la compra de viviendas es un gran negocio.

Una situación como ésta es bastante plausible. ¿Pero se basó el auge de los precios inmobiliarios *enteramente* en tales ideas erróneas? Desde luego que no. En primer lugar, no todo era un mito. Tal y como ilustraba el ejemplo numérico, realmente se *podían* obtener unos importantes réditos reales a partir de la inversión en vivienda, incluso teniendo en cuenta únicamente los incrementos históricos medios de los precios.

En segundo lugar, tras el estallido de la burbuja tecnológica en 2000 y el crac del mercado bursátil, muchos estadounidenses buscaron otro mercado, más seguro y estable, en el que invertir su dinero. El sector inmobiliario pareció una buena opción.

En tercer lugar, tal y como observó Bernanke en 2005, los elementos fundamentales del mercado inmobiliario —como crecimiento de ingresos y tipos de interés— se mantuvieron fuertes entre 2003 y 2006.

En cuarto lugar, los bancos y otros prestamistas prácticamente arrojaban dinero tanto a los potenciales compradores de viviendas como a los ya propietarios que quisiesen refinanciarse, y alentaban a ambos a apalancarse (¿dónde estaban los controladores de la regulación, se pregunta uno? Ya volveremos sobre eso).

En quinto lugar, muchos propietarios se las ingeniaron para convertir sus casas en cajeros automáticos. A medida que los precios subían, podían refinanciar su hipoteca, a menudo transformándola en otra más grande con un tipo de interés menor, y obtener así dinero contante y sonante con el trato.

En sexto lugar, la Reserva Federal, intentando estimular la lánguida economía, mantuvo los tipos de interés a corto plazo extraordinariamente bajos en 2003 y 2004, alimentando la escalada de precios inmobiliarios. De hecho, algunos críticos han llegado a achacar la mayor parte de la culpa de la burbuja inmobiliaria al Banco Central. Por mi parte, pienso que esto es una grotesca exageración; en el peor de los casos, la política monetaria de la Fed no supuso más que una contribución muy pequeña al crecimiento de la burbuja.

Esto último no es sólo mi opinión subjetiva. El propio lector puede extraer sus propias conclusiones tras tomar en consideración tres pertinentes hechos: (1) la burbuja comenzó varios años *antes* de que la Fed adoptase, en junio de 2003, su política de tipos de interés ultra bajos; (2) la burbuja continuó creciendo durante al menos dos años *después* de que la Fed comenzase a *incrementar* los tipos de interés en junio de 2004, y (3), otros países, como Reino Unido, experimentaron una burbuja inmobiliaria tan severa o más que la estadounidense, aun cuando sus bancos centrales mantuvieron los tipos de interés más altos que la Fed durante el período

2003-2004. Hechos como éste deberían hacer que uno se preguntase cómo es posible que alguien pueda creer que las políticas monetarias laxas fueron la *principal* causa de la burbuja inmobiliaria. Yo mismo me lo pregunto.

En cualquier caso, lo que *sí* sabemos a ciencia cierta sobre las burbujas fruto de la especulación —sea con viviendas, títulos financieros o cualquier otra cosa— es que al final acaban estallando, y ésta lo hizo de forma espectacular a partir de 2006 o 2007, dependiendo del índice de precios que se utilice. ¿Por qué entonces, y no antes o después? Nadie lo sabrá nunca. Pregúntese por qué la burbuja del Nasdaq estalló en marzo de 2000, ni antes ni después; o por qué la Bolsa se desplomó en octubre de 1987, en lugar de en septiembre o en noviembre. Tampoco esas preguntas llegarán a tener respuesta.

A la hora de ilustrar el estallido de las burbujas, suelo usar como metáfora al famoso Coyote, el desafortunado enemigo del Correcaminos en los conocidos dibujos animados (*¡Mic, mic!*). Seguramente recordará que de vez en cuando el Coyote, persiguiendo de cerca al Correcaminos, acaba corriendo más allá del borde de un precipicio; se queda allí, suspendido en el vacío durante unos instantes, hasta que mira hacia abajo, se da cuenta de que *nada* lo sostiene, y entonces cae violentamente al fondo del precipicio.

El estallido de una burbuja es muy similar a esto. En algún momento difícilmente predecible, los inversores empiezan a «mirar hacia abajo», se dan cuenta de que los altísimos precios que pensaban que nunca cesarían de crecer no están sostenidos por ningún elemento fundamental, y comienzan a vender. Está meridianamente claro que, *al final*, la caída tiene que llegar; los elementos fundamentales siempre acaban venciendo, pero por qué ocurre exactamente cuando ocurre siempre es un misterio.

Actualmente sabemos que el desplome de los precios inmobiliarios comenzó en 2006-2007. ¿Acaso nadie lo vio venir en, digamos, 2005? Pues sí, algunas personas. Como dije anteriormente, algunas Casandras predijeron una caída inminente de los precios de las viviendas ya en 2002. Pero los pronosticadores tan tempranos fueron como el proverbial reloj estropeado que señala la hora correcta dos veces al día, o, más pertinente en este caso, como el pesimista que cada año predice que la Bolsa se desplomará, y antes o después acaba acertando por pura probabilidad.



El Coyote de los precios inmobiliarios no cayó del cielo sin advertencia previa. En 2004-2005 ya estaba en marcha un vigoroso debate nacional e internacional sobre si los precios inmobiliarios estaban formando una burbuja, en el que unos decían que sí y otros que no. La mayoría de los responsables políticos de Estados Unidos acabó por situarse en el bando equivocado de este debate: el del «no». Pero el problema era que a finales de 2005 ya era demasiado tarde para lograr que la burbuja inmobiliaria no acabase mal. Esto también es parte de la cronología, triste pero real, de la mayoría de las burbujas: es extremadamente difícil reconocerlas lo suficientemente pronto como para que sirva de algo; para cuando se reconoce ampliamente, ya es demasiado tarde. Tal fue el caso de la burbuja inmobiliaria.

## *La burbuja de los bonos*

La burbuja inmobiliaria, no obstante, no ha sido la única que ha crecido y estallado durante la última década, y puede incluso que ni siquiera haya sido la más peligrosa. También existió una gigantesca burbuja creada a partir de los bonos, sobre la que es posible que nunca haya oído hablar.

Los bonos y otros *títulos financieros de renta fija* deben su nombre al hecho de que un prestatario está legalmente obligado a pagar al prestamista una cantidad *fija* de dólares (o de euros, libras o cualquier otra moneda) en fechas previamente establecidas. Aunque la compañía prestataria tenga un rendimiento extraordinariamente elevado durante esa década, el prestamista no será partícipe de esa prosperidad, pues únicamente recibirá el pago de intereses pactado. De forma similar, si el rendimiento del prestatario es más bien pobre, la rentabilidad del prestamista no sufrirá, a menos que el primero entre en suspensión de pagos. La inmovilidad de esta fuente de ingresos contrasta fuertemente con la de los títulos financieros comunes, en los que los dividendos y las ganancias de capital suben y bajan con la suerte de las compañías y no se especifican anticipadamente.

El valor fundamental de un título de renta fija es sencillo de calcular *si no existe riesgo de impago*: basta con estimar el valor presente de todos los futuros flujos de intereses y principal, que son *fijos y conocidos*, y hacer la suma. Debido al valor temporal del dinero, un menor tipo de interés incrementa el valor futuro de esos flujos, y conlleva un mayor precio del bono en caso de venta.

En el caso de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, que tienen un riesgo nulo de impago, los elementos fundamentales se limitan al tipo de interés establecido («cupón») y al tipo de interés de mercado. Cuando este último cae, el valor fundamental del bono se incrementa, y cuando el tipo de interés de mercado sube, el valor fundamental se reduce. Eso es todo. Pero para cualquier otro tipo de bono siempre existe un cierto riesgo de impago.

Dicho riesgo por un lado complica la valoración del bono, y por otro permite la creación de burbujas. Más concretamente, los elementos fundamentales de un bono corporativo o un título hipotecario (MBS) no se limitan a los mencionados pagos establecidos por los intereses que corresponderían al tipo de interés libre de riesgo de los Bonos del Tesoro, sino que hay que añadirle a dicho tipo de interés la *probabilidad percibida de pérdidas por impago*. Por tanto, subestimar el riesgo de impago equivale a sobreestimar el valor del bono, y esto es precisamente lo que permite la aparición de burbujas. La burbuja inmobiliaria tuvo como contrapartida una burbuja de MBS porque los inversores creyeron erróneamente que las probabilidades de impago hipotecario eran minúsculas.

De la misma forma que los elementos fundamentales de, por ejemplo, títulos bursátiles o viviendas se incrementan a medida que una burbuja se infla, lo mismo ocurre en el caso de los bonos y otros títulos de renta fija. Durante los tiempos de bonanza, las tasas de impago se reducen a niveles muy bajos, y en estos casos los inversores infieren que los márgenes racionales de los tipos de interés sobre los Bonos del Tesoro deben reducirse también a niveles muy bajos, lo justo para compensar a los prestamistas por el riesgo que asumen. El problema es ¿hasta qué niveles se puede bajar? A veces los mercados pecan de exceso de entusiasmo.

Un aspecto clave en el que se diferencian las distintas clases de títulos financieros de renta fija es su *riesgo de impago*. En los títulos ofrecidos por el gobierno de Estados Unidos no existe tal riesgo, pues si nos remontamos a las líneas de actuación fundamentales establecidas por Alexander Hamilton, el primer secretario del Tesoro de la nación, el gobierno de Estados Unidos siempre ha pagado sus deudas, en su totalidad y en plazo. Los inversores dan por supuesto que, en el futuro, seguirá siendo así, por lo que los títulos del Tesoro se consideran *libres de riesgo*.

Si nos movemos hacia arriba en la escala de riesgo, tenemos que las deudas de las principales corporaciones de la nación conllevan un pequeño riesgo de impago. Por tanto, con el fin de incitar a los inversores para que compren sus títulos, las corporaciones deben pagar unos tipos de interés algo superiores a los del Tesoro. En general, *los prestatarios menos seguros pagan un tipo de interés mayor que los más seguros* para compensar a los prestamistas el riesgo asumido. Por ejemplo, los «bonos basura» —las deudas de las compañías menos solventes— poseen mayores tipos de interés que los bonos de IBM o AT&T, y los bonos de naciones con un mercado emergente tienen tipos de interés más elevados que los bonos del gobierno de Estados Unidos.

La diferencia entre el tipo de interés de un bono con riesgo y el correspondiente tipo libre de riesgo del Departamento del Tesoro estadounidense se denomina prima de riesgo, o margen (*spread*), de ese bono. Por ejemplo, si un Bono del Tesoro a treinta años paga un 3 por ciento anual y un bono a treinta años de una corporación paga un 5 por ciento, se considera que el margen de ese segundo bono es de 2 puntos porcentuales (o 200 puntos básicos) sobre los Bonos del Tesoro. Hay que destacar que este margen, que viene determinado por la oferta y la demanda diaria en los mercados, compensa al inversor por una pérdida estimada por impago del 2 por ciento anual. La implicación de esto es clara, y es que según el impago se vea como más (o menos) probable, los márgenes de riesgo se amplían (o estrechan).

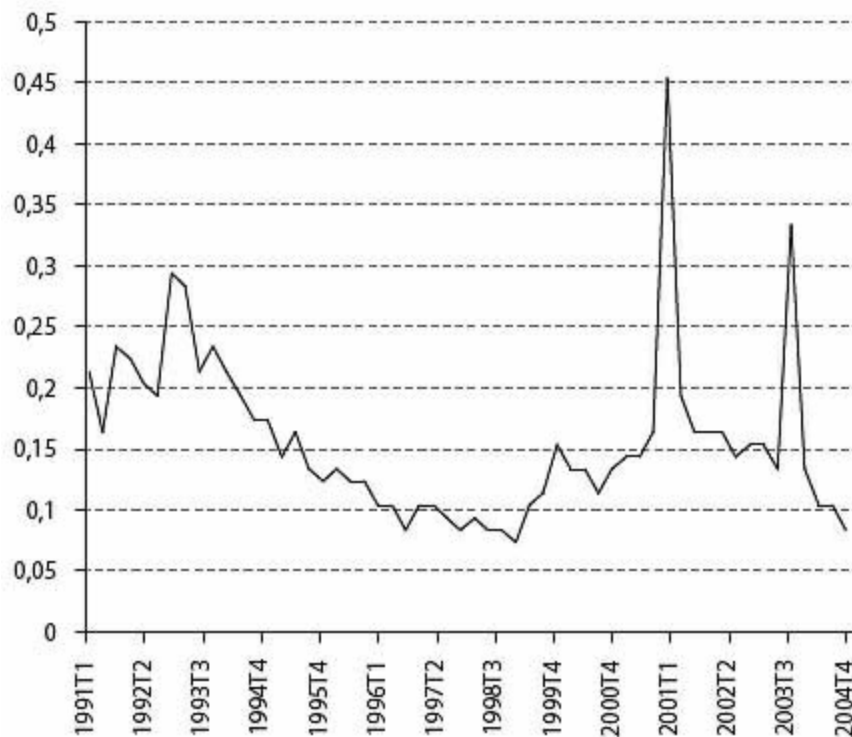
Durante los años que precedieron a la crisis financiera, muchos márgenes se estrecharon notablemente —tal vez incluso de forma poco realista—, lo que sugería que el riesgo de impago era nimio. Posteriormente, cuando la crisis estalló y se fue agravando progresivamente, los márgenes se dispararon. Y finalmente, una vez que el sistema financiero fue regresando a la normalidad, a partir de marzo de 2009, los márgenes o primas de riesgo volvieron a reducirse.

La experiencia de impagos en el sector hipotecario durante su auge es un pertinente ejemplo de ello, especialmente en vista del posterior colapso. Durante el período de 1991 a 2001 los bancos perdieron tan sólo un 0,15 por ciento (15 puntos básicos) en préstamos hipotecarios. Piense en lo que esto significa: ¡Por cada millón de dólares de saldo hipotecario pendiente de

cobro, los bancos perdieron por impago una media de 1.500 dólares! Una minucia. En resumen, las hipotecas sobre el sector inmobiliario constituyeron una forma de préstamo extraordinariamente segura durante una década y posteriormente pasaron a ser aún más seguras.

El gráfico 2.4 muestra la evolución de la tasa de pérdidas bancarias en préstamos hipotecarios sobre viviendas durante el período 1991-2004. Preste atención a la escala vertical empleada: lo que parece ser un gigantesco pico en la tasa de pérdidas durante el tercer trimestre de 2001 no es más que un irrisorio 0,45 por ciento. Con algunos breves incrementos, la tasa de pérdidas cayó del 0,24 por ciento en 1992 a tan sólo el 0,10 por ciento en 2004, y alcanzó un raquíutico 0,08 por ciento en el cuarto trimestre de 2004, el más bajo de la historia. Los impagos reales durante esos años fueron, en una palabra, insignificantes.

**GRÁFICO 2.4 La seguridad en cifras (tasa de pérdidas por impago sobre hipotecas inmobiliarias, 1991-2004, en porcentaje)**

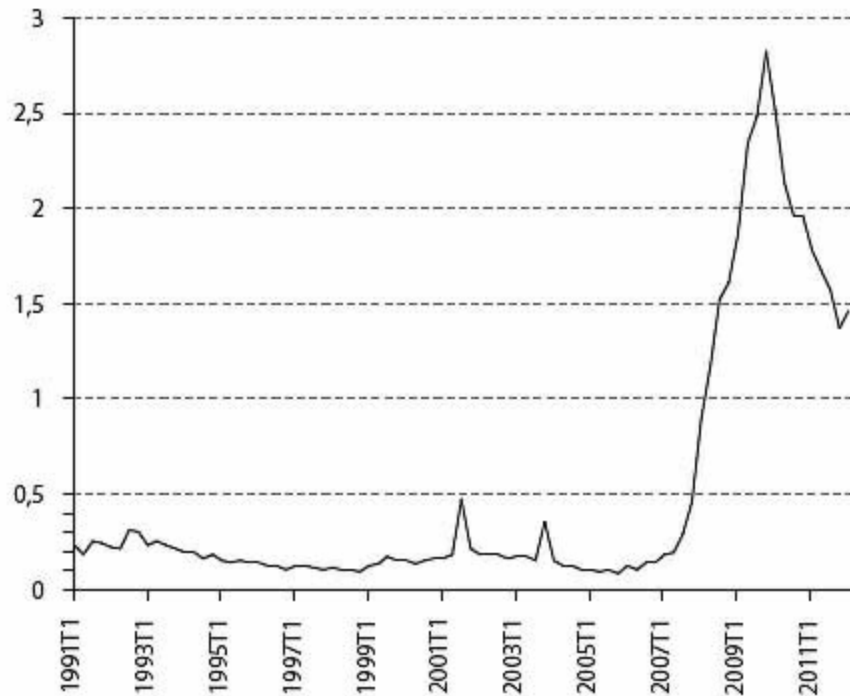


Fuente: Reserva Federal.

Ahora, imagine el lector que es un banquero en el año 2005: los precios de las viviendas llevan unos ochos años de crecimiento constante, con apenas una pausa en la aparentemente inexorable tendencia alcista, y la morosidad y los impagos sobre hipotecas han caído hasta mínimos históricos; vistos desde su atalaya, los préstamos hipotecarios, que siempre han sido una forma segura de préstamo, aparecen como más seguros que nunca; un paseo por el parque. O imagine que es un inversor al que un vendedor de bonos relata las virtudes de los MBS (*las hipotecas siempre se pagan*); tiene toda la pinta de una inversión con un riesgo muy bajo que paga más que los Bonos del Tesoro, ¿verdad? Bueno, pues lo era; hasta que dejó de serlo.

Ya se sabe lo que ocurrió después, y el gráfico 2.5 así lo muestra. En él aparecen *exactamente* los mismos datos que en el gráfico anterior, pero esta vez ampliados hasta el año 2011, y con la escala vertical ajustada a unas tasas de pérdidas mucho mayores. En esta escala ampliada, los dos grandes picos que destacaban en el gráfico 2.4 ahora son apenas perceptibles, y puede apreciarse que la extremadamente baja morosidad continuó durante un tiempo, pero a partir de 2006 empezó a crecer a marchas forzadas. En 2008 el préstamo hipotecario había dejado de parecer tan seguro, y en los años siguientes la situación empeoró considerablemente. Imagínese ahora entrando en un banco para solicitar una hipoteca en 2009, o viendo un anuncio promocional de MBS. Los tiempos habían cambiado mucho.

**GRÁFICO 2.5 La inseguridad en cifras (tasa de pérdidas por impago sobre hipotecas inmobiliarias, 1991-2011, en porcentaje)**



Fuente: Reserva Federal.

Mi intención no es argumentar que los banqueros fueron estúpidos, especialmente teniendo en cuenta que el estallido de la burbuja de los bonos también cogió por sorpresa a muchas más personas. Siendo justos, no podía haberse esperado de nadie que previese con exactitud un colapso del mercado hipotecario residencial realmente nunca visto y que superó las peores pesadillas de todos.

Pero lo que *sí* afirmo es que ni los bancos ni otros inversores deberían haber extrapolado las ultra bajas tasas de impago de 2003-2006, en muchos casos sin precedentes, indefinidamente hacia el futuro, especialmente teniendo en cuenta que muchas de las hipotecas subyacentes eran, por decirlo educadamente, basura. Sin embargo, justamente eso fue lo que hicieron muchos inversores miopes. Por ejemplo, un considerable número de sofisticados modelos matemáticos sobre el riesgo estaba basado en una muestra de datos de tres años o menos. ¡Tres años! Por supuesto, la *subestimación* de las probabilidades de impago condujo a la existencia de

márgenes de riesgo (sobre los Bonos del Tesoro) *demasiado pequeños*, y, por tanto, a precios de bonos *demasiado altos*. ¿Resultado? Una enorme burbuja de bonos.

He usado las hipotecas residenciales como ejemplo porque el colapso del sector inmobiliario hizo las veces de epicentro del terremoto financiero que sacudió la economía en 2007. Sin embargo, la burbuja de los bonos no se limitó en absoluto a las hipotecas, sino que, por el contrario, se extendió por todas partes.

Durante el período 2004-2006 llevé a cabo ocasionales charlas ante audiencias relacionadas con los mercados financieros, en las que advertía de los peligros que acechaban ocultos en la burbuja de los bonos. Mi opinión, compartida por no pocas personas, era que los márgenes de riesgo eran irracionalmente pequeños, y que por tanto tenían que ampliarse. El mercado de los bonos era como el Coyote, suspendido en el vacío; pero, por supuesto, no tenía ni idea de cuándo llegaría el desplome. No hace falta decir que estas advertencias tan severas —y poco específicas— fueron ampliamente ignoradas.

Recuerdo vivamente una de aquellas charlas: fue en el salón de baile de un hotel lleno de corredores de Bolsa, un día de 2005. Esa misma mañana había leído en el periódico que los bonos del gobierno de Colombia estaban pagando tan sólo 100 puntos básicos por encima de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, lo cual me pareció una locura. Es cierto que los colombianos estaban manejando su economía mucho mejor, y que yo no era ni soy un experto en ese país, pero 100 puntos básicos, que suponían una tasa de tan sólo el 1 por ciento de pérdida anual esperada, parecían extremadamente optimistas. De modo que al llegar a la parte de mi discurso sobre la burbuja del mercado de bonos y poner en la pantalla una imagen del Coyote, lo hice con la deuda colombiana en mente. Cuando pregunté quiénes de entre los brókeres asistentes pensaban que 100 puntos básicos era un margen razonable sobre los Bonos del Tesoro estadounidenses no se alzó ni una sola mano. Entonces solté la primicia: «Pues el mercado sí lo piensa, puesto que a eso se están vendiendo hoy mismo los bonos nacionales de Colombia».

A principios de 2006 me había cansado de ver cómo todas mis advertencias sobre la burbuja de los bonos caían en saco roto, así que me rendí. Hoy día pienso que tal vez debería haber seguido insistiendo.

Pero ¿de dónde salió esta burbuja? La respuesta, me temo, *tiene* su origen en la política monetaria de la Reserva Federal. La economía de Estados Unidos salió algo renqueante de la minirrecesión de 2001: al principio el PIB creció lentamente, y el empleo continuó contrayéndose durante casi dos años de supuesta recuperación laboral. La inflación era baja y con tendencia descendente; de hecho, en 2003, la Fed comenzó a preocuparse por la posibilidad de que Estados Unidos pudiese realmente entrar en *deflación*. En un esfuerzo por estimular la indolente economía, redujo su tipo de interés a un día <sup>12</sup> (denominado tipo de fondos federales) hasta el 1 por ciento, el más bajo desde 1954. Esta agresiva política monetaria dio sus frutos, y la economía reaccionó. Sin embargo, también hizo que los inversores en activos seguros como Bonos del Tesoro pasasen a ganar muy poco.

Esto, a su vez, provocó que los inversores «buscasen el rendimiento». Si un Bono del Tesoro únicamente paga un 4,5 por ciento de interés, pero un título financiero hipotecario *con (supuestamente) un riesgo de impago desdeñable* paga un 6 por ciento, ¿por qué no vender los Bonos del Tesoro y comprar los MBS, ganando 150 puntos básicos extra en el cambio? Parece de cajón, ¿verdad? Y así sería si el riesgo de impago fuese realmente desdeñable. Pero, por supuesto, no lo era. Los inversores jamás deberían haber extrapolado la experiencia de impagos increíblemente favorable de 2004-2006 hacia el futuro de forma indefinida; pero lo hicieron, y fue la clase de pensamiento que condujo a la burbuja del mercado de bonos.

A medida que los inversores fueron cambiando los Bonos del Tesoro por otros títulos de renta fija con mayor riesgo —se tratase de bonos colombianos o de MBS sobre hipotecas *subprime*—, estos últimos títulos fueron aumentando de precio, y por tanto su rendimiento fue disminuyendo, puesto que se tenía que pagar más para poder obtener un título con el mismo flujo de pagos de intereses. De este modo, lo que inicialmente era una recompensa de 150 puntos básicos por asumir más riesgo se convirtió en una de 100 puntos básicos, o incluso de 50. La respuesta de los inversores ante los rendimientos



decrecientes de los títulos de renta fija consistió en tratar de engordarlos por medio de un mayor *apalancamiento*, que es el segundo gran villano de mi lista.

Si asumir un pequeño riesgo adicional proporciona un porcentaje extra de por ejemplo 50 puntos básicos, se podía aumentar esa recompensa hasta los 500 puntos básicos haciendo una inversión con un apalancamiento de 10 a 1; en ese caso ya se estaba hablando de dinero de verdad. En breve explicaré cómo funcionaba este procedimiento, pero antes detengámonos un momento para evaluar posibles remedios, o al menos medidas paliativas.

¿Puede impedirse en el futuro la aparición de otras burbujas basadas en precios de activos? Desgraciadamente, la respuesta es no en la mayoría de los casos. Desde el comienzo de su propia existencia, los mercados especulativos han sucumbido a ocasionales burbujas. De hecho, unos de los primeros títulos bursátiles emitidos en la historia, los de la South Sea Company de Inglaterra, causaron la primera burbuja bursátil que se conoce —la célebre Burbuja South Sea de 1720—, que arruinó, entre otros muchos, a un tipo bastante inteligente llamado Isaac Newton. Y casi un siglo antes los holandeses se las habían arreglado para crear una gigantesca burbuja sobre nada más y nada menos que bulbos de tulipán.

No, aunque tengamos la suerte de abortar a tiempo algunas burbujas, nunca lograremos erradicarlas del todo, puesto que el comportamiento de manada que las produce parece estar inscrito en nuestro ADN. A lo máximo que podemos aspirar es a minimizar las consecuencias cuando las burbujas estallan, cosa que harán de forma inevitable. Y eso merece la pena llevarlo a cabo.

## **Villano 2: Apalancamiento, manejado sin cuidado**

He hecho hincapié en el apalancamiento en tanto que forma de engordar las rentas de inversión. El apalancamiento per se no es malo; al igual que ocurre con un poco de vino, un poco de apalancamiento puede ser beneficioso. Pero como en el consumo de bebidas alcohólicas, el exceso puede conducir al desastre, porque el apalancamiento constituye una proverbial espada de doble

filo: el lado positivo es que efectivamente hace aumentar los rendimientos, que es lo que desean los inversores, pero en el lado negativo incrementa también las posibles pérdidas, lo que puede resultar fatal. Por tanto, una compañía, un inversor o un hogar que opera con un apalancamiento elevado debería llevar una etiqueta que advirtiese FRÁGIL: MANEJAR CON CUIDADO, puesto que puede que sus protecciones antigolpes no sean muy resistentes. Desgraciadamente, en 2007 el apalancamiento inundaba la economía de Estados Unidos.

### *Apalancamiento doméstico*

Empecemos con los compradores de viviendas estadounidenses. Antes del auge inmobiliario, la gente solía comprar viviendas con una entrada de capital propio al contado del 20 por ciento, como en el anterior ejemplo del apalancamiento 5 a 1. Pero cuando comenzaron los embriagadores años de dicho auge, cuando *no se podía perder* en las inversiones inmobiliarias, esa vieja regla de oro pareció pasada de moda, y capitales propios del 5 por ciento o menos pasaron a ser habituales. Un apalancamiento de 20 a 1 ya es bastante peligroso, pues una reducción de un mero 5 por ciento en el valor de la vivienda podía suponer la ruina del propietario. Pero en ocasiones incluso la entrada se pedía en préstamo, quizá por medio de una segunda hipoteca. Un propietario de una vivienda en la que no ha puesto ni un céntimo de su dinero tiene, en la práctica, un apalancamiento infinito, y la más mínima pérdida del valor de dicha vivienda sitúa al propietario «bajo el agua», es decir, en situación de hipoteca sumergida en la que el valor del inmueble es menor que el de la hipoteca asociada a él. De hecho, ni siquiera puede considerársele «propietario» en el sentido estricto de la palabra, puesto que el capital propio aportado es cero; más bien es un especulador que está apostando por una subida de precios y que está perdido si bajan.

El término *apalancamiento* alude al uso de fondos prestados para adquirir activos. Su etimología procede del célebre Arquímedes y su famosa cita según la cual podría mover el mundo con una palanca lo suficientemente grande (¿uno no puede por menos que preguntarse dónde tendría previsto situar el punto de apoyo!). El aspecto más importante a efectos de lo que nos interesa es que el apalancamiento multiplica tanto las ganancias cuando la situación sube, *como* las pérdidas cuando baja. Con el fin de ilustrar este principio general, comparemos los opuestos estilos de inversión de Jane Doe y John Dough.\*

Jane, que ante todo desea la seguridad, invierte un millón de dólares en bonos corporativos a un año que le reportan un 6 por ciento de interés; por tanto, al cabo del año recibe de vuelta su millón de principal más 60.000 dólares de intereses. Puesto que lo que recibe es un 6 por ciento más que lo que pagó originalmente, su tasa de rendimiento es naturalmente del 6 por ciento.

John, más amigo del riesgo, compromete también un millón de dólares de su propio dinero para comprar los mismos bonos. Pero, además, *apalanca* su inversión en diez veces su capital propio pidiendo prestado a un banco otros 9 millones al 3 por ciento de interés e invirtiendo el total de 10 millones en los bonos al 6 por ciento anual. Pasado el año, John recupera su principal de 10 millones y sus intereses de 600.000 dólares, obteniendo un total de 10.600.000 dólares. Inmediatamente devuelve al banco 9.270.000 dólares (9 millones de principal y 270.000 de los intereses del 3 por ciento). Por tanto, su rendimiento neto es 10.600.000 dólares – 9.270.000 dólares = 1.330.000 dólares, a partir de una inversión de 1 millón, lo que supone una tasa de rendimiento del 33 por ciento, cinco veces y media la obtenida por Jane.

Dado lo anterior, ¿es John, que utiliza el apalancamiento, un inversor más astuto que Jane, que no lo utiliza? Tal vez no. Supongamos que el valor de los bonos adquiridos disminuye un 5 por ciento a lo largo del año, y Jane y John se ven obligados a venderlos. En este caso, Jane recibe tan sólo 950.000 dólares de principal más los 60.000 dólares de intereses, o lo que es lo mismo, 1.010.000 dólares, cantidad que le proporciona una irrisoria tasa de rendimiento del 1 por ciento. John, por su parte, recibe 9.500.000 dólares de principal y 600.000 dólares de intereses, o 10.100.000 dólares en total. Pero aún tiene que pagar al banco los 9.270.000 dólares, por lo que al final se queda con sólo 830.000 dólares del millón original que invirtió; la tasa de rendimiento de John pasa a ser de *menos* 17 por ciento. De repente ya no parece tan listo.

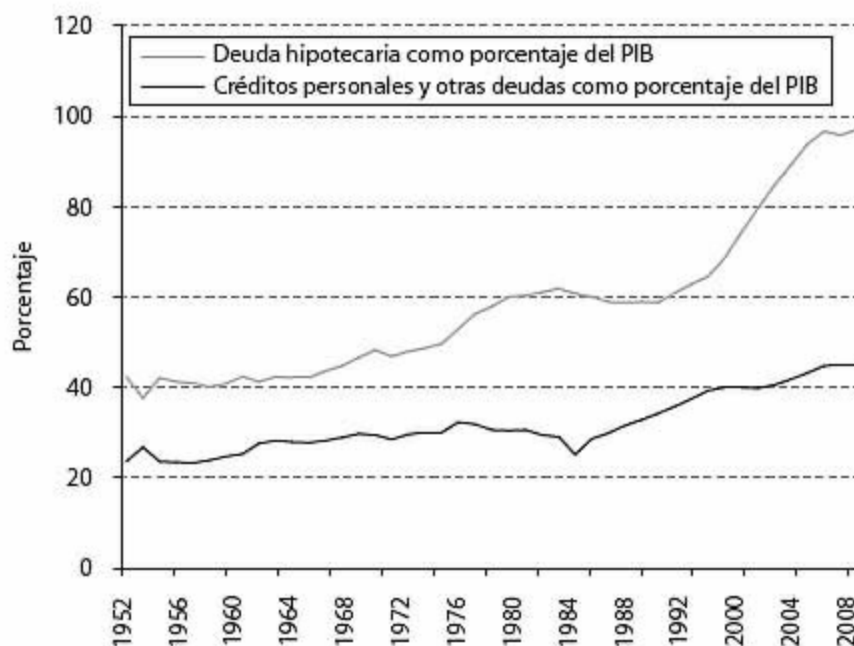
El meollo de todo esto es que la generosa recompensa obtenida por John cuando la inversión sale bien —33 por ciento, en lugar del 6 por ciento de Jane— no evidencia un mayor talento inversor, sino que simplemente le compensa por el riesgo que asume ante la posibilidad de que la inversión salga mal: *menos* 17 por ciento en vez del 1 por ciento. Ningún inversor obtiene recompensas sin asumir riesgos, y eso incluye a aquellas personas que refinancian sus viviendas.

A pesar de los riesgos relacionados con el apalancamiento, entre 2000 y 2008 tuvo lugar una explosión del nivel de deuda. El gráfico 2.6 muestra que el total de la deuda de los hogares (sumando la hipotecaria y la personal) se elevó desde aproximadamente el ciento por ciento del PIB hasta cerca del 140 por ciento en sólo ocho años. La parte del león de ese incremento procedió de la deuda hipotecaria. Los hogares estadounidenses se estaban apalancando.

### *Apalancamiento en los bancos*

Lo mismo hacían los bancos. El sector bancario ha sido siempre un negocio de alto apalancamiento. La mayoría de la gente no lo visualiza de esta manera, pero un banco «toma prestado» el dinero de sus depositantes e «invierte» esos fondos en sus propios préstamos. Si el capital propio de un banco constituye el 10 por ciento de sus activos, dicho banco está apalancado 10 a 1, lo cual es bastante normal, y también bastante seguro, ya que las pérdidas por impago de préstamos rara vez se acercan siquiera al 10 por ciento. Sin embargo, durante el auge inmobiliario, un número demasiado alto de nuestros bancos principales se sirvió de argucias legales y contables para elevar su apalancamiento, como por ejemplo la creación de entidades que no figuraban en el balance del banco, tales como los *vehículos de inversión estructurada* (SIV), de los que casi nadie había oído hablar antes de la crisis, pero cuyos colapsos la agravaron en gran medida.

**GRÁFICO 2.6 Cargas de deuda en alza (deuda doméstica como porcentaje del PIB, 1952-2009)**



A continuación se detalla cómo funcionaban los SIV, y cómo dejaron de funcionar. La tabla 2.1 es el balance del Banco Grande Pero Simple (BGPS). Este banco chapado a la antigua ha obtenido un capital de 10.000 millones de dólares procedente de sus accionistas, lo ha apalancado 10 a 1 por medio de la obtención de 90.000 millones en depósitos, y ha invertido el total de 100.000 millones en préstamos. Mientras las pérdidas procedentes del impago de dichos préstamos no superen el 10 por ciento, todo va bien.

**TABLA 2.1 Balance del Banco Grande Pero Simple (BGPS)**

<b>Activos</b>	<b>Pasivos y valor neto</b>
Préstamos: 100.000 millones	Depósitos: 90.000 millones
	Capital propio: 10.000 millones

**TABLA 2.2 Balance del SIV del BGPS**

<b>Activos</b>	<b>Pasivos y valor neto</b>
Préstamos: 50.000 millones	Obligaciones: 49.000 millones
	Capital propio: 1.000 millones

Pero esto es muy aburrido. Si los gerentes desean hacer crecer al banco —y, no por casualidad, sus propios salarios e incentivos— sin recabar más capital propio, el banco puede patrocinar un SIV y venderlo, pongamos por importe de la mitad del total de los préstamos. Dado que el banco ofrece una garantía, tácita o explícita, que cubre la mayoría de las pérdidas por impago de los préstamos, aparentemente el SIV se encuentra en una posición segura; quizá sólo posee 1.000 millones de dólares en capital y los 49.000 millones restantes proceden del mercado de obligaciones, donde las compañías con alta calificación obtienen financiación a corto plazo. Esto crearía el balance de la tabla 2.2. El SIV está apalancado 50 a 1, lo que puede parecer muy alto. Pero, lo crea o no, ¡los SIV reales solían tener un apalancamiento aún mayor!

Mientras tanto, el BGPS se ha deshecho de 50.000 millones de sus préstamos, recibiendo a cambio 49.000 millones en efectivo y 1.000 millones en participaciones del SIV. Pero ese efectivo no se mete debajo del colchón. Tras prestar esos 49.000 millones, el balance aparece como sigue en la tabla 2.3.

Sigue dando la impresión de estar apalancado 10 a 1. Pero ¿realmente es así? Si consolidamos ambos balances tenemos:

¿No es maravillosa la contabilidad? Dado que el SIV es el hijo a cargo del padre banco, el verdadero apalancamiento de la organización es, como se ve en esta última tabla, de 14,9 a 1. Sin embargo, a sus reguladores tan sólo

se les informa de un 9,9 a 1 (ver tabla 2.3). Para esto es para lo que se paga a contables y abogados.

**TABLA 2.3 Nuevo balance del BGPS**

<b>Activos</b>	<b>Pasivos y valor neto</b>
Préstamos: 99.000 millones	Depósitos: 90.000 millones
Participaciones del SIV: 1.000 millones	Capital propio: 10.000 millones

**TABLA 2.4 Balance consolidado del BGPS y su SIV**

<b>Activos</b>	<b>Pasivos y valor neto</b>
Préstamos: 149.000 millones	Depósitos: 90.000 millones
	Obligaciones: 49.000 millones
	Capital propio: 10.000 millones

Mientras el SIV, con su apalancamiento 50 a 1, mantenga su solvencia, todo irá sobre ruedas. Desgraciadamente, si las cosas se tuercen, los SIV apenas tienen capital para soportar pérdidas por impago de préstamos: a poco que tales pérdidas superen el 2 por ciento, el SIV estará herido de muerte, en cuyo caso las pérdidas pasarán a ser del banco a todos los efectos. En términos económicos, más que contables, el balance real del banco es siempre el de la tabla 2.4 (con un apalancamiento de aproximadamente 15 a 1), no el de la tabla 2.3 (con apalancamiento en torno a 10 a 1). El SIV no es más que una finta legal y contable para esquivar los límites de apalancamiento.

### *Apalancamiento en Wall Street*

Un nivel de apalancamiento de 15 a 1 como el de nuestro anterior ejemplo no es más que calderilla comparado con el que manejaban los grandes bancos de inversión antes del colapso. Entidades tan venerables como Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley y Goldman Sachs (los por entonces llamados Cinco Grandes) llegaron a operar con apalancamientos de

30 a 1, o incluso de 40 a 1. Piense en las implicaciones de este último nivel: un descenso de tan sólo el 2,5 por ciento en el valor de los activos aniquilaría la totalidad del valor que tuviesen las acciones para sus propietarios. Es una forma muy arriesgada de gestionar una empresa. ¿En qué estaban pensando? ¿Dónde estaban los reguladores?

El resultado del apalancamiento extremo es bastante predecible, aunque no lo sea el momento en el que se desencadena. Cuando los precios de los activos comenzaron a caer tras el estallido de las burbujas (inmobiliaria y de títulos de renta fija), muchas de estas entidades altamente apalancadas estaban pésimamente preparadas para afrontar las pérdidas: Lehman, como es sabido, se hundió; Bear y Merrill fueron absorbidos por bancos comerciales en matrimonios forzados, y Morgan y Goldman se ocultaron tras las faldas de la Reserva Federal, convirtiéndose en consorcios bancarios, al menos de iure.

Pero aparentemente ni siquiera el alto apalancamiento bastaba para saciar su voraz apetito por el riesgo. Si le echa un nuevo vistazo al pasivo del balance del BGPS de la tabla 2.1, comprobará que el banco obtenía sus fondos exclusivamente por medio de depósitos y de capital propio. Tal imagen es bastante poco realista para los grandes bancos financieros, que suelen tener múltiples y complejas fuentes de financiación. No obstante, los bancos comerciales *sí* tienen depósitos propios; por eso se les llama bancos. Los bancos inversores, por el contrario, no los tienen, sino que se financian casi enteramente por medio de préstamos.

Hay que recalcar que con un apalancamiento de 40 a 1 el capital propio constituye únicamente el 2,5 por ciento del total de los activos, y que el 97,5 por ciento restante procede de préstamos. Parte de estos préstamos son a largo plazo —mayormente bonos—, pero antes de la crisis, y aún en la actualidad, una gran parte era y es a muy corto plazo, sobre todo los famosos «préstamos a un día». Por ejemplo, el balance anual de Bear Stearns en 2006 reflejaba tan sólo un 16 por ciento de su pasivo en forma de préstamos a largo plazo, mientras que los a corto plazo suponían más de ocho veces el valor de su capital propio. Su apalancamiento declarado, por cierto, era de 29 a 1.

¿Es la mezcla de financiación a corto plazo con financiación a largo plazo un detalle insignificante que únicamente interesa a los típicos contables con gorrita verde? En absoluto. Si el Banco de Inversión Arriesgada (BIA)



toma prestado mediante la emisión de bonos a diez años, esa parte de financiación tiene *garantizada* su permanencia en el banco durante dichos diez años. Pero los tipos de interés sobre los bonos son mucho mayores que los tipos de interés por los préstamos garantizados a un día, conocidos como opciones o acuerdos de recompra (*repurchase options*, o repos). El BIA puede encontrar un mayor atractivo en la compra a bajo precio en este mercado de repos. Pero aquí está la trampa: si el BIA se financia por medio de repos a un día, *tiene que acudir cada día a los mercados de capitales a obtener el préstamo*; y si los mercados consideran el martes que el BIA es seguro, pero el miércoles la confianza desaparece, la compañía se verá en graves problemas. De hecho, la súbita incapacidad para continuar la actividad normal con financiación a corto plazo es la versión moderna del llamado pánico bancario. Dicho pánico, en cierto modo, liquidó a Bear Stearns y a Lehman Brothers en 2008, y casi hizo lo propio con Merrill Lynch, Morgan Stanley y Goldman Sachs. Los cinco estaban jugando con fuego.

## *Apalancamiento sintético*

Por último, no debemos olvidarnos de los derivados. Los derivados sirven para muchos objetivos, algunos de ellos muy válidos, pero uno de los más comunes es la creación de grandes cantidades de *apalancamiento sintético*, que a menudo se encuentra firmemente arraigado en el diseño del contrato.

El tipo de derivado mejor conocido, las opciones sobre acciones, ofrece un claro ejemplo de ello. A finales de febrero de 2012 las acciones de Google se vendían a 610 dólares cada una; al mismo tiempo, una *opción de compra* a siete meses, que daba a su propietario el derecho, que no la obligación, a comprar al término del plazo acciones de Google a 610 dólares (el «precio de ejercicio»), se vendía por 48 dólares (la «prima de opción») por acción. Esto implica que si en septiembre de 2012 las acciones alcanzaban los 658 dólares la unidad, el comprador de la opción simplemente cubriría gastos: podría adquirir acciones de Google pagando el precio acordado de 610 dólares, pero a eso habría que sumar los 48 dólares de la prima de opción que pagó en su

momento, por lo que simplemente se igualaría el precio actual de 658 dólares. Ignorando el factor tiempo en el valor del dinero, que en un plazo de siete meses es pequeño, el rendimiento de la opción sería exactamente cero.

Pero ¿y si en septiembre de 2012 las acciones de Google valiesen 710 dólares cada una? En ese caso se podrían comprar al precio de ejercicio pactado (610 dólares) y venderlas inmediatamente por los 710 dólares que valen en el momento, embolsándose así un beneficio de 100 dólares por acción. Si se descuentan los 48 dólares ya pagados, tenemos un beneficio neto de 52 dólares, un 108 por ciento de la inversión original, pese a que el precio de las acciones subió tan sólo un 16 por ciento. Eso está mejor.

Sin embargo, pensemos ahora en el otro filo de la proverbial espada. ¿Qué pasa si las acciones de Google siguen valiendo 610 dólares cada una cuando la opción llega a su vencimiento? Aunque el precio se habría mantenido inalterado, con una tasa de rendimiento cero, la opción habría perdido la totalidad de su valor, ¡una pérdida del ciento por ciento! Bienvenidos al lado oscuro del apalancamiento.

La tabla 2.5 compara seis posibles resultados de una inversión, dependiendo de si el inversor compra las acciones o las opciones de compra, y de si las acciones alcanzan un precio de 610, 658 o 710 dólares. Salta a la vista la fuerte multiplicación de los rendimientos de la opción de compra, tanto positivos como negativos: si bien el rendimiento de las acciones subyacentes oscila entre ganancia cero y una apreciación del 16 por ciento, la tasa de rendimiento de la opción de compra puede variar desde *menos* ciento por ciento hasta *más* 108 por ciento. Tal comportamiento es muy similar al de una inversión con fuerte apalancamiento, a pesar de que no existe ningún préstamo real; de ahí la denominación de apalancamiento «sintético».

TABLA 2.5 **Apalancamiento implícito: un ejemplo**

Valor de la acción subyacente	610 dólares	658 dólares	710 dólares
COMPRAR LAS ACCIONES			
Valor final de la inversión	610 dólares	658 dólares	710 dólares
Tasa de rendimiento	0%	8%	16%
COMPRAR LAS OPCIONES			
Valor final de la inversión	0 dólares	48 dólares	100 dólares
Tasa de rendimiento	-100%	0%	108%

No hay nada inherentemente pernicioso con este apalancamiento sintético, siempre que se comprenda bien y se gestione correctamente. Pero muchos de los derivados que tan de moda se pusieron en el mundo financiero y que jugaron un importante papel en la crisis son enormemente más complicados que una simple opción de compra, y la comprensión existente sobre el funcionamiento de muchos de ellos dejó mucho que desear. En muchos casos, básicamente eran considerados como meras apuestas de alto riesgo sobre cuestiones tan peregrinas como si las pérdidas de determinados títulos financieros hipotecarios superarían un nivel preestablecido o si una compañía podría saldar su deuda de bonos. Sin embargo, todos ellos tenían un elemento común, ilustrado en la tabla 2.5: todos crearon *apalancamiento sintético*, y en ocasiones en cantidades asombrosamente altas. Por ello, cuando estalló la burbuja de MBS, simultáneamente estalló otra burbuja mucho más grande surgida de las apuestas apalancadas realizadas sobre esos MBS, creando con ello un bonito lío.

### *Bajando la guardia, o algo peor*

El apalancamiento estaba *por todas partes*. De hecho, con frecuencia se acumulaba apalancamiento encima de apalancamiento, como era el caso de compañías con balances fuertemente apalancados que compraban derivados con alto apalancamiento sintético. La premisa a seguir a la hora de establecer una reforma normativa está meridianamente clara: *Necesitamos un sistema financiero con mucho menos apalancamiento*.

Un sistema financiero que está fuertemente apalancado y que apuesta masivamente por la continuación de las burbujas constituye un doble problema a punto de manifestarse. Pero eso no era todo. Una nación puede implantar medidas de seguridad, como normativas y prácticas prudentes de préstamo, por si acaso ocurre lo peor. Sin embargo, Estados Unidos, a comienzos del siglo XXI, no lo hizo, tal y como se verá a continuación.

## El castillo de naipes

Una casa construida sobre cimientos frágiles no perdurará, oh no.

*Hosanna,*  
HARRY BELAFONTE

Cuando se deja a los zorros al cuidado del gallinero, las gallinas y los pollos se encuentran en peligro mortal. Cuando los zorros cuentan con legiones de cómplices, los peligros son considerablemente más grandes. Y cuando tanto la ideología como los estímulos conspiran para lograr que las autoridades miren para otro lado, en fin, la cena de pollo al horno está servida. Desgraciadamente, esto fue exactamente lo que ocurrió en Estados Unidos durante los años de auge, cuando los reguladores dejaron de regular, las aseguradoras dejaron de asegurar y la ingeniería financiera se desbocó.

Los dos primeros villanos fueron las burbujas y el apalancamiento. Seguidamente centraremos nuestra atención en los otros cinco miembros del catálogo de la vergüenza, empezando por la pésima actuación de las agencias nacionales de regulación financiera.

### **Villano 3: ¿Dónde estaban los reguladores?**

A pesar de las quejas que a menudo se escuchan procedentes de la industria financiera, existen muy buenas razones para la existencia de normativas reguladoras: una es la prevención de colapsos como el que tuvo lugar en 2008; otra es la limitación del contagio de una institución enferma a otra aún sana; una tercera es la minimización de costes soportados por el contribuyente; una cuarta, la garantía de transacciones honestas. Y hay más. La lógica básica que subyace a la regulación financiera a menudo se resume en el lema mercantil según el cual las operaciones de los bancos y de otras instituciones financieras deben ser *fiabes y seguras*.

Por supuesto, afirmar que existe una lógica convincente detrás de las regulaciones financieras no equivale a poder asegurar que todas estas regulaciones estén bien diseñadas e implantadas. Más bien al contrario: los fallos en regulación se contaban por legiones durante los años previos a la crisis.

## *Bancos reguladores reducidos*

La Reserva Federal es el primus inter pares de los cuatro entes federales de regulación bancaria. Durante más de dieciocho años fue presidida por Alan Greenspan, un autoproclamado discípulo de la filósofa libertaria Ayn Rand y bien orgulloso de ello.<sup>13</sup> Greenspan fue, por así decirlo, un regulador muy poco entusiasta, y, como él mismo llegaría a confesar, un enamorado de los modelos matemáticos de riesgo empleados por los bancos y de su habilidad para servirse de ellos con pericia e integridad. Al igual que el capitán Renault en la película *Casablanca*, Greenspan debió de pensar *¡Qué escándalo! ¡Qué escándalo!* al descubrir que allí se jugaba.

Bajo el ojo poco avizor de la Fed, los bancos multiplicaron los SIV que vimos en el capítulo anterior, concedieron hipotecas *subprime* vergonzosamente nocivas por valor de cientos de miles de millones de dólares, muchas de ellas *diseñadas para provocar su propio impago* (en breve hablaré de esto), e invirtieron enormes sumas de dinero en activos de alto riesgo que hicieron creer que eran seguros, y tal vez ellos mismos se lo

creyeron. Todas estas ignominiosas prácticas estaban, como se suele decir, ocultas a simple vista, pero unos reguladores muy poco curiosos sencillamente ni se molestaron en mirar.

Aunque se hace con frecuencia, es un error echar toda la culpa del colapso normativo únicamente a la Reserva Federal. En realidad, aunque la Fed era el más prominente de los cuatro reguladores bancarios de la nación, no era el jugador más grande. La mayoría de los banqueros tenía mucha más relación con el personal regulador de la Oficina de Control de la Moneda (OCC), la ahora abolida Oficina de Supervisión de Entidades de Ahorro (OTS) y la Corporación Federal de Garantía de Depósitos (FDIC); y cada una de ellas se quedó igual de dormida al volante que la Fed, aunque hay que decir que Sheila Bair, presidenta de la FDIC, dejó a los demás en ridículo con su rápido reconocimiento del inminente tsunami de ejecuciones hipotecarias. Una de las mayores tragedias de la crisis financiera es que los reguladores bancarios *podían haber* cortado en seco algunas de las prácticas de cobertura de riesgos más escandalosas, pero no lo hicieron. En el período previo a la crisis, cada agencia tenía un presidente nombrado directamente por Bush, y todos ellos eran un atajo de reguladores amigos de la desregulación que probablemente también se vieron arrastrados por la euforia colectiva del momento.

¿En qué se equivocaron los reguladores? En muchas cosas, pero destacaré sólo una: en sus actitudes excesivamente permisivas con los préstamos *subprime*, una actitud que se hizo cada vez más inexplicable según pasaba el tiempo. En 2001 las hipotecas *subprime* apenas constituían un 7 por ciento del total de las hipotecas concedidas; vale, tal vez era un problemilla, aunque las prácticas depredadoras de préstamo en ese mercado estaban empezando a llamar la atención. Pero en 2005 los préstamos *subprime* ya suponían el 20 por ciento de las nuevas hipotecas, y el balance total de los pagos pendientes por hipotecas *subprime* se había disparado hasta aproximadamente 1,25 *billones* de dólares. Desde luego, eso ya *no* era un problemilla.

Se supone que las cuatro agencias de regulación bancaria mencionadas tienen que ser el paradigma de la seguridad y la fiabilidad, por lo que no resulta difícil acusarles de negligencia e incumplimiento de su deber. En

primer lugar, un crecimiento explosivo de cualquier tipo concreto de préstamo, especialmente si adquiere modalidades nuevas, debería disparar las alarmas de los reguladores, pues constituye una señal de peligro que los interventores bancarios han detectado desde que existen los bancos. ¿Realmente pensaban los reguladores que los préstamos hipotecarios *subprime* podían sufrir una expansión tan rápida *sin* que tal expansión viniese acompañada de un deterioro en la calidad?

En segundo lugar, los reguladores recibieron más que suficientes advertencias no solicitadas; por ejemplo, algunos avisados periodistas ya escribían artículos en 2004 sobre las prácticas de préstamo de alto riesgo en el sector de las hipotecas *subprime*, que por entonces empezaba a ser un secreto a voces. En tercer lugar, en el mismo seno de la Fed, el ya fallecido gobernador Edward, *Ned*, Gramlich advirtió a Alan Greenspan que las cosas se le estaban yendo de las manos en una fecha tan temprana como el año 2000; y Sheila Bair, que por entonces aún era una simple funcionaria del Departamento del Tesoro de la Administración Bush, también hizo sonar las alarmas. Por último, las cuatro agencias declaraban una y otra vez que se preparaban para tomar enérgicas medidas contra las escandalosas prácticas de cobertura de riesgos en el sector de las *subprime*; pero nunca lo hicieron; al menos, no hasta que fue demasiado tarde.

¿Por qué no lo hicieron? Los historiadores discutirán sobre este punto durante bastante tiempo. Algunas posibles razones seguramente son que la ideología de desregulación y de libre mercado impregnaba hasta el mismo aire, que el reciente historial de impagos había sido muy favorable y que los reguladores pudieron verse atrapados por una mentalidad panglossiana<sup>14</sup> sobre las burbujas. Ninguna de estas razones puede servir de pretexto para su comportamiento —en mi opinión, el fracaso regulador fue inexcusable—, pero sí pueden servir para explicar su asombrosa pasividad.

Otra posible razón pudieron ser las presiones políticas, fuesen reales o percibidas. Después de todo, tanto la Administración de Clinton como la de Bush se caracterizaron por promocionar el incremento de la propiedad de viviendas, incluso entre familias con ingresos relativamente bajos;



recordemos por ejemplo la «sociedad de propietarios» de Bush. Pero si las agencias de regulación poseen cierto nivel de independencia es precisamente para evitar tales presiones. Por tanto, esto tampoco sirve de excusa.

Por último, y tal vez sea lo más destacable, ninguno de los reguladores bancarios, ni siquiera el cuarteto en su conjunto, supo reconocer lo que se escondía detrás de la lamentable situación. Una parte importante y creciente de las peores hipotecas *subprime* no procedía de los bancos, sino de prestamistas no bancarios que creaban hipotecas bastante sospechosas, que conservaban sólo unos pocos días y luego vendían a titulizadores (de los que hablaremos en breve). Por ejemplo, tan sólo uno de los diez principales creadores de hipotecas *subprime* en 2005 era un banco comercial regulado (Wells Fargo), y en 2007 más de la mitad de la totalidad de los préstamos *subprime* procedía de corredores de Bolsa especializados en hipotecas, en vez de bancos. De hecho, según una estimación de Gramlich, únicamente el 20 por ciento de los préstamos *subprime* concedidos en 2005 tuvo su origen en bancos y cajas de ahorros regularmente controlados.

Los prestamistas no bancarios operaban fuera del ámbito de control del sistema regulador federal, lo que a menudo significaba que lo hacían sin ninguna clase de supervisión adulta (la gravedad del problema variaba de estado a estado). Pese a ello, los reguladores federales deberían haberse percatado de suficientes travesuras como para prestarles atención. Pero no lo hicieron.

## *El salvaje y confuso sistema bancario en la sombra*

Los prestamistas hipotecarios no bancarios eran sólo una pieza de lo que actualmente se denomina *sistema bancario en la sombra*, un complejo entramado de instituciones financieras y mercados de capitales fuertemente involucrados en el sector del préstamo. No existe una definición comúnmente aceptada del sistema bancario en la sombra, pero entre las instituciones que formaban parte de él en vísperas del estallido de la crisis se podía encontrar a prestamistas no bancarios; a las dos agencias inmobiliarias patrocinadas por el gobierno, Fannie Mae y Freddie Mac; a otros autoproclamados

titulizadores privados; a los principales bancos de inversión (que a menudo también eran titulizadores); a los mencionados SIV; a una gran variedad de compañías financieras (algunas de ellas especializadas en finanzas del sector inmobiliario); a fondos de alto riesgo (*hedge funds*), fondos de capital privado (*private equity funds*) y otros gestores de activos, y a miles de fondos mutuos, fondos de pensiones y toda clase de fondos de inversión.

Entre los *mercados* involucrados estaban los de títulos financieros sobre hipotecas (MBS), otros títulos financieros basados en otros activos (ABS), efectos comerciales (CP), opciones de recompra (repos), y una pasmosa variedad de derivados, incluidas las tristemente famosas obligaciones de deuda garantizada (CDO) y las funestas permutas de incumplimiento crediticio (CDS). Pido perdón por la sopa de letras; las explicaciones están al llegar.

## ¿QUÉ ES UN DERIVADO?

«Derivado» es un término genérico para cualquier título o contrato cuyo valor se *deriva* del de un título financiero convencional *subyacente*, como por ejemplo de una acción o de un bono. En lugar de tener el activo en propiedad, y obtener beneficios o pérdidas cuando su precio sube o baja, un derivado es una apuesta sobre algún aspecto de su comportamiento futuro. Un sencillo ejemplo es la opción de compra, que ya vimos en el capítulo anterior, y en breve examinaremos la *permuta de incumplimiento crediticio* (CDS), cuyo valor depende de si un determinado bono subyacente entra o no en situación de impago. Otros tipos habituales de derivados se basan en los tipos de interés o los tipos de cambio de divisas.

Además de por la naturaleza del título subyacente, los derivados también se clasifican en *estandarizados* y *negociados en mercados bursátiles organizados*, como las opciones sobre acciones aceptadas por la Bolsa de Nueva York; o *personalizados* y *negociados directamente entre comprador y vendedor* (negociación conocida como «over the counter», OTC), como la mayoría de las CDS. En general, los expertos consideran que los derivados negociados a través de los mercados regulados son mucho más seguros y transparentes que los derivados OTC.

También son mucho menos rentables para los agentes y operadores bursátiles, tanto por cuenta ajena (brókeres) como por cuenta propia (*dealers*). En teoría, un corredor de bolsa (bróker) es un simple intermediario que pone en contacto a compradores con vendedores, mientras que un operador (*dealer*) debe posicionarse, sea como comprador o como vendedor. Sin embargo, ambos papeles se mezclan con

frecuencia, ya que los brókeres-*dealers* pueden vender derivados a una parte y después buscar un comprador para la otra parte de la transacción. El número de grandes *dealers* de derivados a nivel mundial es bastante reducido, y actualmente aún más que antes de la crisis; entre las entidades estadounidenses, la mayor parte del negocio corresponde a únicamente cinco grandes bancos: Goldman Sachs, Morgan Stanley, JPMorgan Chase, Citigroup y Bank of America Merrill Lynch.

Los derivados pueden utilizarse tanto para protegerse del riesgo como para crearlo, lo que constituye otra clasificación clave. Por ejemplo, una aerolínea puede servirse de derivados para reducir o eliminar el riesgo natural de su actividad que surge de la necesidad de comprar combustible en el futuro a precios desconocidos. Pero la otra parte de la transacción puede adquirir riesgo en lugar de extinguirlo, apostando pura y simplemente sobre si los precios subirán o bajarán.

Este ejemplo del combustible saca a colación otro punto importante, y es que la mayoría de los derivados son apuestas de suma cero, esto es, que lo que una parte gana lo pierde la otra, dejando inalterados a los inversores en su conjunto. Sin embargo, aunque tal cosa pueda hacer pensar que los derivados carecen de riesgo para la sociedad como un todo, es preciso recalcar que conllevan una gran cantidad de apalancamiento sintético, tal y como se explicó con el anterior ejemplo de las opciones sobre acciones. Por tanto, el riesgo, aunque parezca cosa únicamente de las dos partes implicadas, es muy alto para toda la sociedad.

Las cifras sobre movimientos de derivados a menudo aparecen como aterradoramente elevadas, mucho mayores que la riqueza total existente en todo el mundo. Esto es debido a que los datos suelen ofrecer «valores teóricos», los cuales se basan en el activo subyacente, no en el derivado. Nuestro caso previo de las opciones sobre acciones sirve nuevamente de ejemplo: cada opción cuesta al comprador 48 dólares por acción, o lo que es lo mismo, un paquete de 100 opciones cuesta 4.800 dólares. Pero el valor «teórico» de los títulos financieros subyacentes —100 acciones de Google— es de 61.000 dólares, cantidad que es casi trece veces más elevada. Si el derivado perdiese todo su valor, su propietario perdería 4.800 dólares, no 61.000 dólares. Sin embargo, se contabilizarían los 61.000 dólares en tanto que valor teórico.

Según la mayoría de las estimaciones, el sistema bancario en la sombra era considerablemente más grande que el sistema bancario convencional. Imagínese lo que supone dejar semejante cantidad de actividades financieras en un entorno casi totalmente desregulado, como un grupo de animales salvajes campando a sus anchas sin cuidadores ni domadores. Bueno, en realidad no hace falta imaginarlo: fue exactamente lo que sucedió.

En el caso de los derivados, no viene nada mal un poquito de historia. Aunque sus ancestros se remontan a siglos atrás, los modernos derivados financieros alcanzaron su forma actual a finales de la década de los ochenta y principios de la de los noventa. La Asociación Internacional de Permutas (swaps) y Derivados (ISDA), que es la asociación comercial de la industria de los derivados, estima que el valor teórico de los derivados pendientes de pago negociados de forma privada —principalmente permutas sobre tipos de interés— ascendía a cerca de 1 billón de dólares a finales de 1987. Pero entonces comenzó a crecer de forma exponencial hasta los 11 billones de dólares en 1992 y hasta unos mareantes 69 billones de dólares en 2001.

Sin embargo, semejante actividad únicamente era conocida por los especialistas hasta que una serie de «accidentes» ocasionados por los derivados, a los que se dio una gran publicidad, llamaron en 1994-1995 la atención sobre la aún joven industria. Uno de ellos se originó a partir de un acuerdo entre Merrill Lynch y el Condado de Orange, en California, que provocó en la zona unas pérdidas tan elevadas que supusieron la mayor bancarrota municipal en la historia de Estados Unidos. Otro incluía una venta de derivados desde el Consorcio de Banqueros a Procter & Gamble, que condujo a una demanda interpuesta por este último y a la puesta en circulación de algunas groseras e incriminatorias cintas de audio. Un tercero consistió en las aventuras de un pícaro corredor de Bolsa, Nick Leeson, cuyas salvajes apuestas en Singapur literalmente llevaron a la quiebra a Barings, el banco de inversión más antiguo de Reino Unido, una historia que acabaría inspirando una película. No puede decirse que fuera precisamente un comienzo afortunado.

Pero eso no fue nada comparado con lo que sucedió durante el verano y el otoño de 1998, cuando las pérdidas del ahora tristemente célebre fondo de alto riesgo LTCM (Gestión de capitales a largo plazo) contribuyeron a desencadenar una crisis financiera mundial, una crisis que en su momento pareció monumental, hasta que se vio empujeada por los asombrosos eventos de 2007-2009. El arrogante y excesivamente seguro de sí mismo LTCM se posicionó en el lado perdedor de un enorme y variado volumen de apuestas sobre derivados, cada una de las cuales conllevaba considerables cantidades de apalancamiento sintético. Por si fuera poco, el balance del

LTCM ya estaba de por sí fuertemente apalancado. El fondo se dirigía inevitablemente hacia el olvido, probablemente causando no pocos daños colaterales por el camino, cuando la Reserva Federal intervino orquestando un rescate financiero privado procedente de las entidades de Wall Street.

Después de una experiencia tan próxima al desastre como ésta, lo lógico habría sido la implantación de un mínimo de regulación tanto en los fondos de alto riesgo como en unos mercados de derivados totalmente fuera de control. Pues bien, no fue así. En un conocido incidente ocurrido pocos meses antes del rescate anteriormente mencionado, Brooksley Born, presidenta de la Comisión de Comercio de Futuros sobre Mercancías Básicas (CFTC), fue severamente reprendida cuando sugirió que tal vez los derivados OTC deberían situarse bajo el paraguas regulador de la comisión. Todos sus esfuerzos se vieron bloqueados, por decirlo suavemente, por los entonces pesos pesados financieros del gobierno: el presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan; el secretario del Tesoro, Robert Rubin; el subsecretario, Lawrence Summers, y el presidente de la Comisión sobre los Mercados Regulados y los Títulos Financieros (SEC), Arthur Levitt. Se trataba, por descontado, de una lucha por el poder: aparentemente, la pequeña CFTC quería sentarse al volante sin transportar demasiados pasajeros. Pero fue algo más que una pelea territorial. El cuarteto criticó a Born públicamente, advirtiéndole de que una mayor regulación sobre los derivados crearía incertidumbre legal, reprimiría innovaciones valiosas y acabaría trasladando el comercio con derivados a paraísos fiscales, tal vez incluso acabaría con el capitalismo tal y como se conocía. Born recibió incluso una dura reprimenda verbal por parte de Summers.

¿Acaso estos caballeros cambiaron de opinión tras la crisis del LTCM acaecida unos meses más tarde? Increíblemente, la respuesta es no. Todo lo contrario: su posición antirregulación se hizo aún más dura. En el año 2000, Born había dejado su puesto en la CFTC, y Rubin, que era algo más cauteloso con los derivados que Summers, tampoco estaba ya en el Departamento del Tesoro. Como nuevo secretario del Tesoro, Summers contribuyó de forma decisiva a la aprobación en el Congreso de la Ley de modernización de futuros sobre mercancías básicas (2000), una ley que eliminaba explícitamente toda posible amenaza de regulación, por parte de la

CFTC, de los contratos de derivados entre «partes sofisticadas». ¿*Sofisticadas*? La palabra resulta absurda dada la insensatez que vino a continuación. Tal vez en este caso la palabra operativa sea *partes*,<sup>15</sup> pues las fiestas se desataron con imprudente abandono una vez que se implantó la señal de PROHIBIDO EL PASO a las regulaciones. Según la Asociación Internacional de Permutas (swaps) y Derivados (ISDA), el volumen total teórico se disparó desde los 70 billones de dólares en 2001 hasta los 445 billones de dólares en 2007. Independientemente del mérito de las ideas específicas de Born, los derivados deberían haber sido sometidos a algún tipo de régimen regulador. En vez de eso, «se mira pero no se toca» pasó a ser la ley suprema.

¿Cómo es posible que tanta gente inteligente crea en estos cuentos de hadas del *laissez-faire*? Es una buena pregunta. Parte de la culpa la tiene seguramente la fe excesiva tanto en el libre mercado, que por entonces se consideraba como un elixir mágico que todo lo curaba, como en la denominada *hipótesis de los mercados eficientes*, que algunos economistas apoyaban, elogiaban y enseñaban a sus alumnos, muchos de ellos futuros ingenieros financieros en Wall Street.

Casi con toda seguridad, otra parte importante de culpa recae en la tendencia colectiva de la gente a olvidar el pasado. Cuando todo va bien, el valor de los activos crece y los impagos de préstamos son escasos, resulta muy fácil olvidar una de las leyes de gravitación financiera: lo que sube demasiado rápido a menudo se desploma con gran estrépito. El fallecido Hyman Minsky, un importante economista que no recibe el reconocimiento que se merece, enfatizó el factor de la desmemoria en su teoría de las crisis financieras recurrentes. En los últimos años, muchos de los trabajadores de Wall Street han comenzado a referirse a la crisis de 2007-2009 como un «momento Minsky».<sup>16</sup> Desde luego, fue sin duda todo un *momento*. Es una pena que los operadores financieros no recordasen a Minsky antes de la debacle. Y también es una pena que los reguladores tampoco lo hicieran.

El adjetivo «eficiente» en «mercados eficientes» alude al modo en que los inversores se sirven de la información a su alcance. En un mercado eficiente, toda nueva información es procesada de forma *correcta* e *inmediata* por los inversores, lo que da como resultado que los precios de mercado reaccionen al instante y de manera apropiada ante cualquier nuevo dato sobre el activo en cuestión, ya se trate de una acción, de un bono corporativo, de un derivado o de cualquier otro vehículo. Dado que los precios se ajustan al alza o a la baja instantáneamente, no queda ningún billete de 100 dólares sobre la acera que alguien pueda recoger. Para poder beneficiarse de las noticias es preciso ser rápido como una liebre, pues de otro modo será tarde. Éste es uno de los motivos que justifican el frecuentemente citado aforismo: «No se puede correr más que el mercado».

Una definición aún más extrema de la eficiencia sostiene que los precios de mercado no reaccionan ante noticias irrelevantes. Si esto fuese cierto, los precios ignorarían los fuegos fatuos, los rumores infundados, la locura de las multitudes y otros factores no pertinentes, centrándose en todo momento en los elementos fundamentales, y en tal caso los precios nunca se desviarían de los valores fundamentales, es decir, los precios de mercado siempre serían los «correctos». Bajo esta exagerada forma de eficiencia de mercado, de la que los críticos se mofan llamándola «fundamentalismo de libre mercado», nunca existirían burbujas sobre precios de activos.

Prácticamente nadie considera la versión más extrema de la hipótesis de los mercados eficientes (HME) como la verdad en sentido literal, de la misma forma que ningún físico acepta las leyes de la mecánica de Newton como algo exacto al ciento por ciento. Sin embargo, extendiendo la analogía, la física newtoniana a menudo ofrece una excelente aproximación de la realidad, y los economistas, por su parte, discuten sobre el grado de exactitud que posee la HME en aplicaciones concretas. Por ejemplo, la HME encaja muy bien con los datos proporcionados por las acciones de amplia difusión.

Pero los títulos financieros de escasa difusión o comprensión son un tema totalmente distinto. Un ejemplo: los ingenieros financieros de Wall Street se servían de modelos de valoración teórica basados en un razonamiento tipo HME para concebir y valorar todo tipo de exóticos derivados. Según las estadísticas actuales, algunos de estos cálculos estuvieron lejos de dar en la diana.

*Algo nuevo bajo el sol: CDS*

En el año 2000 comenzó a despuntar un nuevo y creativo tipo de derivado llamado *permuta (swap) de incumplimiento crediticio* (CDS). Sus orígenes datan de unos años antes, producto de un equipo de jóvenes y brillantes ingenieros financieros de JPMorgan en la década de los noventa. Durante mi período como vicepresidente de la Reserva Federal a mediados de esa década, el personal de la Fed nos informó de este nuevo instrumento aún poco conocido, y tratamos de averiguar de qué clase de bestia se trataba. Poco podíamos sospechar que estaba destinado a jugar un papel crucial en la inminente crisis financiera.

Una CDS es un contrato de garantía que hace las veces de derivado, en el que el vendedor asegura al comprador ante posibles pérdidas por impago de un bono concreto. Si dicho bono efectivamente entra en suspensión de pagos, el asegurador cubre las pérdidas; a cambio, el «asegurado» realiza pagos periódicos de «primas» al asegurador, exactamente igual que en el caso de una póliza de seguro de vida o de automóvil. Si el bono nunca entra en impago, como suele ser habitual, el vendedor gana y el comprador pierde; pero si se produce dicho impago, el vendedor pierde a lo grande. Es el clásico seguro: el asegurador incurre en grandes pérdidas, pero sólo muy de vez en cuando.

¿Por qué crear un contrato semejante? La razón original era permitir a los inversores cubrirse las espaldas frente al riesgo de impago. Supongamos que soy propietario de un bono de General Motors por valor de 1 millón de dólares y súbitamente me asalta la preocupación de que GM pueda suspender pagos. En ese caso podría dirigirme a una gran aseguradora como AIG —por poner un ejemplo nada casual— y adquirir una CDS sobre el bono. Bajo este contrato me comprometo a pagar periódicamente a AIG primas de seguro, pero si GM suspende pagos, AIG se haría cargo de las pérdidas. Por tanto, AIG me libera del riesgo de impago, a cambio de una tarifa, por supuesto. Ése es el trabajo de las aseguradoras.

En poco tiempo, no obstante, el uso de las CDS en tanto que *garantía* se vio totalmente desplazado por su uso como instrumento de *especulación*, es decir, como forma de apuesta, por ejemplo sobre si GM entraría o no en suspensión de pagos, ¡ni siquiera era preciso poseer bonos de GM! Imaginemos que Smith piensa que GM suspenderá pagos, mientras que Jones



piensa lo contrario, y que ninguno de ellos es propietario de ningún bono subyacente de GM. Smith puede *comprar* una CDS sobre un bono, y Jones puede *venderla*. En jerga bursátil, acuerdos como éste se denominan «CDS al descubierto», ya que ninguna de las partes posee el bono. Veamos qué ocurre. Antes del acuerdo de CDS, ni a Smith ni a Jones les importaba lo más mínimo si GM suspendía pagos o no, pero tras el acuerdo sí que les importa: si GM deja de pagar, Smith gana y Jones pierde; y lo contrario ocurre si GM sigue pagando puntualmente. El resultado es que se ha *creado* riesgo en lugar de extinguirlo, lo que supone una contradicción respecto del objetivo original de las CDS. Esta evolución de cobertura a especulación es muy típica de cualquier innovación financiera: con mucha frecuencia, los nuevos instrumentos que originalmente —o tal vez habría que decir *supuestamente*— se diseñan para reducir el riesgo acaban convirtiéndose en nuevas formas para *crear* riesgo donde antes no lo había. Resultado: el riesgo total en la sociedad aumenta.

Vale la pena mencionar las otras tres características clave de la CDS, porque también son muy típicas de los derivados. En primer lugar, la transacción conlleva un enorme apalancamiento sintético: si el comprador tan sólo llega a realizar unos pocos pagos de la prima requerida antes de que GM suspenda pagos, obtiene un enorme múltiplo de su inversión, y el vendedor sufre una pérdida proporcional. Por ello, el riesgo es muy alto.

En segundo lugar, el acuerdo en su conjunto es de *suma cero*: lo que Smith gana, lo pierde Jones, y viceversa. Los entusiastas de los derivados a menudo proclaman este hecho a bombo y platillo, argumentando que tales apuestas entre adultos que libremente consienten en llevarla a cabo no suponen ningún peligro para la sociedad en su conjunto. Esto parece lógico hasta que surge la pregunta de qué pasa si el perdedor no puede pagar. ¿Quién asegura al asegurador? Ésta fue la pregunta incómoda del millón durante el período 2007-2008, cuando se disparó el nivel de riesgo percibido en la contraparte. En septiembre de 2008, el gobierno llegó a la conclusión de que AIG no iba a ser capaz de pagar a su enorme plantel de contrapartes de CDS, por lo que básicamente nacionalizó la compañía; de esta forma, convirtió su enorme deuda en deuda a cargo de los contribuyentes antes que permitir su colapso.

En tercer lugar, *los intermediarios de derivados ganan dinero* desde ambos lados de la transacción. Es probable que Smith y Jones ni siquiera se conozcan. Para comprar o vender una CDS, basta con que se dirijan a alguno de los grandes intermediarios de swaps, que se encargará de encontrar a alguien que ocupe la contraparte de la apuesta, cobrando unos honorarios por su trabajo. En la práctica, el propio banco de distribución probablemente ocupará temporalmente el otro lado de la transacción, y posteriormente intentará venderlo. Cuando estalló la crisis, muchos de ellos se vieron atrapados con inventario sin vender.

Aunque desde luego hay excepciones, cada una de estas características es típica de los derivados personalizados, por lo que no está de más tenerlas en mente. Durante el auge financiero, el enorme apalancamiento sintético asociado a los derivados permitió considerables incrementos en la toma de riesgos. Los enormes márgenes que podían obtenerse mediante derivados personalizados condujeron a los bancos intermediarios a un frenesí expansivo, y cuando las cosas empezaron a torcerse, el miedo irracional al impago de la contraparte contribuyó al cierre de algunos mercados.

Las CDS fueron la causa del que tal vez sea el episodio más dramático de auge y colapso en la historia del mercado de derivados. Los datos recogidos por la ISDA sobre el valor teórico del volumen pendiente de pago de las CDS comienzan a finales de 2001 con «apenas» 919.000 millones de dólares (antes de esta fecha la actividad era muy pequeña). A finales de 2007 el volumen de las CDS alcanzó los 62 billones de dólares, tras crecer a una asombrosa tasa del 102 por ciento anual durante seis años. En 2008 ya se estimaba que aproximadamente el 80 por ciento de las CDS pendientes eran «al descubierto», es decir, que eran puras apuestas financieras en lugar de contratos de cobertura. Ésta es una de las razones principales de por qué un nicho tan aparentemente pequeño de los mercados de crédito como son las hipotecas *subprime* causase un daño tan extendido: el riesgo de las hipotecas subyacentes se vio fuertemente reforzado, en lugar de atenuado, por billones de dólares de CDS situados en lo alto de un tambaleante castillo de naipes.

Tal era el panorama en 2007. Estados Unidos tenía un sistema financiero con serias vulnerabilidades; unos reguladores amantes de la desregulación, a los que les gustaba más la innovación que la seguridad; una flagrante

carencia de reguladores federales del sector hipotecario; un enorme y casi totalmente desregulado sistema bancario en la sombra creciendo a toda velocidad, tanto en tamaño como en alcance; un salvaje y enrevesado territorio de derivados en el que los reguladores tenían prohibido adentrarse, y una montaña de hipotecas *subprime* que ya empezaba a derrumbarse. Un caldo de cultivo inestable, por no decir otra cosa. Dadas las circunstancias, cada ciudadano estadounidense, por desgracia y sin su conocimiento o consentimiento, estaba inmerso en el complejo juego financiero de apuestas.

Las premisas a seguir para una futura reforma financiera están muy claras, pues todas ellas se derivan de lo enumerado en el párrafo anterior: se necesita una mejor regulación bancaria, la regulación del sistema bancario en la sombra y de los mercados de derivados, así como una agencia general que vigile de cerca las prácticas hipotecarias de carácter predatorio. Y precisamente este último punto nos lleva al siguiente villano de toda esta funesta historia.

## **Villano 4: Prácticas vergonzosas en los créditos hipotecarios *subprime***

No es ningún secreto que las hipotecas *subprime* fueron el detonante de toda la debacle económica y financiera. Muchas de ellas eran ya de por sí una locura, pero es que además sirvieron de base para un surrealismo aún mayor en los salvajes mundos de los títulos financieros hipotecarios y de los derivados. Las agencias reguladoras jamás deberían haber permitido la creación de tantas y tan ignominiosas hipotecas; por tanto, los reguladores son culpables. ¿Qué decir de los imprudentes bancos y prestamistas no bancarios que concedieron dichas hipotecas, y de los irresponsables titulizadores que las compraron para luego inundar el mercado vendiendo dudosos títulos hipotecarios a inversores ingenuos o incautos? Culpables también. Sin embargo, la tragedia comienza ante todo con el enorme volumen de hipotecas de alto riesgo que nunca deberían haber visto la luz.

Consideremos el triste caso de Alberto y Rosa Ramírez, una pareja de mexicanos afincados en California, que trabajaban como recolectores de fresas con unos ingresos anuales que oscilaban entre los 12.000 y los 15.000 dólares y cuyo dominio del inglés era bastante escaso. Alentados y asistidos por un agente inmobiliario sin escrúpulos en busca de una jugosa comisión, los Ramírez obtuvieron una hipoteca de 720.000 dólares, concedida por la tristemente célebre (y actualmente en bancarrota) New Century Financial Corporation, para comprar una casa de 720.000 dólares. Sí, ha leído bien: ¡no pusieron ni un centavo de capital propio, y la casa costaba entre cuarenta y ocho y sesenta veces su ingreso total anual! Al parecer, el agente inmobiliario registró sus ingresos como 12.000 dólares *al mes* y sus ocupaciones como «peritos agrarios». Errores sin importancia. Los Ramírez se mudaron a su descomunal nueva casa con otra familia, y de algún modo, entre otras cosas recibiendo ayuda financiera del agente inmobiliario, se las arreglaron para quedarse en ella algunos años hasta declararse insolventes y perder su hogar por ejecución de la hipoteca.

Bien, ahora un pequeño test de inteligencia bancaria: ¿Debería haberse concedido esa hipoteca? Puede que no sea usted un experimentado banquero, pero si ha respondido *no* está en lo cierto. Por desgracia, la New Century se equivocó en 2005 cuando realmente concedió este crédito y muchos otros como él, y otros bancos también llevaron a cabo otros préstamos similares no menos vergonzosos. Seguro que ahora mismo se está preguntando: ¿Qué demonios fumaba toda esta gente? Según parece, una hierba llamada «avaricia»: Concedían el crédito, se embolsaban la comisión, pasaban a lo siguiente, y que otros se preocupasen por las consecuencias.

Siendo justos, no todas las hipotecas *subprime* fueron tan descabelladas como la de los Ramírez, y de hecho, la idea básica subyacente al crédito *subprime* no es en sí misma perniciosa. Los prestatarios *subprime* son aquellas personas cuyos historiales crediticios los incapacitan para obtener hipotecas convencionales «de primera categoría»; en concreto, aquellas cuya puntuación FICO no supera los 620 puntos. Pero, por supuesto, hay muchos que no llegan por muy poco: los prestatarios «casi de primera». De entre éstos, algunos se sitúan en la siguiente categoría, las llamadas hipotecas «Alt-A»,<sup>17</sup> y otros poseen circunstancias atenuantes (por ejemplo, no haber

solicitado nunca un préstamo) o son apuestas seguras por otras razones, a pesar de su puntuación FICO. La concesión de un préstamo a este tipo de prestatarios no es algo necesariamente insensato o irresponsable, y el gobierno no estaba necesariamente equivocado al ayudarles a adquirir una vivienda en propiedad.

No obstante, no es lo mismo ayudar a prestatarios «casi de primera» que desean comprarse una casa que probablemente se pueden permitir, que buscar con ansia a cualquiera que pueda estampar una firma en un contrato de hipoteca, pues en tal caso se puede sufrir un colapso por sobredosis; y efectivamente, eso fue lo que pasó. Las cifras hablan por sí solas: en 1994 el volumen de las hipotecas *subprime* fue de 35.000 millones de dólares (menos de un 5 por ciento del total de las hipotecas), pero en 2005 alcanzó unos impresionantes 625.000 millones de dólares (el 20 por ciento del total), lo que implica que se multiplicó por dieciocho en tan sólo once años. Existen dos posibles explicaciones para un crecimiento tan explosivo: o bien de repente apareció de la nada una enorme cantidad de prestatarios *subprime* dignos de recibir un crédito, o bien los estándares de concesión cayeron a plomo. Elija el lector la posibilidad que le parezca más plausible.

Por si necesita una pista, permítame informarle de que las hipotecas «*low-doc*» (créditos con escasa documentación), «*no-doc*» (sin ningún tipo de documentación), e incluso «mentirosas» (el caso de los Ramírez le permitirá hacerse una idea de lo que significa esta última) adquirieron una preponderancia creciente entre principios y mediados de la primera década de 2000; se estima que, durante este período, casi un tercio de todas las hipotecas *subprime* pertenecían a las variedades *low-doc* o *no-doc*. Personalmente, mis candidatos favoritos a formar parte de la historia financiera más ignominiosa fueron los tan cacareados créditos NINJA (*No Income, No Job, no Assets*), concedidos a personas *sin ingresos, sin trabajo y sin activos*. Nadie sabe con exactitud cuántos créditos NINJA se llegaron a conceder, pero el ABC más básico del mundo de la banca aconseja que el número prudente debería haber sido cero.

La concesión de créditos a prestatarios de alto riesgo ya es bastante nociva, pero las estructuras de muchas de estas hipotecas *subprime* no hicieron sino empeorar las cosas. De hecho, el economista Gary Gorton,

consultor de AIG, sostiene que muchas hipotecas *subprime* estaban «diseñadas para provocar su impago». El ejemplo más conocido de ello fueron las «2/28 ARM», que eran hipotecas a treinta años de interés variable con, pongamos por caso, un «tentador tipo de interés del 8 por ciento durante los dos primeros años, que posteriormente se reajustaría a un tipo más alto (por ejemplo, LIBOR <sup>18</sup> más el 6 por ciento).

Muy pocos de los que firmaron tales hipotecas se podían permitir el incremento de tipos de interés al que tendrían que hacer frente al cabo de dos años. Poseedoras de una mentalidad muy propia de las burbujas, estas hipotecas básicamente estaban apostando por un incremento de los precios de las viviendas, pues si el valor de las casas se elevase lo suficiente, se podrían refinanciar las hipotecas al cabo de los dos años, liquidar la totalidad de la ARM (evitando así la subida de intereses) y tal vez incluso obtener un beneficio contante y sonante con el cambio. Pero si no era así, el prestatario no podía pagar, momento en el cual el *prestamista* —no el prestatario— podía decidir entre emitir una nueva hipoteca o quedarse con el aval de la misma. Las personas de escasos recursos no deberían someterse a riesgos financieros tan elevados; y si lo intentasen, los banqueros deberían simplemente denegarles la petición.

Hubo otras formas de hipoteca *subprime* incluso más exóticas, como las «*option ARM*» y las «hipotecas de amortización negativa». Con una *option ARM*, el prestatario puede elegir cada mes entre realizar el pago establecido en el contrato, lo que incluye una parte de amortización; abonar únicamente los intereses, dejando intacto el principal de la hipoteca, o incluso pagar *menos* que el interés debido, añadiendo la parte no pagada al principal e incrementando por consiguiente la deuda. Está bien ofrecer estas opciones a personas sofisticadas con recursos, que pueden sentirse inclinadas a realizar calculadas apuestas sobre el sector inmobiliario, pero jamás deberían haberse ofrecido a prestatarios de escasa formación —en ocasiones casi analfabetos— que difícilmente podían enfrentarse a una pérdida. El mero hecho de que sucediera fue una verdadera vergüenza.

La lección para los reguladores financieros es una que no deberían haber necesitado aprender, aunque según parece lo hicieron. Conceder créditos que están «diseñados para no ser pagados» a prestatarios poco sofisticados,

financieramente hablando, que muy probablemente no son conscientes de dónde se están metiendo, viola todos y cada uno de los principios de una actividad bancaria sensata, por no hablar de la decencia humana. Sin embargo, una revisión seria de los datos revela que las hipotecas diseñadas para provocar su impago *no* pueden haber sido una causa principal de la crisis, ya que las hipotecas claramente *no* diseñadas para provocar su impago acababan haciéndolo casi con la misma frecuencia.

Fannie Mae y Freddie Mac, las dos empresas patrocinadas por el gobierno (GSE), llegaron relativamente tarde a la fiesta de las hipotecas, pero cuando llegaron, su enorme tamaño les permitió añadir un buen chorro de licor al ponche para darle más chispa.

El Congreso encargó en 1992 a estas empresas que se ocupasen de apoyar el sector inmobiliario de propietarios de ingreso bajo y medio, y durante la década de los noventa fueron gradualmente metiendo los dedos, los pies y las rodillas en las aguas hipotecarias. Sin embargo, no redujeron sus estándares de concesión hasta aproximadamente 2003, momento en el que fueron presionadas por la competencia de los tituladores del sector privado y en el que el volumen de las hipotecas *subprime* y Alt-A comenzó a subir como la espuma, y las acciones de Fannie y Freddie comenzaron a deteriorarse. Aún hoy se debate sobre si Fannie y Freddie entraron con fuerza en el crédito *subprime* siguiendo una estrategia comercial deliberada tras haber caído en la misma histeria que todos los demás, o si el Congreso y la Casa Blanca las empujaron a ello. Fuese cual fuese la razón, lo cierto es que adquirieron —y garantizaron— demasiado papel basura.

Con todo, resulta llamativo que el balance de ambas empresas se *contrajera* ligeramente durante el período 2003-2007 —justo cuando los balances de los bancos privados o de inversión casi duplicaban su volumen— y que sus participaciones en el mercado se desplomaran de forma tan dramática; sus adquisiciones de títulos financieros hipotecarios *subprime* tocaron techo en 2004 y se concentraron en las franjas más seguras; y hasta la actualidad, las hipotecas de las GSE han tenido tasas de impago considerablemente menores que las de otras empresas. Hechos como éstos hacen difícil comprender cómo puede ser que aún se considere a Fannie y a

Freddie como dos de los principales culpables del comienzo de la crisis, y a la mayoría de los miembros de la FCIC también les cuesta entenderlo. Hay otros, no obstante, a los que no les cuesta tanto.

## **Villano 5: Complejidad fuera de control**

Para empezar, ¿por qué se concedieron tantos créditos basura? La respuesta es que todos los implicados pensaban que sacarían algún beneficio de ello, lo cual nos lleva directamente a los titulizadores, ya mencionados anteriormente. He aquí, de forma muy simplificada, cómo funcionaba la titulización de las hipotecas.

Supongamos que la Corporación Banco Arriesgado (CBA) ha concedido mil créditos hipotecarios *subprime* por una media de 200.000 dólares cada uno, por ejemplo, en el área de Las Vegas. La altamente concentrada cartera de la CBA, compuesta por 200 millones de dólares en créditos hipotecarios, es como mínimo arriesgada, pues es probable que muchos de estos créditos estén «diseñados para no pagarse» y la fiabilidad crediticia de buena parte de los prestatarios sea algo dudosa; si una desaceleración económica o un desastre natural golpease el mercado de Las Vegas, la mayor parte de estos nuevos propietarios de viviendas dejaría de pagar, y hundiría a la CBA con ellos. Por ello, el banco querría encontrar un comprador para estos créditos mientras sigan en buenas condiciones.

Entonces entra en escena el Banco de Inversión Simpático (BIS), un titulizador de Wall Street, y ofrece a la CBA un atractivo trato: «Véndeme tus 200 millones de dólares en hipotecas *subprime* y te pagaré inmediatamente en efectivo, que luego puedes usar para conceder más créditos a otros prestatarios. Después, combinaré tus hipotecas con otras de todo el país y crearé con todas ellas un paquete bien diversificado de títulos financieros hipotecarios (MBS), de forma que estos nuevos activos tengan menos riesgo que sus hipotecas subyacentes gracias a su diversificación geográfica. Y entonces esparciré el riesgo por todas partes vendiendo pequeñas porciones



de los títulos a inversores de todo el mundo». El BIS no propone un acto de altruismo, por supuesto, ya que puede ganar unas comisiones muy jugosas por sus servicios.

A primera vista, este pequeño acto de ingeniería financiera parece tener sentido, pues la CBA se libera de un riesgo considerable que amenazaría su propia existencia. Si todo sale según lo previsto, la titularización de todas esas hipotecas por parte del BIS debería realmente reducir el riesgo en las dos formas mencionadas: aunque los precios del sector inmobiliario de Las Vegas bajen, es muy improbable que caigan simultáneamente en Los Ángeles, Chicago, Orlando y otras ciudades (*¿Qué pasa si efectivamente caen todos a la vez? Mejor no pregunte*), y con los riesgos repartidos en cientos de inversores por todo el mundo, no hay ningún banco concreto que cargue con el muerto. O al menos, ésa era la teoría, pues por desgracia, en la práctica no funcionó tan bien.

La historia no acaba aquí, pues muchos activos relacionados con las hipotecas eran mucho más complejos de lo que se ha sugerido hasta ahora. Los primeros MBS eran simples agrupaciones de hipotecas, una especie de fondos mutuos hipotecarios. Si un banco de inversión agrupaba por ejemplo dos mil hipotecas con un tipo de interés medio del 7 por ciento y un valor principal promedio de 200.000 dólares, se creaba un título financiero con un valor nominal de 400 millones de dólares que pagaba un interés del 7 por ciento, descontando las pequeñas pérdidas por impago. Si un inversor compraba una parte de ese título por valor de 1 millón, estaba comprando un activo cuyas características de riesgo procedían directamente de las de la hipoteca subyacente, principalmente de las fluctuaciones del tipo de interés, los pagos por adelantado y los impagos. Por ejemplo, si el historial de pérdidas crediticias en la totalidad del paquete estaba en torno al 0,5 por ciento, la cantidad a recibir por dicho inversor no sería 70.000 dólares de intereses (7 por ciento de 1 millón), sino 65.000 dólares, reflejando la reducción prorrateada de las pérdidas. Invertir de esta manera en hipotecas conlleva un riesgo mucho menor que tratar de seleccionar hipotecas individuales, lo que sin duda es una gran idea. Si la complejidad se hubiese detenido ahí...

No lo hizo. Durante los años previos al auge hipotecario, Wall Street inventó y comercializó un apabullante surtido de complejos títulos financieros que, en efecto, ofrecía a los inversores complicadas combinaciones de *porciones* de riesgo hipotecario, en ocasiones con otros tipos de préstamo añadidos a la mezcla. Algunos de estos títulos eran tan complejos que muy pocos inversores sabían a ciencia cierta qué era lo que habían comprado. Permítame el lector comenzar por una de estas complejidades, denominada *troceado* o división en tramos (*tranching*).

En lugar de vender directamente participaciones del conglomerado de hipotecas, como hacen los fondos mutuos, el BIS puede «trocear» el conglomerado, es decir, dividirlo en partes. El tramo más bajo, que podría llamarse «basura tóxica», absorbería por ejemplo el primer 8 por ciento de las pérdidas del conglomerado (32 millones de dólares), independientemente de cuales fuesen las hipotecas impagadas. El tramo intermedio, o «entresuelo», se haría cargo del siguiente 2 por ciento (8 millones), lo que dejaría al tramo más alto, el «sénior», vulnerable únicamente a pérdidas superiores al 10 por ciento (40 millones), un hecho tan improbable que se consideraba poco menos que imposible. El lote tripartito resultante de títulos financieros se llamaría obligación de deuda garantizada (CDO). Por cierto, este ejemplo es demasiado simple para resultar realista, pues las típicas CDO solían tener seis o siete tramos; algunas incluso más.

Ahora, piense en lo que les sucedía a los distintos tramos de la CDO a medida que las pérdidas hipotecarias iban elevándose desde un nivel insignificante hasta otro monumental. Mientras las pérdidas se mantuviesen por debajo del 8 por ciento, únicamente acusaban el golpe los propietarios de la basura tóxica; los propietarios de las otras dos divisiones seguían recibiendo el pago completo. Tal era el resultado que todo el mundo esperaba, dado que las pérdidas procedentes de hipotecas solían ser muy reducidas, y una tasa del 8 por ciento se salía literalmente del gráfico. Pero si las pérdidas superaban ese 8 por ciento, la parte del entresuelo comenzaría a absorber cada dólar *adicional* de pérdida, y teniendo en cuenta que esta parte intermedia no solía tener una anchura demasiado grande, tal acontecimiento liquidaría este tramo con rapidez. Hasta que las pérdidas no superasen el 10 por ciento del conglomerado, los propietarios del tramo superior no perdían

ni un centavo, lo cual implicaba una cierta inmunidad ante las pérdidas. Mientras había prosperidad, el tramo más bajo vendía con descuento por pérdidas esperadas, mientras que los otros dos vendían a valor nominal, de forma muy similar a los bonos corporativos de alta calificación. No por casualidad las agencias calificadoras bendecían a los tramos más altos con las codiciadas —y en un tiempo excepcionales— calificaciones AAA.

Imagine ahora el desarrollo de un verdadero colapso hipotecario, teniendo en mente que los conglomerados subyacentes están llenos hasta los topes de hipotecas basura *diseñadas para no ser pagadas*. A medida que cada vez más hipotecas entran en zona de peligro, los riesgos percibidos en los tramos más bajos suben como la espuma, haciendo caer sus precios. Con creciente pánico, los inversores se empiezan a preocupar por la posibilidad de que los tramos intermedios comiencen a absorber pérdidas, incluso grandes, por lo que sus precios de mercado empiezan a caer también. En el peor de los casos —que, por supuesto, tuvo lugar— incluso los tramos más altos pierden su inmunidad a las pérdidas y su valor cae a su vez. Por tanto, el valor mercantil de *todos* los tramos de los MBS se desploman —a pesar de sus elevadas calificaciones AAA—, aunque por importes muy diferentes.

Y ésta era la parte *fácil* de comprender. En los casos de los títulos más complejos y opacos nadie sabía realmente qué contenían o cuánto valían, lo que sin duda es motivo de pánico una vez que aparecen las dudas. Llevemos el ejemplo un paso más allá.

Un buen día, un ingenioso científico espacial de Wall Street echó un vistazo a los tramos más bajos, con sus penosamente bajas calificaciones crediticias, y se dijo: «¡Eureka! [en realidad, lo más probable es que más bien fuese una palabrota] ¡Ya sé cómo convertir el plomo en oro!». Para comprender su idea, imagine que existiesen cinco CDO como la de nuestro anterior ejemplo. Supongamos que en cada una de ellas el tramo más bajo supusiese el 20 por ciento del total y por tanto tuviese un valor nominal de 80 millones de dólares. Si se agrupasen estos cinco tramos inferiores en una nueva CDO —con un valor total de 400 millones—, se podría vender por separado. ¿Qué se consigue con este nuevo rompecabezas? Prepárese, que comienza la alquimia.

El tramo inferior del activo resultante, una CDO de CDO (al que Wall Street dio el bonito nombre de «CDO<sup>2</sup>»), absorbería por ejemplo el 8 por ciento de las pérdidas acumuladas *entre los cinco conglomerados hipotecarios subyacentes*. Si se consideraba cada uno de los conglomerados como causante de riesgos independientes —lo que supone un tremendo error, pero que no obstante se cometió— no quedaba mucho riesgo de impago en los otros cuatro tramos,<sup>19</sup> y por tanto estaban protegidos por el tramo de menor calificación. ¡*Voilà!* Nuestro ingeniero financiero lograba así convertir 320 millones de dólares de tramos de basura tóxica —el 80 por ciento de la nueva CDO— en activos aparentemente seguros. Y en un retórico triunfo de la esperanza sobre la razón, los tramos de mayor calificación de esta CDO<sup>2</sup> incluso llegaron a llamarse «supersénior», dando a entender que eran tan seguros que hasta podíamos vendérselos a nuestra propia abuela.

Es posible que a estas alturas ya se sienta mareado por todo esto, pero aún hay un paso más. Hasta aquí teníamos conglomerados de complejas hipotecas, muchas de ellas diseñadas para lograr su propio impago y demasiado concentradas tanto demográfica como geográficamente, que se cortaban en rodajas y taquitos para formar complicadas CDO, incomprensibles CDO<sup>2</sup> y otros inventos. Esto ya de por sí es bastante perjudicial. Pero es que además tenemos que considerar la creación de complejos *derivados* a partir de estas ya de por sí inestables hipotecas, tal y como Wall Street hizo con imprudente dejadez. Se podía, por ejemplo, comprar o vender una CDS sobre una CDO, como forma de garantizar la obtención de un ingreso incluso si la CDO dejaba de pagar. Y por si todo eso no era lo bastante complicado, Wall Street ofrecía otras formas de realizar apuestas tanto sobre el éxito como sobre el fracaso del mercado de hipotecas *subprime*. Era un auténtico casino, pero sin la presencia de agentes de la Comisión Estatal sobre Juegos de Azar.

Efectivamente, se asumió demasiado riesgo. Pero mi interés en este caso es llamar la atención sobre otro aspecto: la *complejidad* y la comprensión. Cada eslabón de la cadena —y existen otros aparte de los mencionados— añadía una mayor complejidad, lo que a su vez creaba mayor *opacidad*, por no decir pura confusión.

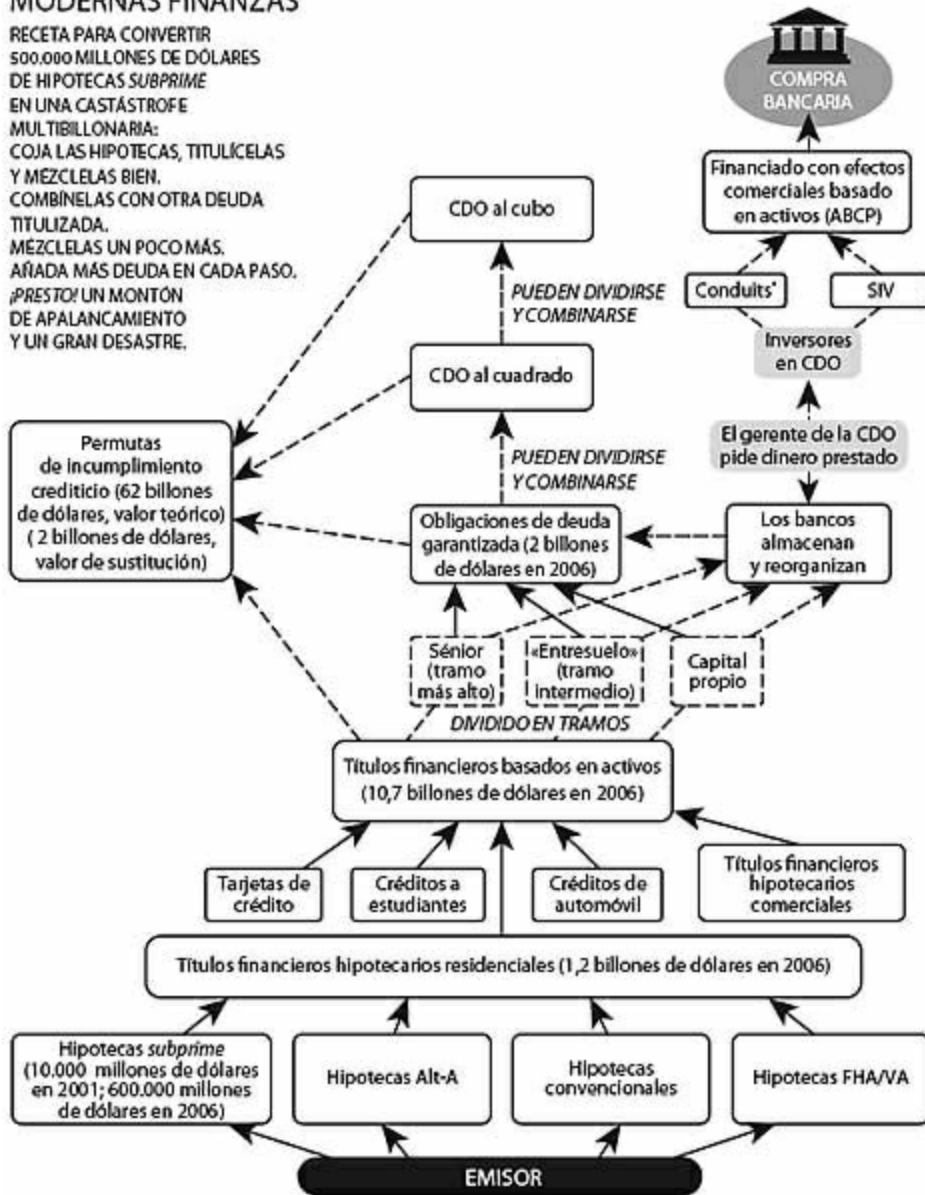
Los creadores de las hipotecas conocían bien sus mercados locales y la fiabilidad crediticia de sus prestatarios, salvo en los casos de créditos mentirosos. Los bancos de inversión que llevaron a cabo la titulización tenían un conocimiento menor, pero a ellos qué les importaba; ellos se limitaban a crear conglomerados de miles de hipotecas y vender rápidamente los títulos financieros basados en ellas. Los ingenieros financieros de Wall Street que crearon las CDO y las CDO<sup>2</sup> no hacían otra cosa que ejercicios matemáticos con complejos títulos; no tenían la menor idea —ni el menor interés— sobre lo que contenían esos títulos. Y los inversores en última instancia, que variaban desde sofisticados gestores de carteras a tesoreros de pequeñas localidades noruegas, sabían muy poco del asunto, más allá de que algunos nombres ilustres de Wall Street estaban detrás de los títulos financieros —pero muy detrás, según se supo después— y que Standard & Poor's (S&P) o Moody's les habían concedido las deseadas calificaciones AAA: suficientemente seguros incluso para la abuelita. Si la ignorancia es dicha, había mucha gente dichosa justo antes del estallido de la crisis.

En octubre de 2008, la revista *Deal* publicó el adjunto «diagrama de flechas» que esquematizaba la situación en el año 2006 de la totalidad del sistema de financiación hipotecaria, diagrama que no pretende ser satírico, aunque así lo parezca. No se sienta mal si no lo comprende del todo. La verdad es que nadie podía; la complejidad fue tan grande que escapó a todo posible control y entendimiento.

GRÁFICO 3.1 Diagrama de las modernas finanzas

MODERNAS FINANZAS

RECETA PARA CONVERTIR  
500.000 MILLONES DE DÓLARES  
DE HIPOTECAS *SUBPRIME*  
EN UNA CASTAÑOFE  
MULTIBILLONARIA:  
COJA LAS HIPOTECAS, TITULICELAS  
Y MEZCLELAS BIEN.  
COMBINÉLAS CON OTRA DEUDA  
TITULIZADA.  
MEZCLELAS UN POCO MÁS.  
AÑADA MÁS DEUDA EN CADA PASO.  
¡PRESTO! UN MONTÓN  
DE APALANCAMIENTO  
Y UN GRAN DESASTRE.



\* Vehículos de inversión que emiten efectos comerciales a corto plazo para financiar activos bancarios a largo plazo. (N. del t.)

Puede que ahora mismo se esté preguntando: ¿Por qué demonios crear un sistema tan complejo? ¿Es que nadie se acordó del principio KISS? <sup>20</sup> La respuesta es de hecho muy simple y para nada estúpida: la complejidad y la opacidad son fuentes potenciales de enormes beneficios.

Cuanto más complejo y personalizado sea un título financiero, más difícil resultará llevar a cabo una comparativa para encontrar el mejor precio, y sin tal comparativa entre productos existe muy poca competencia efectiva. No es en absoluto lo mismo comprar un derivado personalizado OTC sobre una complicada CDO<sup>2</sup> que una simple opción de compra sobre acciones de Google; en el primer caso, donde apenas existe competencia, la comisión obtenida por el corredor-operador será enorme, mientras que en el segundo, donde la competencia es feroz, tal comisión será mucho más exigua. Ésta es la razón, por supuesto, de que Wall Street continúe aún hoy en día peleando con uñas y dientes contra la estandarización de los derivados y su comercialización en mercados organizados. «La estandarización sería el fin del libre mercado», dicen. Ya, claro, igual que lo hubiese sido la regulación de los derivados en 2000.

¿Y qué pasa con la opacidad? Pues es lo que permite a los listillos aprovecharse de los pardillos. Cuando el tristemente famoso operador financiero de Goldman Sachs, el (en su propia opinión) «fabuloso» Fabrice Tourre, ayudó al legendario operador de fondos de alto riesgo John Paulson a apostar en contra de unas hipotecas *subprime* especialmente dirigidas a los pobres, mediante la creación de unas CDO sintéticas diseñadas a medida, ¿a quién cree que tenía en mente como posibles compradores? <sup>21</sup> Una de las respuestas del propio Tourre fue viudas y huérfanos belgas. Qué simpático, ¿verdad? En un correo electrónico muy comentado se jactaba de sí mismo ante su novia diciendo que era el «único superviviente potencial, el fabuloso Fab [...] en medio de todas estas transacciones complejas, exóticas y altamente apalancadas que había creado, sin comprender necesariamente la totalidad de las implicaciones de tales monstruosidades». Eso es opacidad y lo demás son cuentos. Por cierto, que en dicho correo también añadió que no se sentía «excesivamente culpable por todo el asunto».

No todos los operadores financieros eran como Tourre, y todo esto resultaría cómico si no hubiese terminado de forma tan trágica. El problema básico es el siguiente: aquellos que crean y dominan los mercados —los que trabajan en Wall Street, o «wall streetianos», para abreviar— adoran la complejidad y la opacidad mientras la fiesta continúe, pues les ayuda a conseguir sus millones, o billones. Sin embargo, una vez que la música se

detiene, sus grandes pero veleidosos amigos de conveniencia, Complejidad y Opacidad, pueden convertirse en sus peores enemigos. A medida que caen los precios, los inversores comienzan a darse cuenta de que en realidad no saben qué es lo que tienen exactamente, o qué es lo que se les está ofreciendo, por no hablar de cuál es «el valor de esas malditas cosas».<sup>22</sup>

El subsecretario del Tesoro de Estados Unidos, Bob Steel, un exbanquero de Goldman Sachs, ofreció una original analogía con la enfermedad de las vacas locas: puede que la enfermedad afecte únicamente a una minúscula proporción de la carne existente en el mercado, pero la infección provoca tanto miedo que los consumidores evitan toda la carne de vacuno. De forma similar en el caso de los mercados financieros, los instintos darwinianos de supervivencia inducen a los comerciales financieros a ponerse siempre en lo peor, lo que muchos efectivamente hacen. Por ello, una institución tras otra intenta deshacerse de sus repentinamente no deseados títulos financieros en unos mercados en los que abundan los vendedores y escasean los compradores. Los precios, naturalmente, se desploman, y el pánico se activa, agudizado por la opacidad.

La discusión sobre la complejidad ha proporcionado algunas pistas sobre cuáles serían las reformas financieras necesarias, incluyendo la simplificación de los títulos financieros, el incremento de la transparencia, la estandarización de los derivados, la comercialización de estos últimos en mercados organizados y la obligación de que los emisores y tituladores «se jueguen algo» manteniendo la propiedad de algunas de las hipotecas en lugar de limitarse a deshacerse de ellas como si fuesen patatas calientes.

## **Villano 6: Las sobrevaloradas agencias de calificación**

Un eslabón clave en esta cadena fue la verdadera inundación de calificaciones AAA que las agencias de calificación otorgaron a tantos títulos financieros hipotecarios sénior y supersénior. Para tener una cierta perspectiva de la desenfrenada inflación de las calificaciones, hay que recordar que antes de la crisis únicamente seis de las empresas más



prestigiosas y solventes de Estados Unidos —tales como General Electric, Johnson & Johnson y Exxon Mobil— y seis estados del total de cincuenta merecían la codiciada calificación de la Triple A. Era el patrón oro, e igual de escaso. ¿Por qué entonces hubo tanto plomo catalogado como oro?

Se suponía que las agencias de calificación —lideradas por S&P, Moody's y Fitch— debían ser una de las barreras de seguridad que impedirían que el sistema financiero se saliese de la carretera. Lejos de ello, fallaron estrepitosamente, y resultaron ser parte del problema en lugar de parte de la solución. ¿Por qué? En cierta medida, la respuesta es incompetencia pura y dura; las agencias simplemente no *imaginaron* siquiera un descalabro de los precios del sector inmobiliario como el que tuvo lugar. Sin embargo, lo mismo le ocurrió a muchísima gente. En este caso, hubo problemas de fondo más profundos.

Uno de ellos fue el sistema de estímulos. ¿Quién se imagina que pagaba a las agencias de calificación por su trabajo? ¿Los inversores? No. ¿El gobierno? No. ¿Los mercados regulados? No. Era, y aún lo es, el *emisor* de cada título financiero. En el caso de los MBS, CDO, CDO<sup>2</sup>, y similares, esto significaba que los clientes más importantes de las agencias eran los titulizadores de Wall Street. Un acuerdo muy cómodo que planteaba varios problemas.

En primer lugar, el deseo natural que tiene cualquier empresa por complacer a sus clientes, lo cual no es en sí algo criminal, sino parte del negocio. Sin embargo, en el caso concreto del negocio de las calificaciones, ello implica que las compañías «calificadas» están de hecho contratando y pagando a sus «calificadores». Si yo propusiera a mis alumnos que me pagasen por evaluar sus trabajos, pensarían que estoy loco, que soy un corrupto, o ambas cosas; y sin embargo, éste ha sido y sigue siendo el sistema de pago a las agencias generalmente aceptado. La Ley Dodd-Frank conminaba tanto a la Comisión sobre los Mercados Regulados y los Títulos Financieros (SEC) como a la Oficina de Responsabilidad del Gobierno (GAO) a que estudiaran otras formas de pago. Pero, por el momento, sigue prevaleciendo el *statu quo* anterior.

En segundo lugar, la práctica de «negociación» de las calificaciones se convirtió en algo habitual. Supongamos que nuestro mítico banco, el BIS, propusiese una complicada estructura de pago a una agencia de calificación, la cual la estudia y responde que ese determinado título financiero únicamente merecería una calificación de A. En tal caso, el BIS plantearía una pregunta obvia —y bastante razonable—: «¿Qué tendríamos que hacer para conseguir la Triple A?». Cuando la agencia respondiese a dicha pregunta, el BIS podría ajustar los detalles de la titulización propuesta de acuerdo con las sugerencias recibidas y volver a solicitar la calificación. ¿Qué otra cosa podría hacer la agencia sino calificar el nuevo título con AAA? Al igual que antes, no hay nada inherentemente engañoso en este proceso de correcciones y ajustes, pues así es como se mejoran los productos; pero en este caso concreto condujo a la creación de una enorme cantidad de títulos y derivados con una calificación AAA más que dudosa.

En tercer lugar, la competencia entre agencias permitió —mejor dicho, alentó— una perniciosa forma de «compra de calificaciones». Si, por ejemplo, S&P asignase a un determinado título la calificación de A, pero Moody's le concediese AA, ¿qué agencia piensa usted que conseguirá los honorarios por su labor? Una competencia de este tipo no sólo provoca inflación de calificaciones, sino que incita (en este ejemplo hipotético) a S&P a ponerse al mismo nivel que Moody's. Ésa no es la clase de competencia saludable que Adam Smith tenía en mente.

En cuarto lugar, con frecuencia inversores, reguladores y analistas se basaban *exclusivamente* (o casi) en las opiniones de las agencias de calificación, en lugar de llevar a cabo ellos mismos los estudios necesarios. En el caso de inversores comunes y corrientes, tenían pocas opciones; ¿qué otra cosa podían hacer, con sus limitados recursos? Pero los grandes gerentes de activos, reguladores y profesionales del mercado deberían haber investigado más a fondo. Debido a esta abdicación de su deber, las agencias calificadoras adquirieron un grado de autoridad casi profética —un monopolio de supuesta sabiduría— que nunca se pretendió que tuviesen y que desde luego no merecían. ¿Recuerda el viejo refrán «si pones todos tus

huevos en una sola cesta, vigila bien la cesta»? Pues bien, en lo tocante a la calificación de títulos y derivados, los mercados financieros hicieron lo primero, pero no lo segundo.

Pueden proponerse tres posibles soluciones: una sería que una tercera entidad independiente, como un mercado regulado o la SEC, sea quien contrate y pague a las agencias calificadoras; otra sería asignar las agencias de forma aleatoria, como algunos juzgados hacen con los jueces, y una tercera sería conseguir que las agencias sean más cautelosas imponiéndoles un mayor grado de responsabilidad legal. Cualquiera de estas tres posibilidades sería mejor que lo que existe actualmente.

## **Villano 7: Sistemas demenciales de retribución**

Mucha tinta se ha vertido sobre las cantidades de dinero verdaderamente obscenas ganadas por los ejecutivos, operadores financieros y demás trabajadores de Wall Street por hacer un trabajo que era obvio que no beneficiaba precisamente a la sociedad, y la ira existente provocada por tales obscenidades es perfectamente comprensible. Sin embargo, el verdadero problema de los salarios de Wall Street no era su *volumen* —pese a que eran (y aún son) realmente desproporcionados— sino la forma en la que estaban estructurados. En concreto, los planes de retribución de muchas compañías financieras creaban perversos incentivos para que sus empleados clave tomaran excesivos riesgos con *financiación ajena*. Y eso fue exactamente lo que hicieron.

Si consideramos a los comerciales financieros de los bancos de depósito, bancos financieros, fondos de alto riesgo y otras compañías financieras, la selección darwiniana nos garantiza que entre ellos hay gente joven e inteligente con un gran apetito por el dinero y la toma de riesgos. Por desgracia, sus sistemas de retribución exacerban estas tendencias naturales al ofrecerles una clase de incentivos a la hora de realizar sus apuestas que puede resumirse como sigue: juégate el todo por el todo; si sale cara, te haces más rico que Creso; si sale cruz, no obtienes bonificación, pero aun así recibes un salario que es más o menos el cuádruple del salario medio nacional y puede

(o puede que no) que tengas que buscar otro empleo. Estamos hablando de jóvenes brillantes, no de idiotas, y la mayoría de ellos no tienen familias que mantener. Si se les sitúa ante incentivos sesgados, lo más probable es que lleven a cabo una gran cantidad de fuertes apuestas: si les sale bien, ganan la riqueza de un rey, y si sale mal, lo más probable es que sea la financiación ajena la que acabe absorbiendo la totalidad de las pérdidas.

¿Quién concibió este descabellado sistema de retribución? Es una muy buena pregunta, y la respuesta nos lleva directamente a las esferas ejecutivas. Veamos cuáles son los estímulos que poseen los consejeros delegados y otros altos ejecutivos de un gran banco o banco de inversión, pero *no* de un fondo de alto riesgo, tal y como explicaré en breve. Para ellos, a menudo se reduce a: cara, te haces aún más rico de lo que el propio Creso jamás imaginó; cruz, te dan un paracaídas dorado que también te hace superar las proverbiales riquezas del tal Creso. Por tanto, ellos también están deseando lanzar al aire sus grandes monedas.

Desde el punto de vista de los accionistas de las compañías —esto es, la gente que proporciona la financiación ajena— esto es una auténtica locura. En su caso, la apuesta tiene el siguiente aspecto: cara, nos dan una parte de las ganancias; cruz, absorbemos virtualmente todas las pérdidas. La conclusión está muy clara: tanto los comerciales financieros como los gerentes lanzan más monedas —y se juegan más en cada lanzamiento— de las que lanzarían los accionistas si ellos tuviesen el control de decisión; el problema es que no lo tienen. Los propietarios de bonos tienen una desventaja aún mayor, pues no ganan nada si sale cara, y si sale cruz demasiadas veces pueden perder la totalidad de su inversión. La fuente del problema no es ningún misterio: si a gente inteligente se le proporcionan incentivos para poner toda la carne en el asador, la pondrán.

No siempre ha sido así. Hace no mucho tiempo, los bancos rehuían las grandes apuestas sobre títulos financieros, y los bancos de inversión eran sociedades en vez de corporaciones. En una sociedad el capital de la entidad pertenece a los socios, por lo que lo custodian con el celo que podría esperarse de cualquier persona que invierte *su propio dinero*. Por aquel entonces, los niveles más altos de Wall Street no estaban muy dispuestos a que unos cuantos veinteañeros lanzasen demasiadas monedas de las gordas.

Los fondos de alto riesgo son una especie de parada a medio camino entre el aburrido sistema antiguo y el valiente sistema nuevo: es cierto que emplean montones de financiación ajena, pero los socios principales —los jefes— casi siempre tienen una parte significativa de su riqueza personal asociada a los fondos. No es casualidad que los fondos de alto riesgo operen con mucho menos apalancamiento que los bancos comerciales y de inversión: un apalancamiento de 30 a 1 es sencillamente demasiado arriesgado para *mi propio dinero*. Y sin embargo, a menudo pagan a sus comerciales de la misma forma que las demás entidades financieras. ¿Por qué?

Estos delirantes sistemas de retribución me han desconcertado durante más de veinte años. Mis preocupaciones no se disiparon precisamente cuando, durante una conversación sobre este tema, un hábil y conocido operador de fondos de alto riesgo me contó que la razón por la que su entidad pagaba a sus comerciales de esa forma era «porque todo el mundo lo hace». Eso es siempre una respuesta aterradora, y cuando uno la escucha debería agarrar su cartera y salir de allí como alma que lleva el diablo. Pero el asunto podría considerarse como una curiosidad intelectual —y aparentemente lo era— hasta que todo se desfondó en 2007.

Los demenciales sistemas de retribución no se limitaron a los comerciales financieros. Los corredores de Bolsa (brókeres), por ejemplo, obtenían sus comisiones a base de conseguir que la gente firmase hipotecas, incluso si los signatarios tenían escasa capacidad de solvencia y era poco probable que devolviesen el crédito concedido. De hecho, los brókeres de muchas entidades ganaban comisiones más elevadas logrando la firma de hipotecas sospechosas, precisamente porque eran éstas las que pagaban los tipos de interés más altos y las primas más sustanciosas. Cuando algunas de estas dudosas hipotecas acababan por entrar en situación de impago, lo habitual era que los brókeres que las alentaron no perdiesen nada, por lo que también ellos tenían fuertes incentivos para ir a por todas: se trataba de *cantidad*, no de *calidad*.

Mientras los costes de tan absurda retribución repercutían únicamente dentro de las entidades, no había motivo para la preocupación pública, aunque los accionistas deberían haberse preocupado por la sangría que les estaban infligiendo. Pero esto cambió durante la crisis, cuando una gran parte

del sistema financiero global se colapsó fruto de una orgía de toma irresponsable de riesgos. Nos hundimos todos con el barco, y una de las razones fueron los deficientes sistemas de retribución.

¿Qué hacer? Resulta tentador llegar a la conclusión de que el gobierno debería regular estas prácticas remuneratorias, a fin de eliminar, o al menos reducir en buena medida, los estímulos para asumir altos riesgos. Por desgracia, la perspectiva de éxito de esta iniciativa es muy escasa; en 1993, yo formaba parte de la Administración Clinton cuando lo intentó, y fracasó estrepitosamente. Los ejecutivos, abogados y contables que diseñan los sistemas de retribución son imaginativos y muy hábiles, y desde luego *no* imparciales; los burócratas del Congreso y del gobierno nunca podrán ganarles en su propio terreno.

La fijación de sistemas de retribución debería ser responsabilidad de los consejos corporativos de dirección, pues se supone que estos consejos —no está de más recordarlo— representan los intereses de los accionistas, no de los gerentes. Está bastante claro que muchos de ellos se quedaron dormidos en sus cómodas butacas, con desastrosas consecuencias. La peligrosa pero demasiado común combinación de bienestar y somnolencia debe terminar. Aunque, claro está, es más fácil decirlo que hacerlo.

## **Un frágil castillo de naipes**

En resumen, a finales de los años noventa y durante buena parte de la primera década de 2000, paso a paso, los estadounidenses construyeron con las finanzas un frágil castillo de naipes, hasta que en 2007 ocurrió el desastre. La intrincada pero precaria construcción estaba basada en burbujas sobre precios de activos, burbujas que se vieron infladas por un apalancamiento irresponsable, alentadas por unos sistemas demenciales de retribución y una excesiva complejidad, y asistidas y alentadas por unos estándares de concesión de créditos hipotecarios escandalosamente bajos, una labor verdaderamente penosa por parte de las agencias de calificación y una regulación financiera demasiado laxa.

Con una curiosa lógica interna, cada parte de este castillo de naipes servía de apoyo a las demás, creando lo que en ocasiones se denomina un *circuito de retroalimentación positiva*. Al introducir en el mercado una clase de compradores de viviendas que hasta ese momento estaban vetados porque no resultaban rentables, los decrecientes estándares crediticios fomentaron el auge inmobiliario, especialmente en el caso de viviendas de gama baja. La temeraria estructura de concesión de comisiones a los brókeres especialistas en hipotecas alentó considerablemente este proceso, mientras que los precios inmobiliarios permanentemente en alza conseguían que las hipotecas «diseñadas para ser pagadas» continuasen pagándose, mientras la música siguiese sonando. Con los bajos niveles existentes de impago, los irreflexivos bancos se convencieron a sí mismos (y a los demás) de que todos estos préstamos eran seguros, y las permisivas agencias de regulación, en lugar de llamarles la atención, les dejaron hacer. Después de todo, las pérdidas procedentes de créditos hipotecarios eran mínimas, ¿verdad? Las entidades de Wall Street reclamaron más y más «productos» que pudiesen convertir en MBS, CDO, CDO<sup>2</sup> y demás trucos de magia, con sus sobrecargados comerciales y operadores financieros empujados a la calle como patatas calientes. Las agencias de calificación, sumisa pero irresponsablemente, bendijeron estos sospechosos engendros, pues si los precios seguían subiendo, todo iba bien, ¿no? Y, por supuesto, el apalancamiento estaba presente en todas y cada una de las etapas, amplificando las ganancias y otorgando a los apostantes un aura de genios.

El castillo se mantuvo en pie un tiempo, e incluso aumentó de tamaño, pero su fragilidad hacía prever que no haría falta mucho para echarlo abajo. He aquí la contradicción interna: este juego de trileros dependía por completo de la continua expansión de la burbuja de precios, cosa que no podía durar eternamente. Todo el asunto estaba destinado a terminar mal, una vez que el Coyote acabase por sucumbir a la ley de la gravedad. Y, por supuesto, al final lo hizo: alrededor de 2006, cuando los precios inmobiliarios dejaron de aumentar, el castillo de naipes se tambaleó y se desmoronó.

Pero ¿acaso era inevitable el enorme caos que llegó después? En absoluto. Casi seguro que en cualquier caso el país habría tenido una burbuja inmobiliaria; eso hay que darlo por descontado, como también que el Coyote

habría caído al vacío. Sin embargo...

- Si los reguladores bancarios hubiesen tenido más mano dura con las escandalosas prácticas de concesión de créditos *subprime* que se extendieron con virulencia como malas hierbas entre 2000 y 2006, la burbuja habría sido mucho más pequeña, y por tanto mucho menos peligrosa cuando estalló.
- Si Brooksley Born hubiese tenido más éxito en su debate de 1998 con los señores Greenspan, Rubin, Summers y Levitt, los derivados OTC podrían haber sido sometidos a algún tipo de regulación en vez de darles carta blanca en 2000. (Por supuesto, el diseño de tal regulación no es tarea sencilla, y por aquel entonces nadie se preocupaba por las CDS.)
- Si lo más granado de los grandes bancos comerciales e inversores de Estados Unidos —por no hablar de los propios hogares— hubiese decidido operar con un menor apalancamiento y con mejores sistemas de gestión del riesgo, el daño tras el estallido de la burbuja habría sido mucho menor.
- Y si Wall Street no hubiese concebido un sistema que tenía demasiada complejidad y muy poca liquidez, el pánico podría haberse controlado.

Desgraciadamente, nada de esto ocurrió. Por el contrario, dejamos que personas muy negligentes jugasen con dinamita, y el resto aún estamos intentando salir del cráter que dejó la explosión. En la década de los treinta, el humorista Will Rogers comentó con guasa: «Casi ha merecido la pena pasar esta Depresión para darnos cuenta de lo poco que saben nuestros grandes hombres». Estaba bromeando, por supuesto; ni mereció la pena entonces ni la ha merecido ahora. Pero sí es cierto que nos dimos cuenta de lo poco que saben nuestros «grandes hombres».



## Y la música paró

Mientras la música siga sonando, hay que levantarse y bailar. Por ahora, en ello estamos.

CHUCK PRINCE,  
consejero delegado de Citigroup,  
julio de 2007

En 2006 Estados Unidos había creado un intrincado castillo de naipes financiero, una construcción enormemente compleja pero también enormemente frágil. Al igual que la mayoría de los castillos de naipes, el que nos ocupa fue levantado lenta y meticulosamente, y el ingenio y la habilidad puestos en él eran ciertamente impresionantes. Pero cuando se desplomó, lo hizo de forma repentina y caótica, bastó con quitar uno de sus puntales principales. El juego acabó cuando se detuvo el largo ascenso de los precios inmobiliarios, pues una vez que se produjo, sucedió lo lógico, esto es, el desmoronamiento de todo el sistema. Por desgracia, no mucha gente había desentrañado esta enrevesada lógica con antelación suficiente, por lo que muy pocos estaban preparados para la devastación que llegó después.

El fin de la burbuja de precios inmobiliarios difícilmente podía ser una sorpresa, pues en 2006 el debate «¿Existe una burbuja?» ya era prácticamente historia, y según parece todo el mundo se estaba preguntando ya cuánto tiempo más duraría el acto de levitación. El desacuerdo —y se trataba de uno serio— estaba en hasta qué punto caerían los precios de las viviendas: los optimistas pensaban que los precios simplemente se estabilizarían,

finalizando así su insostenible ascenso, o quizá descenderían un poco; los pesimistas hablaban de caídas del 20 por ciento, del 30 por ciento o incluso más. ¿Y qué opinaban los mercados? El 16 de septiembre de 2006 los futuros negociados en la Bolsa de Chicago indicaban que los inversores esperaban una caída del 6,4 por ciento en el índice compuesto Case-Shiller, basado en diez ciudades. Tal expectativa se quedó realmente corta. Al final, cuanto más pesimista era uno, más se aproximaba a adivinar la verdad.

## Los naipes se desploman

La burbuja de los bonos resultó ser mucho menos visible para la mayoría de la gente, infinitamente más complicada, y prevista por muy pocos. Al igual que la inmobiliaria, también ésta estalló con efectos devastadores, pero en este caso el estallido se produjo por fases.

Cuando los precios inmobiliarios dejaron de crecer, las hipotecas *subprime* que habían sido diseñadas para entrar en situación de impago empezaron a hacer precisamente eso. En un primer momento, muchos de nosotros creímos erróneamente que los créditos *subprime* constituían un nicho del mercado financiero demasiado pequeño para causar mucho daño a la economía general. Pronto salimos de nuestro error. Pongamos dos ejemplos significativos: en un discurso de abril de 2007 el secretario del Tesoro, Hank Paulson, afirmó que los problemas procedentes de las hipotecas *subprime* estaban «en gran medida controlados»; un mes después el presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, comunicó en una convención de la Fed que «no esperamos que el mercado *subprime* afecte de forma significativa al resto de la economía o al sistema financiero».

Desgraciadamente, los descomunales niveles de apalancamiento multiplicaron considerablemente los daños, y el excesivo grado de complejidad ayudó a esparcir la ruina por todas partes. Los ejecutivos de la industria financiera —supuestamente las personas más inteligentes del sistema— tenían todos los incentivos del mundo para mantener activa la fiesta el mayor tiempo posible; desde luego, lo intentaron con todas sus fuerzas, y los reguladores, aún dormidos en sus diversos puestos, les dejaron

llegar demasiado lejos. Sin embargo, aunque el Día del Juicio se vio retrasado, acabó llegando. ¿Por qué se desplomó el castillo de naipes de manera tan violenta y rápida? La mayoría de las razones que lo explican han ido surgiendo a lo largo de los dos últimos capítulos.

Empezamos trayendo de nuevo a colación a nuestro banco inversor ficticio, el BIS, que convenció a nuestro banco comercial ficticio, la CBA, y probablemente a sí mismo también, de que los títulos financieros hipotecarios (MBS, CDO, etc.) reducían el riesgo mediante la formación de conglomerados de hipotecas de diferentes áreas geográficas y la posterior venta de los nuevos títulos resultantes por todo el mundo. Por desgracia, cuando estalló la burbuja inmobiliaria, ninguno de estos dos tipos de diversificación funcionó como anunciaba que lo haría. ¿Por qué no?

En primer lugar, desde el momento en que estalló la burbuja inmobiliaria *nacional*, los precios de las viviendas empezaron realmente a caer en prácticamente todas partes, un acontecimiento «imposible» que no había tenido lugar desde la Gran Depresión. Hay que ser justos, no obstante, y decir que muy pocos observadores anticiparon un colapso que carecía virtualmente de precedentes (confesión: yo no fui uno de ellos). Durante décadas, los estadounidenses habían sido testigos de burbujas inmobiliarias periódicas, que se inflaban y estallaban en partes concretas del país; pero en aquéllas, cuando los precios caían en Boston, seguían subiendo en Los Ángeles, y viceversa. El período que siguió al año 2006 fue diferente: los precios cayeron por todo el mapa, socavando las tan cacareadas ganancias de la diversificación geográfica.

Esto fue un error perdonable, pues fue algo así como la proverbial gran inundación que sólo tiene lugar una vez cada cien años, y tocó en 2007. Sin embargo, cuando el mercado inmobiliario comenzó a resquebrajarse, se hizo patente que buena parte de los MBS no estaban, ni mucho menos, tan bien diversificados geográficamente como se aseguraba. De hecho, resultó que un porcentaje angustiosamente elevado de las hipotecas dudosas procedían de un solo estado, California, y que buena parte de las restantes estaban en Florida, Arizona y Nevada (los cuatro conocidos colectivamente como los «estados de arena»). Por esta y por otras razones, los MBS resultaron poseer un riesgo mucho más elevado de lo anunciado.

En segundo lugar, los títulos financieros no estaban tan ampliamente distribuidos como se había pensado. Ciertamente que había propietarios por todo el mundo —desde aldeanos en Noruega hasta multimillonarios en Singapur, pasando por pensionistas italianos—, pero cuando llegó el desastre se hizo público que, aparentemente, muchas instituciones financieras de primera fila habían encontrado tan atractivos los activos financieros con base hipotecaria que seguían poseyendo grandes concentraciones de ellos en el preciso momento en el que todo se desfondó. Una posible razón era que la venta de los niveles intermedios y sénior de MBS, CDO y similares resultaba tan rentable para los bancos de inversión que incluso estaban dispuestos a conservar temporalmente los niveles más problemáticos (la denominada «basura tóxica»). Las quiebras o situaciones muy próximas a la quiebra de entidades tan venerables como Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Wachovia, Citigroup, Bank of America (BofA) y otras se debieron, directa o indirectamente, a excesivas concentraciones de riesgos relacionados con las hipotecas.

El sistema comenzó a resquebrajarse en julio de 2007, el mismo mes en el que Chuck Prince pronunció la ya célebre frase con la que se inicia este capítulo, cuando Bear Stearns comunicó a los inversores de uno de sus fondos hipotecarios que a efectos prácticos tal fondo ya no tenía valor alguno. La música se estaba parando. Una gran variedad de mercados financieros comenzó a agitarse con nerviosismo, lo que debería haber sido considerado como un mal presagio. Pero las ilusiones son difíciles de borrar de la mente.

El despertador no sonó verdaderamente hasta el 9 de agosto de 2007, cuando BNP Paribas, un enorme banco francés, prohibió la retirada de capital en tres de sus fondos hipotecarios *subprime*, ofreciendo a modo de explicación que «la completa evaporación de liquidez en determinados segmentos del mercado de titulización de Estados Unidos ha imposibilitado la valoración equitativa de ciertos activos». Traducción aproximada: «Estimado cliente: le informamos de que ha dejado de tener acceso a un dinero que usted creía suyo, y no tenemos ni idea de cuánto dinero era». Es probable que a aquellos familiarizados con la historia de Estados Unidos, el anuncio de Paribas le recordase mucho a las periódicas «suspensiones de pagos en metálico» ocurridas durante el siglo XIX, ocasiones en las que algún

banco prominente provocaba un pánico bancario al negarse a cambiar sus billetes por oro o plata; en este caso, un gran banco francés se negaba a cambiar sus participaciones en el fondo por dinero en metálico. Independientemente de que fuera francés o estadounidense, la señal estaba muy clara: era el momento para que cundiese el pánico. Y los bancos, obedientes ellos, se sumaron a él en todo el mundo.

En algún momento, y en este caso no se hizo esperar mucho, la combinación de valores de activos en claro descenso con el alto apalancamiento comenzó a poner en tela de juicio la solvencia de entidades financieras fuertemente expuestas, como Bear y Paribas. Debido a ello, el *riesgo de los precios de mercado*, que ya era bastante alto y seguía subiendo, evoca imágenes del *riesgo de la contraparte*, es decir, de la preocupación de que empresas que deben dinero no sean capaces de pagar lo que deben.

Una vez sembrada la semilla de la duda comienza en serio la avalancha en busca de liquidez, puesto que, guste o no, los mercados se basan fundamentalmente en la confianza, concretamente, en la confianza en que la otra parte pague lo que debe en su totalidad y a su debido tiempo. En los peores casos, los mercados se paralizan; en los menos graves, se desencadenan enormes «huidas hacia la calidad», habitualmente hacia los Bonos del Tesoro de Estados Unidos. Sea como fuere, la burbuja de los bonos, basada en una alegre despreocupación por el riesgo, estalló con gran estrépito el 9 de agosto de 2007.

La prueba de que la fe en las contrapartes comenzó a evaporarse en ese preciso día está en el brusco ascenso de los tipos de interés del préstamo interbancario. El tipo clave que todo el mundo vigila es el LIBOR (tipo interbancario londinense), que establece lo que un gran banco cobra a otro por un préstamo a corto plazo. Éste es un mercado restringido a las grandes entidades, del nivel del HSBC prestando a Citibank, o similares. ¿Acaso existió en algún momento el riesgo de que gigantes financieros tan augustos no pudiesen reembolsar préstamos *a un día*? La prima de riesgo reflejada en el LIBOR afirma que sí, ya que después de mantenerse estable durante meses, el margen del LIBOR sobre los Bonos del Tesoro aumentó 30 puntos básicos en sólo tres días laborables. Y en un mundo tan volátil como el del LIBOR, 30 puntos básicos suponen una gran diferencia. La sabiduría

tradicional financiera sostiene que los mercados están dominados alternativamente por la avaricia y por el miedo. En ese momento, el miedo estaba ganando la batalla.

## En el abrevadero anual de la Fed

A finales de agosto de cada año la mayoría de los miembros del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) se liberan de sus trajes grises, se calzan sus botas de cowboy (si las tienen) y se dirigen a Jackson Hole,<sup>23</sup> Wyoming. Allí se reúnen con un selecto grupo de economistas académicos y un muy selecto grupo de banqueros y wall streetianos, ya que, en la parte baja de Manhattan, una invitación a la convención de Jackson Hole se considera el colmo del prestigio. Aunque se reserva bastante tiempo para pasear y hacer *rafting* en aguas bravas, la actividad principal en Jackson Hole consiste en hablar del trabajo fuera del trabajo, actividad que se llevó a cabo abundantemente en agosto de 2007.

Este cónclave anual, que constituye el acontecimiento más importante de la Fed, tiene como anfitrión al Banco de la Reserva Federal en Kansas City, y los organizadores de la convención dieron en el clavo al elegir el tema para la edición de 2007: «Vivienda, finanzas inmobiliarias y política monetaria». Cuando el grupo se reunió en la tarde del 30 de agosto, la *vivienda* estaba en una penosa situación, las *finanzas inmobiliarias* se iban a pique y la respuesta de la *política monetaria* a todo esto se volvía cada vez más apremiante. Muy pocos querían hablar sobre el tiempo, que, como de costumbre, era estupendo.

Es una lástima que la convención no tuviese lugar cuatro semanas antes. En su reunión del 7 de agosto de 2007, el FOMC había llegado a la conclusión de que «aunque los riesgos negativos asociados al crecimiento se han incrementado ligeramente, la principal preocupación en la política del comité sigue siendo que la inflación no se moderará según lo esperado». Ante tal afirmación, muchos debieron de pensar algo así como *¿Me puede repetir?*

¿La preocupación principal es la *inflación*? Muchos observadores de la Fed se quedaron estupefactos a causa de la incredulidad. ¿En qué estaba pensando esa gente?

Dos días más tarde, en París, el mundo financiero empezó a deshilacharse por las costuras. Al día siguiente, el FOMC celebró una reunión telefónica organizada a toda prisa, y en esta ocasión aseguraba en su declaración al mundo financiero que la Fed estaba «proporcionando liquidez para facilitar el correcto funcionamiento de los mercados financieros» (traducción: «Estamos inyectando dinero como si no hubiera mañana»). Pero el tipo de interés de los fondos federales se mantuvo exactamente en el mismo porcentaje en el que había estado desde junio de 2006, esto es, el 5,25 por ciento. ¿Seguía la Fed contemplando la inflación como la «principal preocupación» en su política? Vale, de acuerdo, había que darles un poco de tiempo. Sólo habían pasado tres días desde su reunión del 7 de agosto, y pronto comenzarían a arreglar las cosas, ¿verdad?

Error. Seis días después, el FOMC organizó una nueva reunión telefónica en la que se aceptó que, efectivamente, «los riesgos negativos asociados al crecimiento se han incrementado». Fue un paso saludable, pues degradaron a la inflación de su singular estatus como riesgo predominante. Sin embargo, el comité continuó negándose a reducir el tipo de interés de sus fondos (aunque sí redujo las tasas de descuento de menor importancia). En retrospectiva, es difícil entender por qué la decisión de bajar dicho tipo de interés fue tan difícil de tomar aquel 16 de agosto, y muchos críticos de la Fed opinaron igual en su momento. Pero el caso fue que trece días después, mientras los miembros del FOMC de Washington y de todo el país embarcaban en sus aviones en dirección hacia las espectaculares montañas Teton, el tipo de interés de los fondos federales seguía anclado en el 5,25 por ciento.

Las ponencias presentadas ese año en Jackson Hole oscilaron entre la severidad y la alarma, coincidiendo por tanto con las conversaciones por los pasillos. Bob Shiller advirtió una vez más de que era muy probable que el sector inmobiliario acabara desplomándose con dureza. Tenía razón. Ed Leamer, de la Universidad de California en Los Ángeles (UCLA), recordó a todos los asistentes que, a lo largo de la historia, los colapsos inmobiliarios

han solido ser los principales detonantes de las recesiones. También él estaba en lo cierto. Un discurso elaborado por Ned Gramlich, el afligido exgobernador de la Reserva Federal, alertaba de que el previsible resultado (del mercado de créditos *subprime*) era «una carnicería». Nuevo acierto. Incluso el gobernador de turno de la Fed, Frederic, *Rick*, Mishkin, aun tratando de ser lo más circunspecto posible dado que el FOMC acababa de decidir mantenerse firme en su postura, insinuó que los tipos de interés tenían que caer. A modo de resumen, un pesimista Martin Feldstein, de la Universidad de Harvard, observó que «si la [...] amenaza procedente del sector inmobiliario llega a materializarse en toda su fuerza, la economía podría sufrir una recesión muy seria». Y por supuesto, la sufrió.

Pero todo esto no fue más que la parte visible de la convención. Posteriormente se supo que Bernanke aprovechó la oportunidad para enclaustrarse con varios miembros del FOMC en una pequeña sala de conferencias para tratar de dilucidar qué hacer a continuación —dado que sus esfuerzos iniciales fueron claramente insuficientes—, y lo más seguro es que se desarrollasen muchas otras interesantes reuniones a puerta cerrada. Sin embargo, los tipos de interés siguieron inamovibles hasta la siguiente reunión ordinaria del FOMC, que tuvo lugar el 18 de septiembre: cuarenta días después del Día del Paribas. Sí, mucho puede ocurrir en cuarenta días con sus noches; y efectivamente ocurrió. Ese día 18 de septiembre la Fed redujo el tipo de interés de sus fondos en 50 puntos básicos, indicando que «el endurecimiento de las condiciones crediticias puede llevar a intensificar la corrección del mercado inmobiliario y restringir el crecimiento económico general».

Ese último pensamiento tuvo su importancia. Antes de que se produjese la catastrófica quiebra de Lehman Brothers, acaecida un año después, existían dos visiones enfrentadas acerca de la naturaleza de la crisis. En la más restringida y técnica, el mundo financiero estaba experimentando una *crisis de liquidez*, una muy aguda, desde luego, pero de liquidez al fin y al cabo. Traducido a lenguaje comprensible, esto significaba que los temerosos inversores e instituciones querían hacerse con más dinero en efectivo del que había disponible; en parte por el acentuado riesgo de contraparte ya mencionado, en parte porque los activos que previamente se consideraban



seguros pasaron a verse como de alto riesgo, y en parte porque los bancos y los fondos de inversión temían que sus clientes pudiesen presentarse un buen día en su puerta electrónica e intentasen llevar a cabo importantes retiradas de fondos. El sistema Paribas —simplemente, denegar tales retiradas— no era una forma demasiado atractiva para lidiar con este problema.

La carrera por el dinero estaba en marcha. En cualquier país, la única institución que puede proporcionar más efectivo con rapidez —y, en principio, de forma ilimitada— es el Banco Central. Tanto la Reserva Federal como el Banco Central Europeo (BCE) lo hicieron de forma masiva, comenzando el Día del Paribas, el 9 de agosto de 2007, y al hacerlo, pasaron a cumplir una función que los bancos centrales han asumido durante siglos, que no es otra que hacer las veces de «prestamista de última instancia», con el fin de ayudar a sus sistemas financieros a superar las crisis de liquidez. El volumen de nuevos dólares y euros emanado de los dos bancos centrales más grandes del mundo carecía de precedentes, pero las acciones en sí eran rutinarias y de eficacia comprobada, parte del ADN de cualquier banco central.

Ya en 1873 Walter Bagehot, experto en banca central, había aconsejado a todos los bancos centrales sobre el procedimiento a seguir en caso de una crisis de liquidez: la tríada era *prestar libremente*, contra un *buen aval*, pero a un elevado *tipo de interés de penalización*. ¿Por qué? Porque una aguda falta de liquidez durante un estado de pánico puede empujar al abismo incluso a instituciones solventes: los clientes entran exigiendo su dinero, y si los bancos no tienen suficiente efectivo para satisfacer la demanda, se corre la voz y comienzan a brotar pánicos bancarios por todas partes. Se trata de una enfermedad altamente contagiosa.

Al servir como prestamista de última instancia, el Banco Central evita que esto acabe sucediendo. Todo gerente de cualquier banco central del mundo conoce el catecismo de Bagehot, por lo que eso fue lo que la mayoría de ellos llevó a cabo en agosto de 2007. De hecho, puede decirse que el BCE siguió el guion de Bagehot al pie de la letra hasta finales de 2011, ya que se negó a reducir sus tipos de interés hasta octubre de 2008 (sí, ha leído bien: 2008, no 2007), e incluso entonces cedió a regañadientes. La tasa europea de interés a un día que en agosto de 2007 estaba en el 4 por ciento, no cayó al

3,25 por ciento hasta noviembre de 2008, y hasta enero de 2009 no se redujo hasta el 2 por ciento. En claro contraste, el tipo de interés de la Fed había llegado virtualmente a cero en diciembre de 2008.

¿Fue entonces todo este desastre simplemente una crisis de liquidez, tal y como dejaron entrever las acciones del BCE? Tal vez no. Una visión alternativa, y más oscura, de la crisis sostiene que lo ocurrido fue un serio bloqueo en el buen funcionamiento de los mecanismos habituales de concesión de créditos. Según esta visión más amplia, la falta de liquidez no fue más que la punta del iceberg. Los verdaderos problemas acechaban debajo, en forma de gigantescas pérdidas de riqueza, de reducción masiva del apalancamiento, de posibles insolvencias por parte de grandes instituciones, y, tal y como se ha mencionado, de severos daños al sistema bancario ordinario, al sistema bancario en la sombra y a otros mecanismos de concesión de crédito. Si todo esto llegaba a ocurrir —y en agosto de 2007 aún no había ocurrido— la totalidad de la economía se encontraría en graves problemas: las economías hambrientas de crédito caen en recesión, o algo peor; los negocios declinan y quiebran; los trabajadores pierden sus empleos.

## **La Fed se precipita a la acción**

Bueno, tal vez no se «precipitó», precisamente. Bernanke, que era un notable estudioso de la Gran Depresión,<sup>24</sup> fue poco a poco convenciendo a su belicoso comité de que lo que estaba ocurriendo era algo *muy gordo*, no un mero problema de liquidez, sino posiblemente el desencadenante de una gran recesión. Pero los viejos hábitos no mueren fácilmente, y aunque la Fed iba por delante del BCE, aún no había alcanzado el nivel óptimo de actuación. En la reunión del 18 de septiembre, el FOMC matizó su afirmación de que «el endurecimiento de las condiciones crediticias puede conducir a [...] la restricción del crecimiento económico general», añadiendo que «aún existe cierto riesgo de inflación». Era una evaluación de los riesgos cuidadosamente equilibrada, quizá demasiado equilibrada, teniendo en cuenta la realidad emergente. Tan sólo cinco días antes, el Banco de Inglaterra había intervenido para rescatar a Northern Rock, una enorme entidad de ahorro, del

primer pánico bancario ocurrido en Reino Unido desde 1866.<sup>25</sup> Allí las cosas se estaban desmoronando, y los problemas en Estados Unidos eran sorprendentemente similares. ¿Acaso faltaba aún mucho para que ocurriese lo mismo?

Aunque la velocidad de acción de la Fed le hacía parecer una liebre en comparación con la tortuga que era el BCE, lo cierto es que esta liebre en concreto tampoco estaba corriendo muy rápido. Tras la reducción de 50 puntos básicos en el tipo de interés ocurrida el 18 de septiembre de 2007, la Fed esperó otras seis semanas —hasta su siguiente reunión ordinaria, el 31 de octubre— para volver a mover ficha. Por entonces ya habían quebrado muchas compañías de créditos hipotecarios, y Citigroup y otras entidades habían anunciado fuertes depreciaciones de sus hipotecas *subprime*. Sin embargo, la Fed tan sólo redujo otros 25 puntos básicos, un avance minúsculo, que se volvió a repetir en la siguiente reunión ordinaria, el 11 de diciembre. Estaba claro que un número considerable de miembros del FOMC no estaban convencidos de la necesidad de facilitar el acceso al dinero.

Sin embargo, tras esa reunión la Fed pareció pisar un poco el acelerador, pues al día siguiente anunció la creación de dos nuevos servicios de provisión de liquidez. El primero consistía en una serie de acuerdos de intercambio de divisas con aquellos bancos centrales extranjeros que tuviesen una gran escasez de dólares: por ejemplo, la Fed presta dólares al BCE a cambio de euros, y cuando Europa supere la crisis de liquidez en dólares, el BCE reembolsa los dólares y recupera los euros. La oferta inicial se limitó a 24.000 millones de dólares, que en aquel momento se consideró como suficientemente elevada. Pero lo cierto es que el volumen de estos acuerdos de intercambio llegó a alcanzar unos desmesurados 583.000 millones de dólares en 2008.

La segunda propuesta fue el servicio de subasta de títulos financieros a corto plazo TAF, diseñado para realizar préstamos bancarios al estilo Bagehot, aunque en este caso por períodos más amplios de lo habitual: hasta un máximo de cuatro semanas. Los anteriores intentos de la Fed a la hora de prestar a otros bancos se habían visto obstaculizados por el miedo de los banqueros a ser estigmatizados por solicitar un préstamo al Banco Central. ¿Acaso tal solicitud no traslucía que el solicitante estaba contra las cuerdas?

El TAF pretendía superar el problema del posible estigma de dos formas: por un lado, tenía la forma de *subasta*, a la que cualquier banco podía presentarse y pujar, sin que el banco convocante tuviese necesariamente que estar en una mala situación, y por otro, puesto que el banco solicitante no recibiría el dinero en efectivo hasta pasados varios días, un préstamo del TAF no serviría para salvar a un banco que estuviese al borde del desastre. El TAF tuvo una considerable importancia tanto por sus propios logros —en su punto culminante, en marzo de 2009, había dado en préstamo 493.000 millones de dólares— como por su influencia en las subsiguientes políticas; como se verá más adelante, la Fed retuvo en su memoria el problema de la estigmatización que condujo a la creación del TAF, y tal recuerdo afectó a sus futuras decisiones políticas. El TAF en sí fue derogado en marzo de 2010, pues ya no era necesario.

Pero la Fed sólo estaba calentando motores. Al parecer, durante las vacaciones de Navidad y Año Nuevo, Bernanke debió de pensar en los años treinta —o tal vez tuvo pesadillas al recordarlo—, ya que el 9 de enero de 2008 convocó una reunión telefónica con el FOMC, en teoría para ponerse al día de los últimos acontecimientos, pero es posible que en realidad fuese para despertar al comité de su letargo. En los pocos minutos que duró esa reunión se llegó a la conclusión de que «los riesgos negativos asociados al crecimiento se habían incrementado significativamente desde la pasada reunión de diciembre», pero el comité aún no estaba preparado para reducir los tipos de interés. Sin ceder al desaliento, Bernanke volvió a organizar otra reunión similar el 21 de enero, y en esa ocasión se observó que «la información recibida desde la conferencia del 9 de enero ha reforzado la opinión de que la perspectiva de la actividad económica se está debilitando». Entre ambas reuniones sólo habían transcurrido doce días. ¿Qué podía haber cambiado?

Lo que había cambiado era que el FOMC ya estaba preparado para pasar a la acción, y de qué manera. Con la oposición de un solo disidente, los miembros acordaron anunciar al día siguiente a primera hora un recorte casi sin precedentes de 75 puntos básicos en el tipo de interés de los fondos federales.<sup>26</sup> Durante los dieciocho años y medio que duró la presidencia de Alan Greenspan en la Fed, el FMOOC únicamente había movido una vez el

tipo de interés de los fondos esos mismos 75 puntos básicos, y fue un incremento. Además, los anuncios relativos al tipo de interés que nos ocupa *siempre* se llevan a cabo *exactamente* a las 14.15 h, y en esta ocasión se hizo a las 8.30 h. La Fed claramente quiso llamar la atención el 22 de enero, y vaya si lo hizo. Ocho días después, en su reunión ordinaria, y de nuevo con una sola voz en contra,<sup>27</sup> el FOMC redujo el tipo de interés otros 50 puntos básicos, alcanzando así el 3 por ciento y dejando la actividad comercial de los fondos federales 125 puntos básicos más baja que tan sólo nueve días antes. La Fed se encontraba en estado de DEFCON 1.<sup>28</sup>

La mayor parte del FOMC veía ya claramente la tarea a la que se enfrentaban como una guerra con dos frentes, y se preparaba para la batalla en ambos: por un lado, necesitaba proporcionar enormes cantidades de liquidez, por las bien conocidas razones articuladas por Bagehot ciento treinta y cinco años antes, pero también era preciso recortar los tipos de interés para hacer frente a una inminente recesión, tal y como Keynes había establecido setenta y dos años antes. El presidente Bernanke no deseaba en absoluto que bajo su mandato tuviese lugar un nuevo episodio como el de la década de los treinta. En Europa, sin embargo, los tipos de interés a un día no se movían de su sitio. El BCE luchaba a brazo partido contra la falta de liquidez, tal vez incluso con más dureza que la Fed, pero no estaba en absoluto convencido de que se aproximase una recesión. En la sede principal del BCE, en Frankfurt, había mucho Bagehot pero poco Keynes.

## **Personas ausentes**

Entretanto, cabría preguntarse —como hicieron algunas personas— ¿dónde estaba el Departamento del Tesoro de Estados Unidos? La respuesta aproximada es: trabajando duro, pero sobre todo entre bambalinas. Con el fin de proporcionar un muy necesario estímulo a la renqueante economía, el presidente George W. Bush presentó en febrero de 2008 ante el Congreso (que lo aprobó) un recorte fiscal de carácter temporal (los recortes fiscales

fueron su remedio para cualquier situación). Posteriormente, sin embargo, básicamente se desentendió del tema, delegando la gestión de la economía en el secretario del Tesoro, Hank Paulson.

En aquel momento, la Administración Bush daba la impresión de estar agotando ya sus últimas fuerzas, pero Paulson parecía ser la persona perfecta para el trabajo: se estaba cocinando una crisis financiera muy compleja y de múltiples facetas centrada en Wall Street, los dos últimos secretarios del Tesoro habían sido respectivamente un alto ejecutivo de la industria del aluminio y otro del sector del ferrocarril, y el presidente de la Fed procedía del recluso mundo académico. Paulson, sin embargo, había estado a la cabeza de Goldman Sachs, y había sido un león de Wall Street, un Amo del Universo, un hombre que había pasado toda su vida adulta en la jungla del mundo financiero (incluso tenía como hobby la colección de aves de presa, lo que según algunos ya indicaba por dónde iban los tiros). No había nadie mejor preparado para el trabajo al que iba a enfrentarse, o al menos eso se pensaba.

Durante este período, mientras la Fed se encontraba trabajando febrilmente para sofocar las llamas que amenazaban con calcinar el antiguo entorno de Paulson (y, posteriormente, incluso su antigua firma), el secretario del Tesoro no habló mucho en público. Exceptuando su labor de abierto apoyo al recorte fiscal de 2008, para asegurarse de que era aprobado por el Congreso, Paulson se contentó con trabajar en la sombra, dejando a la Fed el protagonismo visible. Una razón importante, por supuesto, es que carecía de algo que la Fed sí tenía: dinero.

Afortunadamente, la Reserva Federal dirigida por Bernanke lo tenía a espuestas, y mantuvo activa la lucha. El 11 de marzo de 2008 la Fed anunció una nueva fórmula para hacer las veces de prestamista de última instancia (luego llegarían más). Los inquietos mercados estaban ansiosos por obtener títulos financieros del Tesoro, en especial sus pagarés, para usarlos a modo de osito de peluche con el que poder dormir tranquilos. El servicio de préstamo para compra a corto plazo de títulos financieros, TSLF, se diseñó con el fin de prestar valores del Tesoro a los en teoría primeros intermediarios, un grupillo de entidades de Wall Street y sus homólogos extranjeros que lograron establecer un mercado para estos valores. Como garantía para estos

préstamos, la Fed aceptaba lo que Bagehot hubiese denominado un «buen aval». Vale, no todos ellos eran tan buenos; digamos, «avales medianamente aceptables».

La idea era muy sencilla. Los mercados sufrían una carencia de valores del Tesoro de alta liquidez, pero por el contrario tenían un enorme excedente de otros títulos financieros. Si la Fed estuviese dispuesta a intercambiar los pagarés del Tesoro por una parte de dichos títulos, podría aliviar la mencionada carencia de liquidez; después de todo, todos los pagarés del Tesoro pueden convertirse en dinero en efectivo en cuestión de segundos, y además la Fed podría llevar a cabo estos intercambios sin necesidad de aumentar su balance o sus reservas bancarias, siendo estas últimas el forraje habitual para el incremento en la circulación del dinero. Por todo ello nació el TSLF, o más bien se anunció su nacimiento, pues el primer préstamo real no tuvo lugar hasta el 27 de marzo. Una fecha, por cierto, deliciosamente inoportuna para uno de los intermediarios principales, que en aquel momento se encontraba luchando por su vida: un banco de inversión llamado Bear Stearns.

## **De Bear a Lehman: la inconsistencia era el monstruo**

La insensata consistencia es el monstruo de las mentes pequeñas.

RALPH WALDO EMERSON

Los seis meses transcurridos entre la caída de Bear Stearns en los expectantes brazos abiertos de JPMorgan Chase y la bancarrota de Lehman Brothers resultaron interesantes, en el sentido de la maldición apócrifa china (*Que vivas en tiempos interesantes*). En marzo la Reserva Federal, apoyada por el Departamento del Tesoro, inyectó en la economía casi 30.000 millones de dólares con el fin de facilitar el matrimonio forzado entre Bear y JPMorgan, presumiblemente debido a que una quiebra completa de Bear *podría* haber devastado el sistema financiero. Sin embargo, en septiembre la Fed, de nuevo con el firme apoyo del Tesoro, se negó a proporcionar dinero para facilitar la venta de Lehman Brothers, pese a que la quiebra de Lehman sí que devastó el sistema financiero. Pues sí que estamos bien...

Estas dos monumentales decisiones se cuentan entre las más significativas y memorables de toda la crisis financiera, y aunque resulta difícil saber cuál de ellas fue más controvertida, está claro que la de dejar caer a Lehman fue sin duda la que tuvo peores consecuencias; después de todo, cuando Lehman se precipitó al abismo, arrastró a todos con ella. Los



expertos financieros y los historiadores debatirán durante mucho tiempo acerca de la sensatez de salvar a Bear y dar la espalda a Lehman. Este capítulo intenta explicar por qué las autoridades actuaron de esa forma.

## **Pesimismo bursátil sobre Bear**

Bear Stearns era el más pequeño y posiblemente el menos sólido de los Cinco Grandes bancos de Wall Street. Durante bastante tiempo, la entidad se había enorgullecido de bailar a su propio ritmo, lo que entre otras cosas significaba que a menudo seguía estrategias que iban a contracorriente de lo habitual, por ejemplo, comprar activos en apuros, conservarlos hasta que los mercados se normalizasen y entonces venderlos, obteniendo un buen beneficio. Por esta razón, la alta gerencia de Bear no se asustó así como así cuando el mercado de las hipotecas *subprime* empezó a flaquear, ni siquiera cuando en julio de 2007 quebraron dos de sus propios fondos *subprime*. La entidad era también muy rentable, especialmente para sus principales ejecutivos: entre los años 2000 y 2008 los cinco más altos se llevaron a casa 1,4 millones de dólares anuales en efectivo y acciones.

Bear también era rebelde en otro sentido. Diez años antes, cuando la crisis financiera de 1998 alcanzaba su punto culminante, se había ganado la enemistad del resto de bancos de Wall Street al ser el único en negarse a aceptar su parte prorrateada de la compra de emergencia de lo que quedaba del tambaleante fondo de alto riesgo LTCM. La negativa de Bear dejó un regusto amargo que los wall streetianos recordaron en marzo de 2008.

Uno de los aspectos en los que Bear Stearns marcó su propio rumbo durante el crecimiento de la burbuja fue su conversión en uno de los principales jugadores en el negocio de las hipotecas, especialmente en el de las hipotecas *subprime*. La titulización hipotecaria llegó a ser el componente más importante de la división de renta fija de Bears, que a su vez era su línea de negocio más rentable, pues generaba casi la mitad de los ingresos de la compañía. Por ejemplo, y pese a ser mucho más pequeño que sus rivales de Wall Street, Bear no bajó del tercer puesto a nivel nacional en volumen de concesión de títulos financieros hipotecarios privados entre 2000 y 2007.<sup>29</sup>

Por añadidura, una serie de adquisiciones y expansiones había convertido a Bear Stearns en una máquina verticalmente integrada de concesión de hipotecas, ofreciendo servicio a todos los niveles. Sus diversas divisiones emitían créditos hipotecarios sobre viviendas, los agrupaban para su titulización y vendían los títulos resultantes, obteniendo beneficios en todos y cada uno de los pasos de la cadena.

Esta fuerte concentración de productos financieros sobre hipotecas constituía una de las razones por las que estaba generalmente considerada como la más débil del llamado *Bulge Bracket* (es decir, el conjunto de bancos multinacionales de inversión más grandes y más rentables del mundo) cuando el mundo financiero empezó a tambalearse el Día del Paribas. Su imagen no mejoró precisamente tras la publicación, en noviembre de 2007, de un artículo en *The Wall Street Journal* que describía a su durante mucho tiempo consejero delegado, James, *Jimmy*, Cayne, como un ejecutivo indolente y fumador de marihuana que prestaba más atención a su juego de bridge que a su compañía. Unos dos meses después de la publicación de este artículo, Cayne fue depuesto y el presidente de Bear, Alan Schwartz, ocupó su lugar. Schwartz no duraría en el cargo más que otros dos meses.

Los especuladores en mercados propensos al pánico han sido descritos, no sin acierto, como una jauría de chacales intentando atacar al antílope más lento de la manada. Estos chacales tenían muchos dientes: podían extraer activos de la entidad objetivo, dejar de prestarle dinero, vender en corto (*short selling*) sus acciones, o comprar sus CDS, y posteriormente apostar fuertemente por su caída. ¿He mencionado que podían también difundir rumores en los que se afirmaba que la entidad se estaba desmoronando?

En marzo de 2008 era a Bear Stearns al que se veía como el antílope más lento, y Lehman Brothers era tan sólo ligeramente más rápido: las agencias de calificación habían puesto en tela de juicio la solvencia de la firma, y algunas notables contrapartes, como Citigroup y JPMorgan Chase, se habían apartado de ella. Warren Spector, el renombrado experto en las exóticas posiciones de renta fija de la empresa, había sido eliminado, dejando al mando de la nave a Schwartz, un banquero de inversiones que valientemente trataba de adquirir con rapidez conocimientos sobre el

mercado de bonos; pero, tal y como lo describió de manera acertada uno de los principales ejecutivos del sector de renta fija, su cursillo intensivo era «poco más que “Introducción a los Bonos”».

El lunes 10 de marzo de 2008 comenzaron a circular ciertos rumores — vigorosamente negados por la compañía— acerca de que Bear Stearns estaba experimentando problemas de liquidez. Unos segundos rumores afirmaban que uno o varios de sus rivales en Wall Street estaban detrás de los primeros; ya hemos dicho que son unas fieras. Hay que recordar que Bear, al igual que los demás gigantes de Wall Street, se financiaba en un porcentaje asombroso con créditos baratos a muy corto plazo, principalmente repos; a finales de 2007, Bear estaba tomando prestado más de 100.000 millones de dólares en el mercado de los repos, la mayor parte a un día.

Por supuesto, los préstamos a un día deben ser reembolsados al día siguiente, normalmente de forma rutinaria. Pero las malas noticias, o incluso un simple *rumor* de malas noticias, pueden transformar el riesgo crediticio de una compañía de aceptable a inaceptable a ojos del mercado literalmente de un día para otro. Un día de aquella fatídica semana, un asistente informó al secretario del Tesoro Paulson de que Bear se encontraba en serios apuros, y podía durar tan sólo un mes más, aproximadamente. Paulson, curtido en cien batallas, replicó sabiamente: «No creo que dure tanto. Cuando la confianza se pierde, ya no se recupera». Dio en el clavo: Bear Stearns no sobrevivió a aquella semana.

La entidad comenzó su actividad el lunes por la mañana con 18.000 millones de dólares en efectivo y valores financieros de alta liquidez. Suficiente para poder hacer frente a un hipotético pánico bancario, ¿verdad? Pues no, ni de lejos. Al terminar el día, con los rumores campando a sus anchas, la liquidez de Bear había caído hasta los 12.500 millones de dólares. Era una auténtica sangría de dinero. Las contrapartes se volvían cada vez más reacias a negociar con Bear, y algunas incluso ya se negaban. El martes por la tarde Goldman Sachs sobresaltó a Bear al declinar una transacción rutinaria, y la noticia corrió de boca en boca. El miércoles por la noche la capacidad de acceso de Bear al mercado de repos se estaba marchitando. A la mañana siguiente Alan Schwartz contactó telefónicamente con Tim Geithner, entonces presidente del Banco de la Reserva Federal en Nueva York,

advirtiéndole de que su compañía estaba en una situación desesperada; en las últimas, como quien dice. El jueves por la noche la liquidez de Bear Stearns había caído hasta los 2.000 millones de dólares, prácticamente se había quedado sin dinero en menos de una semana. La bancarrota parecía inminente, por mucho que los ejecutivos de la empresa siguieran insistiendo en que el problema era la falta de liquidez, no una posible insolvencia.

## INSOLVENCIA FRENTE A FALTA DE LIQUIDEZ

La distinción entre *insolvencia* y *falta de liquidez* era probablemente una de esas lecciones que tanto los economistas como los participantes de los mercados financieros solían grabar a fuego en sus memorias. Sin embargo, la crisis hizo que todo el mundo se la replantease.

En principio, la diferencia está muy clara: una entidad es *insolvente* cuando el valor de su pasivo es superior al de sus activos, por lo que su *valor neto* es *negativo*, y es muy probable que el siguiente paso sea la bancarrota; por el contrario, una entidad sufre de *falta de liquidez* cuando tiene *escasez de dinero en efectivo*, aunque su balance muestre un valor neto positivo, y en tales casos la entidad necesita un crédito a corto plazo, no que le apliquen la eutanasia. La insolvencia es una enfermedad mortal, mientras que la falta de liquidez es un resfriado fuerte, o tal vez *muy* fuerte. Ésta era exactamente la distinción que Walter Bagehot tenía en mente cuando en 1873 aconsejó a los bancos centrales que prestasen libremente (para aliviar los problemas de liquidez) siempre a cambio de una sólida garantía (puesto que únicamente las instituciones solventes están capacitadas para ofrecerla).

Pero hay un problema: una compañía con carencia de efectivo —en especial si sus proveedores habituales le han dado la espalda— puede verse forzada a liquidar precisamente sus activos menos líquidos, lo que puede implicar venderlos a precios excepcionalmente bajos, si es que puede venderlos, lo que a su vez acaba por reducir el patrimonio neto de la empresa. El problema es aún peor si se trata de una compañía financiera, por al menos dos razones: por un lado, la circulación de efectivo es parte imprescindible del negocio, y es altamente probable que los flujos diarios de entrada y salida de efectivo sean extremadamente grandes comparados con, pongamos por caso, una compañía manufacturera de tamaño similar; y por otro, también es muy probable que el apalancamiento sea lo suficientemente alto como para que incluso caídas modestas en el valor de los activos se transformen en severas contracciones en dicho patrimonio neto. Y puede ser aún *mucho* peor si los

intermediarios y las contrapartes pierden la confianza en esa empresa, pues en ese caso puede llegar a cerrarse el grifo del crédito. A esto se refería Paulson cuando dijo aquello de «cuando la confianza se pierde, ya no se recupera».

Por estas razones, una severa restricción de liquidez puede perfectamente llegar a destruir una compañía financiera, como un banco comercial o uno de inversión, incluso aunque el balance esté saneado. La falta de liquidez puede convertirse en insolvencia, como le ocurrió a Bear Stearns y posteriormente a Lehman Brothers.

En la práctica, no obstante, la diferencia no tenía excesiva importancia. Según el rumor, un grupo de fondos de alto riesgo había retirado sus cuentas de inversiones en Bear Stearns, se había asegurado contra posibles impagos de Bear en el mercado de CDS y a continuación había comenzado a operar al descubierto como un loco, lo que naturalmente empujó al alza los precios de esas CDS. Fuese cierto o no tal rumor, parecía claro que una entidad que había vivido matando a hierro iba a acabar muriendo a hierro.

Los bomberos financieros de la Fed, el Tesoro, la SEC y otras entidades trabajaron durante toda la noche de aquel jueves, debatiendo los pros y los contras de un posible «rescate» e intentando establecer la forma de llevarlo a cabo, si finalmente era ésa la orden procedente de las alturas. La decisión se tomó a primera hora del viernes, antes de la apertura de los mercados: la Fed, a través de la intermediación de JPMorgan Chase, prestaría a Bear 13.000 millones de dólares (esta cifra no fue revelada entonces, sino que se supo más adelante) para poder sobrevivir el fin de semana. Esta decisión fue asombrosa y marcó un hito, pues básicamente supuso cruzar el Rubicón.

¿Por qué? Hay que recordar que Bear Stearns no era un banco (técnicamente, el préstamo fue para JPMorgan) y que nunca había sido supervisado por la Fed. Donald Kohn, el vicepresidente de la Fed, la definió como «una decisión irreversible de consecuencias difíciles de prever en aquel momento». Y, tal y como observó el reportero David Wessel, «el hecho de que la Fed interviniese se alejaba tanto de la tradición que algunos miembros de Wall Street no comprendieron en un primer momento lo que Paulson y Bernanke les comunicaron aquella mañana de viernes».

Para justificar su acción sin precedentes, la Fed invocó una por entonces poco conocida cláusula de la Ley de la Reserva Federal: la Sección 13(3), que desde entonces pasó a ser una cláusula muy conocida. La Sección 13(3) otorgaba la potestad a una mayoría cualificada de cinco de los siete directores del consejo de administración de la Fed para conceder préstamos de emergencia «a cualquier individuo, sociedad o corporación» que se encontrase «bajo circunstancias inusuales y exigentes». Se trataba de un oscuro poder que muy poca gente sabía que la Fed poseía y que no había sido usado desde 1936. En uno de esos casos curiosos que se dan en la historia, en aquel momento el consejo de la Reserva Federal tan sólo tenía cinco directores en activo, y uno de ellos (Rick Mishkin) se encontraba en mitad de un vuelo transatlántico. Pero, afortunadamente, una puerta de escape legal creada tras los atentados del 11 de septiembre establecía que en un momento de urgencia en el que hubiese menos de cinco gobernadores presentes, bastaría con una votación unánime por parte de los presentes. Sin duda el asunto era urgente, por lo que una votación de 4-0 bastó para aprobar la medida. El préstamo a Bear sería tan sólo el primero de los numerosos usos que se le dio a la ahora conocida Sección 13(3). La Fed había roto el hielo.

El crédito a Bear Stearns, aun siendo histórico, únicamente permitió a la empresa llegar aún viva hasta el cierre de sus actividades de aquel viernes 14 de marzo. La Fed podía asegurar que se limitó a seguir al pie de la letra lo establecido por Bagehot: prestar a una institución solvente pero con problemas de liquidez a cambio de un buen aval, especialmente teniendo en cuenta que este crédito inicial fue reembolsado en su totalidad, y con intereses. Durante el fin de semana la tarea fue otra: encontrar un comprador para lo que quedaba de Bear Stearns, y finalmente resultó que sólo surgió uno factible: JPMorgan Chase. Este gigante financiero había estado haciendo las veces de banco de compensación de Bear en el mercado de repos, por lo que sabía lo suficiente sobre los activos de la compañía como para poder llevar a cabo rápidamente las obligadas diligencias debidas, además de estar interesado en adquirir parte de las operaciones de Bear. Y, lo que es tal vez más importante, JPMorgan tenía un «balance fortificado», necesario para absorber a Bear Stearns con todos los riesgos asociados.

En un destacable intercambio de papeles, la Fed y el Tesoro se convirtieron en un par de bancos de inversión tratando de establecer un acuerdo entre dos entidades de Wall Street: Bear Stearns, al que la Fed acababa de prestar 13.000 millones de dólares, y JPMorgan Chase, regulado por la propia Fed. Una situación peliaguda, desde luego, y en esta mano de póker concreta, el equipo del gobierno no tenía buenas cartas. El consejero delegado de JPMorgan, Jamie Dimon, un reconocido negociador, tenía el as en la manga, pues era el único postor viable en lo que al fin y al cabo era una liquidación de fin de semana, y Paulson era consciente de ello: «Debido a que sólo contábamos con un comprador y con muy poco tiempo para seguir las diligencias debidas, teníamos muy poco poder negociador». De modo que, básicamente, la negociación se redujo a: «Ponga usted el precio, sr. Dimon».

Ese fin de semana, un verdadero ejército de banqueros de JPMorgan pasó por la sede central de Bear Stearns —convenientemente, ambas entidades eran casi vecinas en el centro de Manhattan— para revisar los libros de cuentas, y parte de lo que encontraron no les dejó satisfechos; en particular, el hecho de que Bear Stearns tuviera en propiedad unos 30.000 millones de dólares en activos hipotecarios dudosos de los que JPMorgan no deseaba hacerse cargo en absoluto (pues ya tenía su propio montón de basura hipotecaria). Y eso fue exactamente lo que Dimon comunicó a la Fed y al Tesoro.

Para Bernanke y Geithner, esos 30.000 millones suponían un obstáculo muy serio. Una cosa era conceder un *préstamo* a Bear Stearns a través de JPMorgan durante unos pocos días, ya que aunque la acción era realmente inusual, al menos la Sección 13(3) estaba ahí para legitimarla; sin embargo, *comprar* una cartera de activos hipotecarios que JPMorgan consideraba demasiado arriesgada para sus propios accionistas era algo muy distinto. Después de todo, en la práctica, los «accionistas» de la Reserva Federal eran los contribuyentes,<sup>30</sup> por lo que si la Fed se hacía cargo de estos activos sospechosos y los incorporaba a su propio balance, los contribuyentes estarían asumiendo riesgos que Dimon no deseaba para sus propios accionistas. No se trataba de simples problemas legales, ya que los abogados de la Fed podían fácilmente estructurar la transacción como si fuese un préstamo en lugar de una compra, que es lo que finalmente acabaron

haciendo.<sup>31</sup> El problema era más bien una cuestión de política de fondo: ¿Era apropiado que la Reserva Federal asumiese tanto riesgo? Después de todo, la ley exigía —al verdadero estilo Bagehot— que todo préstamo de la Reserva Federal estuviese bien avalado. La absorción de deuda no forma parte de las competencias de la Fed.

El banco central, que no deseaba cruzar la tradicional línea de Bagehot, trató en primer lugar de que el Tesoro pusiese el dinero: el gobierno electo debería asumir la responsabilidad, ¿no es cierto? Tal vez, pero eso hubiese requerido que el Congreso aprobase una ley, lo que resultaba totalmente imposible en un plazo de tiempo tan corto —e incluso si hubiese habido más tiempo tampoco se hubiera aprobado—. Seguidamente, la Fed solicitó al Tesoro que le indemnizase las posibles pérdidas, pero los abogados del Tesoro también rechazaron esa posibilidad.

Ahí estaba la Fed, atrapada entre la proverbial espada y la pared. Bernanke podía dejar caer a Bear ese fin de semana —asumiendo las consecuencias que ello provocase— o poner su cabeza bajo el hacha del verdugo comprando 30.000 millones de dólares en activos hipotecarios dudosos de valor incierto, y cargando a los contribuyentes con el riesgo de las más que posibles pérdidas. Escogió la segunda opción.

Tal decisión llevó simultáneamente a cerrar el acuerdo y a sentar las bases de buena parte de lo que sucedería después. JPMorgan accedió a absorber los primeros 1.000 millones de dólares de pérdidas, dejando los restantes 29.000 millones —llegado el caso— a cargo de la Fed. Obtenida esta garantía, JPMorgan se ofreció a comprar la totalidad de las acciones de Bear Stearns a 2 dólares la unidad, un precio que valoraba la agonizante compañía en menos del valor de mercado del edificio de su sede en la avenida Madison! Minutos más tarde, el consejo de JPMorgan reveló que habían reducido su oferta de 4 dólares a 2 dólares «porque el gobierno no nos ha permitido una cifra mayor [...] debido al “riesgo moral” que supone el uso por parte del gobierno federal del dinero de los contribuyentes para “rescatar” a los accionistas de un banco de inversión», aunque este precio de compra ascendió finalmente hasta los 10 dólares por acción para garantizar que los accionistas de Bear Stearns no vetasen la «fusión». En la sombra y de forma



invisible para casi todo el mundo, en poco más de tres minutos se llegó a un acuerdo sobre los detalles del matrimonio forzoso apresuradamente organizado aquel domingo.

## EL DEBATE DEL RIESGO MORAL

«Riesgo moral» es una de esas expresiones incómodas que no son autodescriptivas. Más concretamente, se trata de una expresión procedente de la industria de los seguros que no tiene absolutamente nada que ver con la moralidad, sino más bien con los incentivos a la hora de asumir riesgos, y con la forma en que las personas responden ante ellos.

La idea principal que se oculta tras el riesgo moral es que aquellos que están bien asegurados contra un determinado riesgo es menos probable que se tomen la molestia de (e incurran en costes para) evitarlo. A continuación se ofrecen algunos ejemplos habituales alejados del mundo financiero: los que poseen un buen seguro contra daños por inundación pueden ser propensos a construir casas en llanuras fácilmente inundables; los que están bien asegurados contra incendios no es probable que instalen costosos sistemas de aspersión, y los que conducen coches con un mayor número de dispositivos de seguridad seguramente conducirán de forma menos prudente. Es obvio que tales comportamientos son muy relevantes en el modo en que las compañías aseguradoras fijan los precios de sus seguros de inundación, incendio o accidentes, pues deben tener en cuenta que el propio hecho de asegurar algo puede inducir a los asegurados a asumir más riesgos.

En aplicaciones financieras los problemas de riesgo moral surgen cuando una tercera parte —con frecuencia, el gobierno— interviene para cubrir, total o parcialmente, el riesgo de pérdidas. Por ejemplo, es altamente probable que los muy críticos con los peligros del riesgo moral nunca hayan tenido excesivo aprecio por los seguros de depósitos, los cuales eliminan la posibilidad de que un depositante asegurado sufra pérdidas por depositar su dinero en un banco poco seguro; por otro lado, no son amigos de ninguna clase de garantía gubernamental —como las garantías hipotecarias ofrecidas (a cambio de una tasa) por Fannie Mae y Freddie Mac, y, desde luego, no les agradan en absoluto los rescates, puesto que al reducir las consecuencias del fracaso posibilitan que la toma de riesgos dé menos miedo, y por tanto dicho fracaso sea más probable. Por supuesto, ni que decir tiene que el «rescate» de Bear Stearns no les hizo la más mínima gracia.

Nadie niega la existencia del riesgo moral; el debate está más bien en las magnitudes y compensaciones. Sirviéndose de Bear Stearns a modo de ejemplo concreto, ¿se pondrían otras entidades de Wall Street en fila para tener el honor de replicar la experiencia de Bear? En opinión de muchos «pacifistas» contrarios al

riesgo moral, es muy improbable. Y tal vez más importante que esto sea la suerte sufrida por los espectadores inocentes: el rescate a Bear Stearns promovido por Bernanke, Geithner y compañía no fue un acto de caridad o de perdón, sino que se llevó a cabo por miedo a que una sonora quiebra causara un enorme daño a terceras partes, y a la propia economía.

La compensación sintetiza la esencia del debate sobre el riesgo moral, pues un rescate puede mitigar hoy los serios problemas existentes, pero también puede sembrar la semilla de futuros problemas al mostrar a los participantes de los mercados que el gobierno puede llegar a rescatar a otras entidades en el futuro.

## ¿Por qué rescatar a Bear?

El «rescate financiero» de Bear Stearns, tal y como fue inmediatamente denominado, suscitó una instantánea controversia que aún hoy perdura. Lo primero que se criticó fue lo peyorativo del término «rescate», pues ni la Fed ni Bear Stearns consideraron la operación como un rescate. Después de todo, las acciones habían cotizado a 93 dólares la unidad en febrero de 2008, y tan sólo un mes después los accionistas obtendrían 2 dólares por participación (más adelante 10 dólares); Jimmy Cayne perdió él solo cerca de 1.000 millones de dólares. La compañía no fue rescatada porque ya estaba muerta, y JPMorgan se hizo cargo de su cadáver, y en la sede de Bear la sensación era más de que lo que se celebraba era un funeral que un rescate. Así pues, ¿quién fue rescatado realmente? Básicamente, los *acreedores* de Bear Stearns, en su mayor parte otras empresas financieras que hubiesen perdido dinero tras la declaración de bancarrota.

De forma inmediata los críticos se abalanzaron sobre la decisión de la Reserva Federal desde todas partes, incluso desde dentro de la propia Fed. Hay que recordar que el Tesoro seguía manteniéndose en un segundo plano y sin arriesgar un solo centavo, por lo que para los ajenos a la decisión toda la operación parecía ser cosa exclusivamente de la Reserva Federal, promovida por Geithner con la bendición de Bernanke, a pesar de que Paulson estaba estrechamente implicado en todos y cada uno de los pasos de dicha

operación. Por consiguiente, fue la Fed la que recibió la mayor parte de las críticas. Pero como había críticas para repartir, Paulson también se llevó su parte.

Los ayatolás del riesgo moral lanzaron sus imprecaciones contra el «rescate» de acuerdo con sus razones habituales: según su doctrina, cualquier acción que aliviase las consecuencias del fracaso podría hacer que los futuros inversores se preocupasen menos a la hora de asumir la clase de riesgo imprudente que casi acabó con Bear Stearns. Anna Schwartz, coautora de varios trabajos con Milton Friedman, la consideró una «operación deshonestas». El 3 de abril, Bernanke, Geithner y el miembro del Tesoro Robert Steel comparecieron ante el Comité Bancario del Senado para dar explicaciones sobre la transacción de Bear. Jim Bunning, senador republicano por Kentucky, famoso exlanzador de la Liga de Béisbol y eterno enemigo de la Fed, dijo que se sentía «muy preocupado» por el rescate: «Eso es socialismo, o al menos eso es lo que me enseñaron en el colegio». Seguidamente, dejó caer una pregunta a la vez ominosa y profética: «¿Qué pasará si la siguiente es Merrill, o Lehman, o alguna entidad similar?». Por suerte para Bernanke y Geithner, el tiempo de intervención de Bunning se agotó en ese preciso momento, y no tuvieron que responder; al menos, no hasta el mes de septiembre.

Pero las críticas procedentes de los «internos» de la Fed debieron de doler aún más. El 8 de abril, en una declaración que suscitó una enorme atención, Paul Volcker comunicó al Club de Economía de Nueva York que la Fed había llegado «hasta el mismo límite de sus poderes legales e implícitos, transgrediendo ciertos principios y prácticas de la banca central profundamente arraigados». Aquello sonó a reproche, y teniendo en cuenta el gran prestigio de Volcker en la Fed, sus palabras fueron como críticas procedentes del Monte Olimpo. Rompiendo la habitualmente inquebrantable solidaridad en el seno de la Fed, Vincent Reinhart, que hasta 2006 había sido su jefe de personal, criticó públicamente la decisión relativa a Bear Stearns, tachándola de «el peor error sobre política monetaria de nuestra generación» y pronosticando que sentaría un precedente: desde ese preciso momento, siempre que una gran institución financiera estuviese al borde del abismo se esperaba de la Fed que pusiese el dinero necesario sobre la mesa (¿estaría

pensando en Lehman?). Tres meses más tarde, Jeffrey Lacker, presidente del Banco de la Reserva Federal en Richmond y tal vez el miembro más conservador del FOMC, fue objeto de grandes titulares en Londres por un discurso en el que denunciaba la decisión de rescatar a Bear Stearns aludiendo a los riesgos morales de la misma.

Como veremos, tanto las críticas sobre el riesgo moral como los alegatos en contra del «rescate» acabarían influyendo considerablemente en las decisiones futuras, entre ellas la relativa a Lehman Brothers. Pero antes, preguntémonos por qué la Fed y el Tesoro, aun siendo perfectamente conscientes del probable riesgo moral existente, decidieron de todas formas rescatar a los acreedores de Bear Stearns.

El primer pensamiento que automáticamente le viene a uno a la mente es incorrecto: que el rescate de Bear Stearns se debió a la aplicación de la antiquísima doctrina del *too big to fail* (TBTF), «demasiado grande para dejar quebrar». Esta idea alude a que ciertas compañías, financieras o no, son simplemente tan grandes que su caída, especialmente si es abrupta, causaría tanto daño a otras compañías, a los consumidores y a la economía en general, que el gobierno se ve obligado a intervenir de un modo u otro.<sup>32</sup> En realidad, el nombre de la doctrina es inexacto, pues en algunos casos la solución preferible sería dejar morir la compañía lenta y pacíficamente, causando el menor trastorno posible a los demás; por ello, la idea debería denominarse «demasiado grande para dejar quebrar *con estrépito*». Pero una vez asignadas, las etiquetas tienen la costumbre de no despegarse fácilmente, por lo que para bien o para mal esta doctrina se sigue conociendo como la del «demasiado grande para dejar quebrar».

Pero, como ya he sugerido, Bear Stearns *no* era demasiado grande para dejar quebrar. Era, por supuesto, una compañía muy grande, con unos activos valorados en 395.000 millones de dólares a fecha de 30 de noviembre de 2007. Sin embargo, recordemos que sólo era la *quinta entidad más grande* de Wall Street: por aquel entonces, las otras oscilaban entre 691.000 millones (Lehman Brothers) y 1,12 *billones* de dólares (Goldman Sachs); en comparación, Bear resultaba más bien pequeña. Y eso que no he mencionado a los grandes bancos o compañías de seguros: a finales de 2007 los activos de siete conglomerados bancarios superaban todos ellos esos 395.000 millones

de dólares, los de la mayor caja de ahorros del país (Washington Mutual, o WaMu) eran de 327.000 millones, y había cuatro compañías de seguros cuyos activos superaban los 360.000 millones. Estas cifras eran de dominio público y bien conocidas por los aficionados a las finanzas. Por tanto, si Bear Stearns era demasiado grande para dejar quebrar, también lo eran al menos otras dieciséis entidades financieras. Si se hubiese sondeado la opinión de los expertos sobre el tema en febrero de 2008, estoy convencido de que la mayoría de ellos hubiese considerado (yo mismo entre ellos) que Bear se encontraba *por debajo* de la cota que separaba a los que eran demasiado grandes para quebrar de los que no lo eran.

¿Por qué, entonces, la Fed y el Tesoro se mostraron tan reacios a dejar que Bear Stearns se hundiese aquel fin de semana? La razón principal fue el miedo a que Bear estuviese *demasiado interconectado para dejar quebrar*, en varios aspectos.

Primero: estaba estrechamente vinculado a muchas otras entidades financieras, especialmente fondos de alto riesgo, pues una de sus principales líneas de actividad consistía en servir de principal corredor de Bolsa a cientos de ellos, es decir, ejecutar transacciones, proporcionar garantías, recibir y distribuir las cantidades invertidas, etc. Estos fondos de alto riesgo, por su parte, suponían una parte sustancial de la actividad comercial en una gran variedad de mercados, por lo que si Bear Stearns besaba la lona, mercados de todo el mundo se verían seriamente afectados. ¿Le suena la teoría del efecto dominó? Tal era la doctrina del gobierno.

Segundo, y relacionado con el anterior: Bear Stearns era la contraparte en probablemente cientos de miles de transacciones de derivados, y digo probablemente porque nadie sabía exactamente cuántos. Tal y como posteriormente comunicó Paulson a la FCIC, «si Bear hubiese desaparecido, cientos, o tal vez miles de contrapartes hubiesen tratado de vender sus respectivas garantías, empujando así los precios a la baja y creando pérdidas aún mayores». Curiosamente, ése fue *exactamente el mismo* argumento empleado diez años antes, cuando la Fed organizó el rescate a través del sector privado del fondo de inversión LTCM, una operación en la que, recordémoslo, Bear se negó a participar.

Tercero: según el testimonio que Bernanke ofreció posteriormente a la FCIC, «aunque Bear Stearns no era una entidad muy grande [por lo que no se trataba de un caso de demasiado grande para dejar quebrar] [...], nuestra opinión era que, debido a que estaba tan profundamente implicada en un mercado tan absolutamente crucial como el de financiación de repos, su quiebra hubiese arrastrado consigo al mercado, lo que posiblemente hubiese repercutido en otras entidades».

Cuarto: Bear no era ni mucho menos la única entidad en posesión de esa clase de perfil de riesgo, tal y como posteriormente afirmó Paulson: «Si Bear hubiese sido la única, tal vez la hubiésemos dejado caer, pero nos dimos cuenta de que la quiebra de Bear pondría en tela de juicio el futuro del resto de instituciones financieras que estuviesen en su misma situación. El mercado buscaría el siguiente ciervo herido, y después el siguiente, y todo el sistema se vería seriamente amenazado». Para otros, claro está, a ese mismo argumento se le podía dar la vuelta: salvar Bear conllevaba un compromiso tácito para salvar Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley y Goldman Sachs si fuese necesario, y de hecho el gobierno acabaría rescatando a tres de esas cuatro.

En resumen, Bear Stearns fue considerada como demasiado *interconectada* para quebrar. Pero ¿realmente era cierto? Nunca lo sabremos, aunque las múltiples catástrofes que comenzaron a surgir a partir de los seis meses de la quiebra de Lehman Brothers conceden a tal consideración una credibilidad considerable. Independientemente de ello, la Reserva Federal y el Tesoro *creyeron* que ésa era la verdad y actuaron en consecuencia, aunque el Tesoro seguía manteniendo un perfil bajo. Y no era de extrañar. ¿A quién le apetecería explicar a su electorado que el gobierno acababa de poner 29.000 millones de dólares en situación de riesgo para salvar fondos de alto riesgo, intermediarios de derivados y el mercado tripartito de repos? (*¿Perdón, cómo dice?*).

En aquel momento, la doctrina del «demasiado interconectado para dejar quebrar» parecía novedosa y algo oscura; y en cierto modo lo era, aunque el caso del LTCM ocurrido diez años antes fue un claro precursor. En aquel famoso caso, sin embargo, la Reserva Federal no había contribuido con un solo centavo de su propio dinero a la hora de cerrar el trato, sino que más

bien se sirvió de sus buenos oficios (léase, su poder de negociación) para lograr que todas las principales entidades de Wall Street, con la excepción de Bear, mantuviesen vivo el LTCM el tiempo suficiente para que su caída no desencadenase una cascada de quiebras. El rescate de Bear en marzo de 2008 fue en realidad la *segunda* gran aplicación de la doctrina del demasiado interconectado para quebrar, pero con una importante diferencia: en esta ocasión la Fed puso mucho dinero propio en el empeño.

¿Cuáles fueron los argumentos en contra? El primero ya ha sido mencionado: la acción acabó creando un precedente, tal y como predijo Vincent Reinhart. Una vez que la Fed estaba ya metida hasta el cuello, sería muy difícil salir.

Segundo: este precedente creó a su vez riesgo moral, no tanto precedente de los ejecutivos y accionistas de otras entidades de Wall Street —los de Bear, después de todo, sufrieron enormes pérdidas personales— sino de individuos y negocios que habían concedido créditos a la tambaleante Bear Stearns, que fueron los realmente rescatados con el dinero de los contribuyentes. ¿Tendrían más cuidado la próxima vez, o simplemente asumirían que otro rescate gubernamental les salvaría el pellejo? En el segundo caso, uno de los principales controles de salvaguardia del sistema financiero —la prudencia por parte de acreedores— quedaría seriamente dañado.

Tercero: algunas personas sostuvieron que el rescate de Bear Stearns excedía el ámbito de autoridad legal de la Fed; se equivocaban, pues la Sección 13(3) claramente permitía tal acción. Sin embargo, puede que *sí* constituyese una extralimitación del propósito del Congreso, y de hecho dos años después éste retiró a la Fed esta potestad mediante la Ley Dodd-Frank. Hoy en día, la nueva Sección 13(3) modificada por esta ley ya no autoriza créditos de emergencia a instituciones financieras particulares; están reservados únicamente a todos «los participantes en (un) programa o servicio de amplia elegibilidad».

Otro caso curioso en la historia financiera: el domingo 16 de marzo, el mismo día en que JPMorgan Chase anunció su compra de Bear Stearns y la Fed anunció su aprobación de la transacción, el consejo de administración de la Fed creó el servicio de crédito a los intermediarios principales PDCF, que

facilitaba considerablemente el préstamo de dinero a entidades financieras, por ejemplo mediante la ampliación de la lista de garantías aceptadas. Los ejecutivos de Bear afirmaron que podían haber evitado la bancarrota sin necesidad de asistencia si hubiesen tenido acceso antes al PDCF, y Jimmy Cayne comunicó a la FCIC que el PDCF llegó «unos cuarenta y cinco minutos» demasiado tarde para salvar su empresa. Nunca lo sabremos.

## **Preocupación por Fannie y Freddie**

Tras el Día de Bear Stearns, y tal vez precisamente gracias a su rescate, las cosas aparentemente se calmaron durante un tiempo: los mercados recuperaron una cierta normalidad, y las noticias sobre las calamidades financieras abandonaron las portadas; el S&P 500, que entre el 9 de octubre de 2007 y el 14 de marzo de 2008 había caído casi un 18 por ciento, recuperó casi la mitad de esa cifra entre el 14 de marzo y el 2 de mayo; en general, tanto las primas o márgenes de riesgo como los costes de protección contra impago por medio de CDS se redujeron sensiblemente (por ejemplo, el vigilado margen a tres meses TED, medido entre el LIBOR y los Bonos del Tesoro, cayó desde los 204 puntos básicos a 77), y un cierto número de grandes bancos, así como los cuatro bancos de inversión restantes, retomaron sus actividades y crearon capital con éxito.

Sin embargo, bajo la aparente tranquilidad, el caldero seguía bullendo con fuerza: los problemas de los precios inmobiliarios, la financiación hipotecaria y las ejecuciones hipotecarias de las hipotecas iban a peor en vez de a mejor; nadie sabía a ciencia cierta cuánta basura seguía oculta en el interior de los libros financieros (ni fuera de ellos) de varios bancos de gran tamaño; el enorme y desregulado mercado de derivados OTC continuaba siendo un continente oscuro y siniestro; el rápido desplome de Bear Stearns era como un disparo de advertencia dirigido al modelo operativo de alto riesgo de Wall Street en el que se combinaba un alto apalancamiento con una liquidez precaria; Lehman Brothers sustituyó a Bear en el puesto de antílope más lento de la manada, y además estaban los dos renqueantes colosos de las finanzas hipotecarias, Fannie Mae y Freddie Mac.



Fannie Mae (originalmente Asociación Hipotecaria Nacional y Federal, o FNMA, por sus siglas en inglés, que por similitud fonética acabaron convertidas en el nombre actual) fue creada en 1938 como empresa patrocinada por el gobierno para incrementar el flujo de fondos hacia el sector inmobiliario y para crear un mercado secundario de gran liquidez en el que se negociase con los créditos hipotecarios, y en 1968 fue transformada en una empresa pública para eliminarla del presupuesto federal. Freddie Mac (en un principio, Corporación Federal para el Préstamo Hipotecario sobre Viviendas, o FHLMC —ni idea de cómo tales siglas acabaron convirtiéndose en «Freddie Mac»—) fue creada en 1971 para competir con Fannie y mejorar la eficiencia del mercado secundario de hipotecas. Ambas compañías tenían accionistas que buscaban ganancias de capital y dividendos, muy típico de los accionistas, y ejecutivos que deseaban complacer a sus accionistas, muy típico también de los ejecutivos.

Todo muy normal, excepto por un aspecto clave: ambas compañías poseían un cierto número de características especiales que, a ojos de los mercados, les conferían un carácter de empresas cuasi gubernamentales. La más importante, el hecho de que tanto Fannie como Freddie tuvieran una línea de crédito procedente del Departamento del Tesoro de Estados Unidos, hacía presumir que si en algún momento surgían problemas, el Tesoro se haría cargo de sus deudas.<sup>33</sup> Es cierto que no existía ninguna *garantía legal* de que las obligaciones de Fannie y Freddie estuviesen cubiertas por el gobierno estadounidense, pero existía la creencia casi universal de que sí había una *garantía implícita*: el gobierno nunca permitiría que Fannie y Freddie quebrasen por sus deudas, y efectivamente, cuando llegaron los problemas, no lo permitió.

Los títulos financieros de Fannie y Freddie estaban considerados como los segundos activos más seguros que se podían comprar, sólo por detrás de los Bonos del Tesoro. Muchos inversores con aversión al riesgo, incluidos bancos, municipios y gobiernos extranjeros, veían los títulos de Fannie y Freddie casi tan seguros como los Bonos del Tesoro, aunque con una mayor rentabilidad, lo que sin duda era un buen negocio. Por tanto, las mellizas hipotecarias estaban en condiciones de emitir deuda a tipos de interés realmente bajos, lo que a su vez les proporcionaba una ventaja competitiva en

el negocio inmobiliario y les permitió crecer hasta convertirse en dos verdaderos colosos financieros; eran, pues, una extraña mezcla de objetivos públicos y ganancias privadas que más adelante acabaría atormentando a los contribuyentes.

De la garantía implícita por parte del gobierno y del hecho de que Fannie y Freddie tradicionalmente negociaban sólo con hipotecas de calificación alta se derivan varios puntos. Tal y como me dijo un ejecutivo de Freddie a comienzos de la crisis: «Nuestros productos son de calidad». Bueno, eso es relativo.

En primer lugar, se permitió a las mellizas hipotecarias operar con un apalancamiento extremadamente alto y con un régimen regulador bastante suave. A finales de 2007, a medida que el descalabro inmobiliario iba cobrando fuerza, Fannie y Freddie tenían un apalancamiento de 75 a 1. Sí, efectivamente eso significaba que una simple caída del 1,4 por ciento en el valor de sus activos podría haber conducido a ambas a la insolvencia.

En segundo lugar, los estatutos de Fannie y Freddie les prohibían expresamente la diversificación hacia otras clases de activos: las hipotecas, las garantías hipotecarias y los títulos financieros hipotecarios constituían casi el ciento por ciento de sus activos, aunque en cierto modo los tres eran los mismos activos en diferentes formas. Por ello, en palabras que nadie utilizó en este caso, Fannie y Freddie estaban realmente *diseñadas para quebrar* si la proverbial inundación que tenía lugar una vez cada cien años anegaba el mercado inmobiliario; y cuando efectivamente ocurrió, en 2006, Fannie y Freddie estaban perdidas.

En tercer lugar, un cambio en sus estrategias de negocio durante la burbuja incrementó aún más su vulnerabilidad. Bajo la presión tanto de los objetivos de asequibilidad de las viviendas establecidos por el Departamento para el Desarrollo Inmobiliario y Urbano (objetivos que a su vez procedían del Congreso) como por la competencia sobre nichos de mercado procedente de Wall Street, y espoleadas por el atractivo de los grandes beneficios, Fannie y Freddie comenzaron a garantizar y adquirir hipotecas de un riesgo cada vez mayor: el porcentaje de títulos hipotecarios MBS *subprime* en posesión de Fannie y Freddie aumentó del 16 por ciento en 2001 hasta el 33 por ciento en 2004. Los productos de las mellizas ya no tenían tanta «calidad». Sin

embargo, tal y como observó Gramlich, «las empresas patrocinadas por el gobierno no juegan un papel tan grande en el mercado hipotecario *subprime* como lo hacen en el mercado “ordinario”. Muchas hipotecas *subprime* no cumplen los estándares de concesión de Fannie Mae y Freddie Mac». Afortunadamente, para cuando las cosas comenzaron a desmoronarse en el verano de 2007, el porcentaje de posesión de MBS *subprime* había vuelto a bajar hasta el 17 por ciento. Sin embargo, ello significaba que aún tenían una considerable cantidad de hipotecas dudosas.

Algunos observadores han señalado que las pérdidas procedentes de la cartera de hipotecas *subprime* y de bajos ingresos de Fannie y Freddie constituían la *principal* debilidad que socavaba la totalidad del sistema financiero. Por ejemplo, Peter Wallison, por entonces miembro de la FCIC, afirmó: «Estoy convencido de que el *sine qua non* de la crisis financiera fue la política inmobiliaria del gobierno de Estados Unidos». Otra persona notablemente crítica con el tema es la reportera de *The New York Times* Gretchen Morgenson, quien en su libro *Reckless Endangerment* («Imprudencia temeraria»), coescrito con Joshua Rosner, sostiene que «Fannie Mae fue la pionera a la hora de relajar los estándares de concesión de créditos».

La mayoría de los expertos, sin embargo, consideran esta visión como poco menos que una caricatura. Por ejemplo, el *Informe de la FCIC* condenó «los modelos de negocio de Fannie Mae y Freddie Mac (las empresas patrocinadas por el gobierno, o GSE), en tanto que compañías privadas con ánimo de lucro y con cotización en mercados de valores, pero con apoyo implícito por parte del gobierno y un objetivo público», considerando tales modelos como «equivocados en sus fundamentos». No obstante, llegó a la conclusión de que «los títulos financieros hipotecarios de las GSE mantuvieron la mayor parte de su valor durante la crisis, y por tanto no contribuyeron a las significativas pérdidas empresariales que supusieron el núcleo de la crisis financiera». Muchos otros expertos financieros con los que he discutido el asunto consideran a Fannie y a Freddie como actores secundarios, no como las estrellas del espectáculo, y yo mismo coincido con tal opinión.

Con independencia de lo grande o lo pequeño que haya sido su papel en la crisis, nadie puede acusar al secretario Paulson de no detectar los problemas que se iban desarrollando en Fannie Mae y Freddie Mac. Y sin embargo, apenas unos pocos días después del Día de Bear Stearns, la Agencia Federal de Supervisión de Empresas Inmobiliarias (OFHEO), el pusilánime regulador de las GSE, de hecho *redujo* los requerimientos de capital de las compañías. Sí, ha leído bien: se permitió a Fannie y a Freddie operar con un *apalancamiento aún mayor* que antes. ¿Por qué? Pues para que pudiesen proporcionar un mayor apoyo al marchito mercado inmobiliario; a cambio, ambas compañías prometieron —de forma vaga y sin cifras exactas— operar en el mercado y crear más capital.

Pese a tal explicación, es muy posible que se siga preguntando: *¿Aún más apalancamiento?! Parece una locura, hasta que se recuerda que para entonces la conflagración financiera había consumido virtualmente la totalidad de la competencia privada de Fannie y Freddie: en lo tocante a finanzas inmobiliarias, las dos GSE eran básicamente las únicas que quedaban aún en pie. Pero independientemente de si la acción de la OFHEO fue acertada o no, la jugada debilitó aún más las ya de por sí débiles defensas de las mellizas.*

Las pérdidas del mercado inmobiliario siguieron creciendo, por supuesto, y Fannie y Freddie absorbieron su parte, lo que redujo aún más sus bases de capital; la confianza en las dos GSE se hundió, y con ella sus precios por acción, y el coste de asegurar su deuda en el mercado de CDS se disparó, al igual que sus tipos de interés de préstamo. Aquello comenzaba a parecerse a una espiral de la muerte.

A mediados de julio de 2008, Paulson solicitó ante el Congreso autorización para poder inyectar capital en Fannie Mae y Freddie Mac, así como para incrementar sus líneas de crédito (convirtiendo de este modo en *explícita* la *garantía implícita* del gobierno), por si se daba el caso de que el Tesoro tuviese que darles un empujoncito. El presidente Bush aprobó la medida a regañadientes, pues aunque no era partidario de la existencia de las GSE, sabía que resultaban esenciales para los zozobrantés mercados financieros inmobiliarios: «Lo más importante —dijo— era “salvarles el culo”». Sirviéndose de una metáfora algo menos malsonante, de la que pronto

se arrepentiría, Paulson comunicó al Senado que necesitaba un «lanzacohetes». ¿Por qué una artillería tan pesada? Porque, según sus propias palabras, «si tienes una pistola de agua en el bolsillo, probablemente tendrás que sacarla; pero si tienes un lanzacohetes, y la gente sabe que lo tienes, puede que no necesites siquiera mostrarlo».

A finales de julio, el Congreso entregó a Paulson el lanzacohetes solicitado, y también incrementó las líneas de crédito desde el Tesoro hacia Fannie y Freddie. Igualmente, reforzó su vigilante regulador, pues la OFHEO fue reemplazada por la Agencia Federal de Financiación de la Vivienda (FHFA), que entre otras competencias obtuvo el poder para poner a Fannie y a Freddie bajo su tutela y para declararlas en quiebra, si fuese necesario. En cuestión de semanas, Paulson estaría ya disparando el lanzacohetes que afirmó no sería preciso llegar a utilizar.

El 7 de septiembre el gobierno puso a Fannie y a Freddie bajo su tutela; lo imposible había vuelto a suceder. Aunque tal vez sería más adecuado decir que las puso «en mantenimiento», pues casi cuatro años después, en agosto de 2012, el gobierno se había gastado cerca de 140.000 millones de dólares netos en mantenerlas vivitas y coleando, aunque esperase recuperar la mayor parte de esa cifra en algún momento. Paulson y Bernanke debieron de suspirar con enorme alivio aquel día de septiembre de 2008. Tal y como el secretario del Tesoro relató en sus memorias: «La crisis de las GSE me dejó muerto de cansancio. Le dije a Josh Bolten [jefe de personal de la Casa Blanca] que resolverla fue lo más difícil que he hecho nunca». Pero Paulson y Bernanke apenas tuvieron tiempo de recobrar el aliento. Fíjese en la fecha: 7 de septiembre de 2008; sólo quedaba una semana para que el *Titanic* del sistema financiero chocase contra el iceberg. Todo estaba dispuesto para el estreno del mayor melodrama de todos: la caída de Lehman Brothers.

## **Armagedón llega finalmente**

Con mucha frecuencia las consecuencias de los acontecimientos económicos adversos se ven exageradas por los llamados «armagedonistas», una tropa ávida de atención, compuesta por gurús, videntes y periodistas que se ganan

la vida prediciendo siempre la llegada del desastre. Los pronósticos sobre una ruina inminente siempre suscitan una enorme atención, hacen salir por la tele al que los hace y a veces incluso llevan a éxitos de ventas literarios con títulos del tipo *Cómo aprovecharse del inminente desastre en...* Pero los armagedonistas casi siempre se equivocan, pues la economía e incluso el volátil sistema financiero poseen más resistencia de la que los agoreros piensan. Los accidentes de tren ocurren con muy poca frecuencia, y por ello la OPEP no logró en los años setenta poner de rodillas a Occidente, la Gran Inflación de dicha década no destruyó el sistema monetario de Estados Unidos, el aumento de impuestos de 1993 no acabó con el capitalismo tal y como lo conocemos, y el crac bursátil de 2000-2002 no afectó más que al propio mercado de valores.

La lluvia radiactiva provocada por la bancarrota de Lehman Brothers fue la excepción que confirmó la regla: prácticamente todo lo relacionado con el tema resultó ser infinitamente peor de lo que la enorme mayoría anticipó; las predicciones más sombrías fueron las más acertadas, y todo ocurrió a una velocidad de vértigo. Seguramente, el 15 de septiembre de 2008 se recordará como uno de los días más funestos de la historia de la economía estadounidense, y como el punto de inflexión de la crisis. La pregunta para la eternidad es: ¿Por qué?

Lehman Brothers era uno de los grandes nombres de Wall Street, con mucha mayor tradición y solera que Bear Stearns. La entidad, con ciento cincuenta y ocho años de historia, había sobrevivido a la guerra civil estadounidense, al pánico de 1907, al crac bursátil de 1929, a la Gran Depresión y a muchas otras cosas. Por otro lado, también había figurado durante años en la lista de antílopes lentos confeccionada por los chacales: cada embrollo financiero conducía inevitablemente a la especulación sobre la posibilidad de que Lehman estuviese contra las cuerdas. A medida que se desarrollaba la crisis financiera más grande de todas, la de 2007 y 2008, se fue haciendo más y más evidente que Lehman se había sobrecargado de títulos financieros hipotecarios, especialmente de hipotecas inmobiliarias comerciales, aunque también de edificios de oficinas y centros comerciales. Es posible que esto no fuese un comportamiento excesivamente inteligente

para una compañía experta en el mundo financiero, pero la euforia a menudo acaba nublando el buen juicio, y hasta su desplome Lehman aprovechó la burbuja para obtener grandes beneficios.

Lo que realmente diferenció a Lehman de sus colegas de Wall Street, entre ellos Bear Stearns, fue su alta concentración de títulos financieros basados en el sector inmobiliario *comercial*. En otros aspectos, sin embargo, Lehman Brothers era muy similar al resto de bancos inversores gigantes; en particular, constituía un excelente ejemplo del nuevo modelo de Wall Street basado en un alto apalancamiento y una fuerte dependencia en préstamos baratos y a corto plazo para obtener enormes beneficios. A finales del primer trimestre de 2005 Lehman poseía cerca de 200.000 millones de dólares en repos pendientes de pago. Tras la defunción de Bear Stearns, la volatilidad de esta embriagadora pero muy inflamable mezcla atrajo la atención de no pocos observadores —entre ellos, por supuesto, Bernanke y Paulson—,<sup>34</sup> pero también de muchos especuladores y vendedores en corto. El nuevo modelo de Wall Street no parecía muy sólido, y en opinión del mercado, Lehman iba a ser el siguiente en caer.

El Día de Bear Stearns el consejero delegado de Lehman, Richard, *Dick*, Fuld, supo que su compañía pasaba a estar en el punto de mira desde ese preciso momento, y cuando los mercados financieros iniciaron sus actividades el siguiente lunes, los índices de Lehman fueron efectivamente golpeados sin piedad. Tal y como más adelante se quejó a la FCIC, «Bear se hundió por rumores y una crisis de liquidez y confianza. Inmediatamente después, los rumores y la venta en corto al descubierto empezaron a perseguirnos a nosotros». Así fue, sin duda, pero Lehman consiguió mantenerse en pie durante otros seis meses.

El principal organismo regulador de Lehman era el mismo que Bear Stearns: la somnolienta SEC. Sin embargo, tras el rescate de Bear, y particularmente después de que la Reserva Federal comenzase a prestar a los corredores-intermediarios, el Banco Central empezó a vigilar a Lehman Brothers y a los otros tres gigantes de Wall Street, mediante supervisión, pruebas de estrés, solicitudes de datos y similares. A la Fed le preocupaba la liquidez y la solvencia de Lehman, y aún más el riesgo sistémico que podría crear si quebrase. Entre otras cosas, Lehman era contraparte en casi un millón

de contratos de derivados y un gran prestatario en el mercado de repos. De forma bastante ominosa, varias de sus contrapartes en derivados y repos comenzaron a reducir su relación con Lehman durante los días y semanas que siguieron a la caída de Bear, y unas pocas incluso cancelaron o limitaron sus líneas de crédito. Como muy bien comprendió Paulson, cuando la confianza se pierde, ya no se recupera, y tras el descalabro de Bear, la confianza en Lehman Brothers parecía perderse a marchas forzadas.

Durante la semana siguiente al rescate de Bear Stearns, Fuld y otros ejecutivos de Lehman comenzaron a afirmar con gran énfasis en declaraciones públicas y entrevistas que la entidad tenía abundante capital y liquidez, y (con mucho menos énfasis) que ahora podía pedir prestado también a la Fed. *Que nadie se alarme, tenemos capital y liquidez de sobra.* ¿No fue eso mismo lo que había dicho Bear antes de su rescate?

El 31 de mayo de 2008, en su informe trimestral para la SEC, el balance de Lehman mostraba 26.000 millones de dólares en capital de los accionistas —lo que según la entidad era más que suficiente para soportar unos activos de 639.000 millones de dólares (un apalancamiento de 25 a 1)—, y también alardeaba de 45.000 millones de dólares en dinero líquido. Pero en ese mismo balance también podían verse unos 21.000 millones en el sector inmobiliario y cerca de 72.000 millones en «títulos financieros basados en hipotecas y en activos». Nadie pensaba seriamente que todas esas posesiones valiesen realmente 93.000 millones de dólares. Si se hubiesen reducido en un 30 por ciento, por poner una cifra, el valor del capital accionista hubiese desaparecido, razón por la que la Fed y el Tesoro se mostraron profundamente escépticos acerca de la solvencia de Lehman. Pero, tal y como se supo más adelante, la situación era aún peor, ya que Lehman se estaba sirviendo de subterfugios contables para ocultar parte de su deuda, y por tanto estaba fingiendo que su valor neto y su apalancamiento eran mejores de lo que realmente eran.

Durante aquel fatídico período entre marzo y septiembre, Fuld sabía que su empresa necesitaba incrementar su porcentaje de capital y mejorar su posición relativa a la liquidez. Sin embargo, ninguna de las dos cosas era una tarea sencilla: en junio Lehman había logrado aumentar en unos 15.000 millones de dólares su volumen de acciones preferentes y de deuda a más



largo plazo, pero tal cantidad estaba lejos de resultar suficiente, y sus fuentes de liquidez aún se basaban demasiado en el uso de activos hipotecarios como garantía para préstamos a corto plazo, exactamente la misma estrategia que había acabado hundiendo a Bear Stearns. Los mercados estaban empezando a desconfiar de esta estrategia. ¿Era sólida esta clase de garantía? ¿Era Lehman realmente solvente?

En algún momento de julio de 2008 Fuld sugirió a la Fed que protegiese a Lehman convirtiéndolo en un conglomerado bancario, pero Geithner rechazó la idea tachándola de «efectista». Más adelante, sin embargo, cuando aplicaron la idea con entusiasmo ante la precaria situación de Morgan Stanley y de Goldman Sachs, tal efectismo no preocuparía demasiado a la Fed. Poco tiempo después de rechazarse la propuesta de Fuld, un funcionario de la Fed en Nueva York, Bill Dudley, quien posteriormente sustituiría a Geithner en la presidencia de ésta, propuso a Lehman una solución parecida a la de Bear Stearns, propuesta que incluía un crédito de 55.000 millones de dólares procedente de la propia Reserva Federal. Se trataba de una sugerencia informal, escasamente considerada, que aparentemente no fue tomada muy en serio en aquel momento, tal vez ni siquiera por el propio Dudley. En retrospectiva, aquella informal sugerencia podría haber constituido una ganga increíble.

No fue la única idea que no cuajó. A lo largo de los meses de verano, una larga negociación sobre una considerable inversión de capital por parte del Banco de Desarrollo de Corea se estancó varias veces antes de acabar muriendo, más o menos al mismo tiempo en el que Fannie y Freddie eran intervenidos. Un cierto coqueteo con Bank of America (BofA) se prolongó durante un tiempo pero finalmente no llegó a nada serio, ya que el gobierno se mostraba bastante reacio a poner dinero en el asunto. Posteriormente, el consejero delegado de BofA, Ken Lewis, comunicó a Paulson que estaría dispuesto a adquirir Lehman únicamente si el gobierno se hacía cargo de la mayor parte del riesgo asociado a un conjunto de activos dudosos con un valor estimado en 40.000 millones de dólares. Visto desde nuestra perspectiva, tal cantidad no era más que calderilla, pero Paulson se negó, por lo que BofA terminó decantándose por la compra de Merrill Lynch —justo el día en que Lehman Brothers se declaró en quiebra.

Fue el romance intermitente con Barclays Capital, el gigante de inversión británico, el que casi logró dar sus frutos. Comenzó en abril de 2008, cuando el funcionario del Departamento del Tesoro Bob Steel, exbanquero de Goldman Sachs, llamó a su amigo Bob Diamond, presidente de Barclays en Londres. Con una franqueza que dejó pasmado a Diamond, Steel le preguntó: «¿Habría algún precio al que te interesase comprar Lehman? Y si es así, ¿qué podríamos ofrecerte?». El gobierno estadounidense regresaba al negocio bancario de inversión. Un sorprendido Diamond prometió pensarlo, y eso fue lo que hizo. La adquisición de Lehman a precio de ganga proporcionaría a Barclays algo que la entidad británica codiciaba: un asiento importante en la mesa de Wall Street. Sin embargo, la idea quedó estancada durante meses.

A principios de septiembre la situación se había deteriorado aún más para Lehman, que parecía estar a un paso del abismo. Fue entonces cuando los ejecutivos de Barclays decidieron que era un buen momento para retomar la idea, siempre que el banco de inversión neoyorquino pudiese adquirirse realmente barato, como parecía ser el caso. Tanto la Fed como el Tesoro expresaron su aprobación, por no decir que aplaudieron entusiasmados, puesto que además de tratarse de una entidad británica —y por tanto el problema dejaría de ser problema de cualquiera de ambos— Barclays era también uno de los pocos gigantes financieros que hasta el momento había logrado capear con bastante éxito el temporal. Al igual que JPMorgan Chase tenía suficiente balance como para salvar Bear Stearns, Barclays también tenía el balance suficiente como para salvar Lehman Brothers, siempre que el precio fuese lo suficientemente bajo. Y Steel había dejado bastante claro que el gobierno estadounidense no sólo haría las veces de corredor de Bolsa en el trato, sino que aportaría parte del dinero efectivo. Durante el frenético fin de semana del 12 al 14 de septiembre, Barclays envió un equipo a Nueva York, liderado por Diamond, para realizar las comprobaciones que pudiesen a toda prisa.

Pero las cosas habían cambiado entre marzo y septiembre. En parte debido a la publicidad adversa procedente del caso de Bear Stearns y en parte por los enormes compromisos adquiridos con Fannie Mae y Freddie Mac, Paulson había trazado la proverbial raya de la que no había que pasarse:

cualquier acuerdo relativo a Lehman tendría que alcanzarse *sin* dinero público, lo que chocaba frontalmente con la sugerencia de Steel a Diamond en abril. De hecho, Paulson explicaría posteriormente su decisión de dejar caer Lehman por miedo a hacer más palpable el riesgo moral.

En una conferencia telefónica mantenida con Bernanke y Geithner, Paulson declaró de forma inequívoca que no apoyaría el empleo del dinero de los contribuyentes —incluyendo el de la Fed— para salvar Lehman. «Ya me llaman el sr. Rescate —dijo—. No puedo volver a permitirlo.» Supuestamente, con el fin de consolidar su posición, los ayudantes de Paulson filtraron a la prensa el jueves 11 de septiembre de 2013 su compromiso de llevarlo a cabo, pero «no con el dinero de los contribuyentes». Al día siguiente la filtración ya estaba en todos los medios de comunicación, lo cual enfureció a Geithner, en aquel momento presente en la sede de Nueva York de la Fed. Según el reportero David Wessel, de *The Wall Street Journal*, Geithner «pensaba que trazar públicamente “una raya en la arena” durante una crisis financiera era una locura», y le dijo a Paulson que «¡la cantidad de dinero público que va a tener que gastar va en aumento, y alcanzará una cifra mucho mayor de lo que gastaría ahora! ¡Su postura es totalmente errónea!». Efectivamente, las estimaciones de cuánto dinero público procedente del gobierno de Estados Unidos hubiese tenido que pagar para poder cerrar el trato con Barclays oscilan entre los 12.000 y los 60.000 millones de dólares, cifras ridículamente bajas comparadas con los billones que la Fed y el Tesoro tuvieron que comprometer más adelante.

La decisión de llevar a cabo el acuerdo *únicamente* con dinero privado hizo que el problema de Lehman fuese mucho más difícil de resolver. Sin embargo, a punto estuvo de tener éxito un último intento a la desesperada por parte de Geithner y Paulson para improvisar un acuerdo similar al del caso LTCM, en el que un consorcio de entidades de Wall Street se unirían para cubrir el hueco que Barclays deseaba que se cubriese. Pero, como se suele decir, quedarse *cerca* no sirve de nada.

En última instancia, los problemas se extendieron más allá del dudoso balance de Lehman. Los estadounidenses lo ignoraban, pero la legislación británica requería una votación de los accionistas de Barclays para poder aprobar la transacción, lo que podía llevar mucho tiempo, mucho más tiempo

del que Lehman podría sobrevivir sin ayuda. En el ínterin, *alguien* tenía que garantizar las deudas de Lehman, y dado que la Fed no estaba dispuesta a hacerlo, la responsabilidad debía de recaer en Barclays, y tal cosa no ocurriría. La Autoridad sobre Servicios Financieros (FSA), principal agencia reguladora británica, y el ministro de Economía y Hacienda, Alistair Darling, ya lidiaban con sus propios problemas al otro lado del Atlántico, por lo que Darling comunicó a Paulson que el gobierno de Reino Unido no deseaba además «importar el cáncer de Estados Unidos». Cuando Lehman quebró, los británicos acabaron enfermando de todas formas, y con virulencia.

Se necesitaba un permiso de dispensa especial para poder saltarse el requerimiento de la votación de accionistas, pero la FSA no tenía la más mínima intención de extender uno, y Darling tampoco les presionó para que lo hicieran. Por tanto, el domingo 14 de septiembre, el acuerdo con Barclays llegó al mismo punto que los acuerdos con BofA y con el Banco de Desarrollo de Corea: a ninguna parte. Irónicamente, fue el gobierno británico el que acabaría matando toda posibilidad de una «solución del sector privado». Lehman Brothers solicitó la protección por bancarrota esa misma noche.

## **¿Quién acabó con Lehman, y por qué?**

Se podría decir que fue el gobierno británico, pero eso supondría ignorar deliberadamente el hecho de que una enorme cantidad de agua fluyó bajo una enorme cantidad de puentes aquel fatídico domingo.

Paulson, republicano y hombre de mercados que había dirigido Goldman Sachs, estaba quizá excesivamente preocupado por el problema del riesgo moral procedente del asunto Bear Stearns, pero no le faltaban razones para ello: hasta ese momento se habían desplegado fondos públicos para salvar Bear, Fannie y Freddie, y si ahora volvían a estar disponibles para Lehman, ello implicaría —una vez más— que el gobierno de Estados Unidos se encontraba siempre entre bambalinas para salir al escenario cada vez que fuese necesario rescatar a una gran institución financiera. En tal caso, el

riesgo moral hubiese proliferado por doquier, y el sr. Paulson realmente se hubiese convertido en el sr. Rescate. Apelativo que, por cierto, finalmente no logró evitar pese a todos sus esfuerzos.

Estas reflexiones, aun siendo válidas, representaban sólo una parte del libro de cuentas del riesgo moral. De forma muy simplificada, el asunto se resumía así: por un lado, un hipotético rescate de Lehman agravaría un problema de riesgo moral ya existente, y por otro, Bear Stearns ya había sido rescatado, a pesar del riesgo moral, con el fin de prevenir una posible propagación del problema hacia una gran variedad de espectadores inocentes, tal vez incluso tantos como 310 millones de estadounidenses. Si éste fue el argumento predominante en marzo, ¿por qué no lo era en septiembre cuando Lehman se dirigía hacia el patíbulo? Tal cosa preocupaba bastante a Geithner; en su opinión, merecía la pena comprometer nuevamente una cantidad de dinero público *siempre que* se consiguiera encontrar un comprador para Lehman, tal y como se había hecho con Bear.

Pero el argumento del riesgo moral para justificar la no intervención ante la inminente quiebra de Lehman no fue la primera línea de defensa de Paulson y Bernanke, sino que primero expresaron su convencimiento de que, dado que habían transcurrido seis meses desde el rescate de Bear Stearns, *los mercados habían tenido tiempo suficiente para prepararse* —tanto financiera como psicológicamente— para el posible deceso de Lehman Brothers. Argumentaron que los riesgos de las contrapartes habían sido comprendidos y asumidos, que los fondos de alto riesgo y las ventas en corto estaban realizando su «labor» a pleno rendimiento y que en teoría los mercados estaban preparados para la posible quiebra de Lehman. He aquí lo que Bernanke comunicó al Comité de Servicios Financieros Hipotecarios (HFSC) tan sólo nueve días después de la quiebra de Lehman:

... los problemas de Lehman eran ya bien conocidos desde hacía tiempo, y los inversores estaban claramente al corriente de que la quiebra de la entidad era una posibilidad muy real, como lo prueba, por ejemplo, el alto coste de aseguración de la deuda de Lehman en el mercado mediante swaps. Por tanto, consideramos que los inversores y las contrapartes habían tenido tiempo de tomar medidas preventivas.

Se trataba de una visión bastante optimista, desde luego, pero no era patrimonio exclusivo de Bernanke y Paulson; algunos destacados «expertos» de los mercados, entre ellos el consejero delegado de Goldman Sachs, Lloyd Blankfein, expresaron la misma opinión. Sin embargo, durante las horas siguientes a la quiebra de Lehman se percataron de que estaban en un error.

Una tercera línea de pensamiento sostenía que Lehman Brothers, a pesar de su mayor tamaño y alcance global, estaba de hecho *menos interconectada* con otras entidades de lo que en su momento estuvo Bear Stearns, pues por ejemplo no era el principal corredor de Bolsa de cientos de fondos de alto riesgo. Basándose en este razonamiento, Bear había sido rescatado por estar *demasiado interconectado para dejar quebrar*, especialmente con el mercado de los repos, no porque fuese *demasiado grande para dejar quebrar*. Por tanto, podría trazarse una línea de separación entre los casos del rescate de Bear y de la quiebra de Lehman.

Entra dentro de lo posible, pero esta línea de defensa siempre ha resultado dudosa, y la Fed no hizo mucho hincapié en ella. Después de todo, Lehman era el doble de grande que Bear, y sus millones y millones de contratos de derivados y repos estaban conectados con numerosas contrapartes por todo el mundo. Al no disponer de información interna detallada sobre los diversos negocios de Lehman, resultaba muy difícil estimar el nivel real de interconexión, y de hecho cabe preguntarse hasta qué punto lo conocían las autoridades. Sin embargo, tras la caída de Lehman, la duda se resolvió rápidamente: resultó que Lehman Brothers sí que estaba demasiado interconectado para quebrar, y mucho.

Por último, y tal vez lo más importante, tanto el Tesoro como la Fed asumieron una postura que aún hoy mantienen, y es que carecían de *autoridad legal* para rescatar Lehman. Hay que recordar que los días claves de decisión fueron del 12 al 14 de septiembre, varias semanas *antes* de que el Congreso asignase 700.000 millones de dólares para el Programa de Asistencia para Activos Problemáticos (TARP), una asignación que probablemente nunca hubiese sido aprobada sin la quiebra de Lehman, o eso afirmaban. Pero cuando el colapso comenzó a infundir miedo de verdad, el Tesoro descubrió rápidamente esos fondos, como veremos en breve.

La Fed, por supuesto, no requería el permiso del Congreso, ya que la Sección 13(3) le autorizaba a conceder préstamos a *cualquiera*, siempre que el aval del préstamo fuese «adecuadamente satisfactorio». ¿Satisfactorio para quién? Vaya pregunta: ¡Para la propia Fed, naturalmente! El 14 de marzo la Fed había juzgado que los sospechosos activos hipotecarios de Bear Stearns —los mismos que rechazó Jamie Dimon— cumplían sus laxos estándares; sin embargo, el 14 de septiembre consideró que los aún peores activos hipotecarios e inmobiliarios de Lehman no los cumplían. ¿A qué se debió este cambio? Bernanke lo explicó más tarde de la siguiente manera:

Con el fin de evitar la quiebra de Bear Stearns, facilitamos a JPMorgan Chase la compra de Bear mediante un préstamo procedente de la Reserva Federal avalado por los activos de Bear Stearns y por una garantía parcial de JPMorgan. En el caso de American International Group (AIG), consideramos que el crédito de emergencia de la Fed estaba adecuadamente garantizado por los activos de la propia AIG. Sin embargo, ninguno de estos dos caminos resultó posible en el caso del banco de inversión Lehman Brothers: no había ninguna entidad dispuesta a comprarla, y el aval disponible era muy inferior al requerido para un préstamo de la Reserva Federal.

En otras palabras, un préstamo avalado por los activos de Lehman no resultaría «adecuadamente satisfactorio» para la Fed porque Lehman no sólo tenía falta de liquidez, sino que era directamente insolvente.

Principalmente por esta razón, Paulson, Bernanke y Geithner ya habían tomado su fatídica decisión antes incluso de que el último comprador privado posible (Barclays) se echase atrás: si no se podía encontrar ninguna solución en el sector privado, se permitiría la quiebra de Lehman Brothers y se asumirían las consecuencias, *porque salvar a Lehman con un préstamo de la Fed era ilegal*. Esta crítica decisión retumbaría durante años. Bernanke, Geithner y los abogados de la Fed decidieron que la concesión de un préstamo a Lehman —cuya garantía muy pocos podrían honestamente haber calificado de «buena»— supondría una extensión de la ley hasta más allá de su punto de ruptura; pensaron que no tenían otra alternativa.

Las consecuencias de dejar quebrar Lehman resultaron ser mucho más severas de lo que posiblemente nadie podía haberse imaginado. El sistema financiero comenzó literalmente a desmoronarse. ¿Por qué? Tras el siguiente capítulo estaremos mejor preparados para responder, pues en él se examina el

aluvión de quiebras y situaciones próximas a la quiebra que siguió a la bancarrota de Lehman, pero una parte sustancial de la respuesta ya la tenemos ante nuestros ojos.

Bear Stearns —y en menor medida Fannie y Freddie— habían creado efectivamente un precedente. Puede llamarse riesgo moral si se desea, aunque no muchas compañías financieras aspiraban a acabar como Bear; pero independientemente del nombre que se le dé, el mercado se había hecho a la idea de que el gobierno no iba a dejar que ningún gigante financiero quebrase con estrépito. Los participantes de los mercados financieros son gente asombrosamente adaptable, y según se dice pueden hacer dinero con cualquier tipo de reglas, siempre y cuando conozcan cuáles son esas reglas. La decisión de permitir la quiebra de Lehman, tan abrupta e inesperada, hizo añicos las reglas establecidas y luego lanzó esos añicos por la ventana, por lo que los participantes de los mercados perdieron el norte al no saber ya a qué juego se estaba jugando. Ésta es una fórmula segura para provocar el pánico, para reemplazar la codicia por el miedo, y es exactamente lo que ocurrió el 15 de septiembre de 2008: el Día de Lehman.

## **El punto de inflexión**

Existe un acuerdo casi universal de que el deceso de Lehman Brothers marcó un hito en el conjunto de la crisis financiera y que la decisión de permitirlo supuso un punto de inflexión, como lo demuestra el hecho de que prácticamente todas las discusiones sobre la crisis financiera dividen la historia en dos períodos: «antes de Lehman» y «después de Lehman». Como ya se ha comentado, la totalidad de la economía pareció desplomarse inmediatamente después de aquel 15 de septiembre, y las razones, claro está, emanaron del sistema financiero más grande, tal y como veremos a continuación.



## El pánico de 2008

Estáis a punto de vivir la semana más increíble que jamás ha tenido lugar en la historia de Estados Unidos.

JAMIE DIMON,  
consejero delegado de JPMorgan Chase  
a su equipo gestor la mañana del sábado,  
13 de septiembre de 2008

El 15 de septiembre de 2008, tras el anuncio de quiebra de Lehman Brothers, se abrió la caja de Pandora. En rápida sucesión, el gigante de los seguros American International Group (AIG) fue prácticamente nacionalizado por la Reserva Federal; Merrill Lynch, el corredor de Bolsa más famoso de Estados Unidos, evitó su total obliteración vendiéndose a sí mismo a toda prisa a Bank of America; Goldman Sachs y Morgan Stanley encontraron su salvación cuando la Fed los convirtió en conglomerados bancarios; las participaciones sobre el fondo mutuo del mercado monetario más antiguo del mundo cayeron por debajo de la sagrada cifra de 1 dólar, precipitando una fuga de capitales desde los fondos y un colapso del mercado de efectos comerciales; la caja de ahorros más grande de Estados Unidos, Washington Mutual, y el cuarto banco más grande de la nación, Wachovia, se estrellaron envueltos en llamas y ambos fueron vendidos por una miseria a la FDIC; el secretario del Tesoro Paulson y el presidente de la Fed Bernanke se desplazaron al Capitolio para informar al Congreso de que el mundo podía

acabarse si no les concedían 700.000 millones de dólares a la mayor brevedad posible, y mucho más. Nadie había visto nada parecido. ¿Quién había dicho que Lehman *no* estaba demasiado interconectado para dejar quebrar?

Este capítulo se centra en el momento crucial de la crisis, la discontinuidad histórica que hizo que todo fuese mucho peor, el momento en que la música paró de verdad y los asistentes a la fiesta se dieron de codazos tratando de apropiarse de las pocas sillas que quedaban libres. Dado que estos increíbles acontecimientos conllevan implicaciones cruciales para todo lo que vino después, es necesario que comprendamos bien algunos de los detalles; pero mi objetivo no es tanto los acontecimientos en sí como las preguntas: *¿por qué?, ¿cómo? y ¿cuál fue su significado?*

Una imagen bastante ajustada de lo que actualmente se denomina el «Fin de Semana de Lehman» podría ser un caótico circo de tres pistas en el que un trío de frenéticos malabaristas llamados Bernanke, Geithner y Paulson intentaban mantener multitud de pelotas simultáneamente en el aire (Lehman, AIG, Merrill Lynch y otras muchas), mientras una ruidosa manada de elefantes hacía temblar el suelo bajo sus enormes patas y un fuerte viento amenazaba con echar abajo toda la carpa. Ya sabemos cómo terminó aquel circo: Lehman quebró, AIG fue rescatada, Bank of America compró Merrill Lynch, etc. Pero este sucinto resumen deja mucho en el tintero, y llegar hasta aquel momento no fue ni la décima parte de divertido que una función de circo.

## **El asegurador sin seguro**

En teoría, los seguros son un negocio aburrido; intente, por ejemplo, hablar de ellos en una fiesta, y seguramente provocará más de un bostezo. Sin embargo, durante la expansión de la burbuja inmobiliaria e hipotecaria, la actividad en AIG fue cualquier cosa menos aburrida, ya que la compañía decidió realizar un número de funambulismo a gran altura y sin red. Poco podían sospechar los ciudadanos estadounidenses que se les obligaría a subirse al alambre con ellos.

AIG era una compañía con mucha historia. Fundada en China en 1919 por el legendario C. V. Starr, el primer occidental en vender seguros en Shanghái, la compañía tuvo allí su sede principal hasta 1949, cuando escapó del avance del ejército de Mao Zedong y se trasladó a Nueva York. Sin embargo, las raíces asiáticas de AIG eran profundas, y tales raíces se extendían por otros continentes. En 2004 era la compañía aseguradora más grande del mundo en valor bursátil, presumía de tener 116.000 empleados en 130 países, y su logotipo figuraba en las camisetas del equipo de fútbol más famoso de Reino Unido, el Manchester United, tal vez la franquicia deportiva con más espectadores del mundo. Aquellas camisetas eran profundamente simbólicas, pues AIG era en sí misma una franquicia global.

A finales de la década de los noventa la compañía descubrió que poseía dos grandes ventajas competitivas que podían convertirse en enormes beneficios; desgraciadamente, su explotación a la enésima potencia casi acabó con la compañía y casi costó una fortuna a los contribuyentes.

La primera gran ventaja de AIG era su calificación crediticia de AAA, por entonces una verdadera rareza en el sector corporativo de Estados Unidos, pues únicamente la poseían seis compañías. Estar en posesión del máximo sello de aprobación sobre su buen hacer administrativo permitía al gigante asegurador pedir prestado a un interés más barato que sus rivales, y lo que es más importante, la preciosa Triple A hacía de AIG un vendedor muy plausible de enormes cantidades de CDS. Hay que recordar que cuando un bono o una CDO entra en situación de impago, el comprador de una CDS vinculada a estos activos debe poder recuperar su inversión, por lo que si se tiene intención de comprar una CDS, más vale asegurarse de que el vendedor estará en disposición de realizar el pago, incluso si la situación económica no es buena. ¿Y qué mejor garantía podría desearse que el balance chapado en oro de AIG gracias a su codiciada calificación AAA? Hasta bien avanzado el juego, AIG ni siquiera necesitó ofrecer un buen aval a sus contrapartes: la calificación de Triple A era más que suficiente.

Los períodos de bonanza son buenos mientras duran, pero el desenfrenado abuso que llevó a cabo AIG de su exorbitante privilegio terminó por causar a la compañía enormes problemas cuando estalló la

burbuja. Para cuando cesó de vender CDS a principios de 2006, este titán de los seguros se encontraba ya en la poco envidiable situación de ser el vendedor principal en un mercado abocado al colapso.

La segunda gran ventaja competitiva era una regulación extremadamente laxa, especialmente si se la comparaba con la de los bancos comerciales. La filial de AIG especializada en productos financieros, AIG FP, en la que radicaba su mastodóntico volumen de negocio con CDS, se las arregló para que fuera la Oficina de Supervisión de Entidades de Ahorro (OTS) la encargada de regular su actividad, simplemente porque la compañía madre corporativa había adquirido algunas pequeñas cajas de ahorros. ¿Cajas de ahorros? ¿No son ésas las aburridas entidades situadas en las esquinas de las calles que aceptan depósitos y conceden hipotecas a los propietarios de viviendas? Parece un lugar curioso para ubicar una de las operaciones con derivados más grandes del mundo. En cualquier caso, lo cierto es que AIG FP no estaba realmente *ubicada* allí, sino simplemente *ubicada allí por motivos de regulación*. Llamémosle un hábil comercio de regulaciones.

La OTS se vio ampliamente superada por las circunstancias, ya que tenía, digámoslo así, una limitada experiencia en el complejo mundo de los modernos derivados financieros. *Muy* limitada. Para los magos financieros de AIG FP, aquello les debió de parecer como un juego de trileros con un policía novato que no sabía por dónde hacer la ronda. Y comenzaron a jugar con apuestas pasmosamente elevadas.

Había un segundo aspecto en el que la regulación era laxa, por no decir inexistente. Ya he mencionado que las CDS no están consideradas como pólizas de seguros, que es lo que realmente son, sino como derivados, cosa que también son. El vendedor de una CDS recauda pequeñas primas mientras todo va bien, pero se ve obligado a realizar un enorme desembolso si el bono o la CDO asociada entra en impago, lo cual se asemeja mucho al perfil clásico de los seguros, como por ejemplo los de vida o contra incendios. Sin embargo, los reguladores de seguros de todo el país no trataban a las CDS como seguros, lo que a la postre sería un funesto error: AIG no sólo actuó bajo una regulación *bancaria* sobre su cartera de derivados excesivamente suave, sino que también esquivó la regulación sobre los *seguros*.

Una consecuencia de esto, que resultó ser crucial, fue que los reguladores de seguros no obligaron a AIG a mantener reservas de capital en previsión de posibles pérdidas, como sí suelen hacer de forma rutinaria para pólizas tan simples como seguros de vida o contra incendios. *Ninguna. Nada.*<sup>35</sup> *Cero.* Y, como ya se ha mencionado, la entidad tampoco ofrecía garantías. ¿Que dónde estaban los reguladores de derivados? Recuerdo al lector que no existían: la terriblemente equivocada Ley de modernización de futuros sobre mercancías básicas prohibió toda regulación sobre derivados en el año 2000.

A ojos de los ejecutivos de AIG, la situación les concedía virtualmente una licencia para imprimir dinero, sin nadie que vigilase las máquinas de impresión. Tal y como posteriormente lo describió Bernanke, «AIG se aprovechó de un enorme vacío en el sistema regulador. La supervisión sobre su división de productos financieros era nula. En esencia, era como un fondo de alto riesgo asociado a una compañía de seguros grande y estable, que lograba enormes sumas de dinero a base de apuestas irresponsables». Y añadió: «No se me ocurre ningún episodio puntual que durante estos dieciocho meses me haya cabreado más que el de AIG».

Entre 1998, cuando comenzó a utilizar CDS, y 2007, AIG acumuló 500.000 millones de dólares en riesgo crediticio, siempre en el mismo lado de la apuesta: *contra* el impago. Más aún, el negocio de las CDS estaba fuertemente concentrado, pues la mayoría de los tratos de AIG tuvieron lugar con no más de cinco grandes bancos de Wall Street como contrapartes, y virtualmente ninguno de dichos tratos estaba asociado a un fondo de alto riesgo.

Parémonos un momento a pensar en todo esto: AIG había asumido un volumen descomunal de riesgo; dicho riesgo estaba concentrado en unas pocas contrapartes y es muy probable que hubiese una gran correlación entre el riesgo de una CDS y de otra, ya que si un lote de hipotecas *subprime* tenía problemas lo más seguro era que otros comenzaran a tenerlos también. La compañía no aseguró esos riesgos ni creó reservas de capital contra ellos, tal y como hubiese hecho una compañía de seguros prudente; ni tampoco exigió una buena garantía, tal y como hubiese hecho una contraparte de derivados. Esta combinación de riesgo alto y escasos dispositivos de seguridad —¡por

una compañía de *seguros*, nada menos!— debe de haber sido uno de los peores errores de gestión del riesgo, y en general de gestión corporativa, de la historia de la economía, si no *el* peor. ¿Dónde estaban los gestores de riesgo? ¿Dónde estaban los auditores? ¿Dónde estaba el consejo de administración de AIG? ¿Y dónde, por cierto, estaban los reguladores? La respuesta a las cuatro preguntas parece ser la misma: en paradero desconocido.

Está bastante claro que AIG se llegó a intoxicar por la euforia del momento, pues a pesar de los enormes riesgos a los que se expuso, increíblemente continuó creyendo hasta casi el final que se encontraba en una posición extremadamente segura, actuando como si las CDS sobre títulos financieros basados en hipotecas *subprime* no fuesen otra cosa que pólizas de seguro de vida concedidas a un amplio abanico de individuos perfectamente sanos. ¿Acaso no estaban en el nivel AAA? Hubo que esperar hasta una fecha tan tardía como 2005 para que AIG comenzase a preocuparse por la cantidad de riesgo que había asumido, y hasta 2006 para que dejase de crear CDS (desgraciadamente para el mundo, hubo otros que ocuparon el espacio libre disponible tras el final de AIG). Incluso en agosto de 2007, cuando ya la situación comenzaba a deteriorarse, Joseph Cassano, encargado de la gestión de AIG FP, declaró públicamente: «Sin pecar de frívolos, nos resulta difícil imaginar siquiera una situación hipotética de cualquier tipo en la que podamos perder un solo dólar en cualquiera de esas transacciones». ¿Frívolos? Un dólar era una infravaloración espectacular de las pérdidas que AIG acabó sufriendo. Sin embargo, el entonces jefe de Cassano, Martin Sullivan, se mostró de acuerdo con él: «Ésa es la razón por la que duermo un poco más tranquilo por las noches». Está claro que Sullivan tenía el sueño muy profundo.

Las cosas empezaron a ponerse feas en julio de 2007, cuando el descenso de los valores de los títulos financieros asegurados por AIG llevó a las contrapartes a empezar a pedir garantías, especialmente la contraparte más grande, Goldman Sachs; y se pusieron aún peor tras el Día del Paribas (9 de agosto de 2007), cuando una ola de nerviosismo barrió los mercados de todo el mundo. Desgraciadamente, AIG no estaba preparada para ofrecer más garantías sobre el masivo volumen de sus CDS pendientes, y luchó como pudo contra esas peticiones de garantías; en particular, se enzarzó en una

larga batalla con Goldman Sachs sobre las calificaciones, o «notas», de los títulos financieros hipotecarios subyacentes, con Goldman peleando por bajarlas, y AIG, con Cassano a la cabeza, por subirlas. Tal batalla continuaría hasta el deceso de AIG, que se vio acelerado por —lo ha adivinado— más peticiones de garantía.

Cassano se vio obligado a dimitir de su puesto en febrero de 2008, pero se le permitió seguir ligado a la entidad como consultor cobrando un millón de dólares al mes. Sí, un millón de dólares *al mes*. Puede entenderse por qué el caso de AIG estaba empezando a enfadar de verdad a mucha gente, pero tanto el descontento con la gestión de AIG como las pérdidas de AIG FP aún iban a crecer considerablemente. En junio de 2008, Sullivan fue reemplazado como consejero delegado por uno de los miembros del consejo de AIG, Robert Willumstad, un reconocido y veterano banquero que parecía venir directamente de la agencia central de casting. Sin embargo, al igual que Alan Schwartz en Bear Stearns, se estaba poniendo al timón de un barco en el que estaba empezando a entrar mucha agua.

Willumstad y Geithner habían discutido previamente la posibilidad de conceder a AIG acceso a la «ventanilla de descuentos» de la Reserva Federal; en una de esas reuniones, Willumstad entregó a Geithner documentos que mostraban que AIG poseía 2,7 *billones* en riesgo teórico sobre derivados, 1 billón de ellos concentrado en sólo doce grandes instituciones. Aterrador. Pero hasta el jueves 11 de septiembre el nuevo jefe de AIG no alertó por primera vez al presidente de la Fed en Nueva York de que la compañía estaba teniendo serios problemas a la hora de acceder a los mercados de crédito: los inversores no estaban precisamente deseosos de prestar a una compañía que estaba en la parte perdedora de tantas y tan grandes apuestas. Según informó David Wessel, «Geithner se quedó pasmado. Aunque AIG estaba en la lista de entidades preocupantes, nadie pensaba que estuviese en peligro inminente». El jefe de la Fed en Nueva York «tampoco se podía imaginar que una compañía de seguros supusiese un riesgo tan grande para el sistema financiero como para que la Fed tuviese que rescatarla». ¿Qué decir entonces de un fondo de alto riesgo gigante y con todo el aspecto de un casino que escondiese dentro una compañía de seguros?

Para cuando llegó el Fin de Semana de Lehman, AIG se había visto obligada a ofrecer cerca de 19.000 millones de dólares en garantía a sus contrapartes de CDS —de los cuales 7.600 millones fueron exclusivamente para Goldman Sachs—, y tanto Moody's como S&P amenazaban a AIG con una posible reducción de su preciada calificación crediticia AAA, reducción que supondría la inmediata solicitud de mayores garantías que AIG no estaba en condiciones de ofrecer. Para entonces, con la OTS totalmente desbordada y sin saber qué hacer, la Fed había asumido tácitamente el papel de regulador de AIG, ¿o acaso habría que decir el del asegurador de la aseguradora? Desgraciadamente, aquel fatídico fin de semana la atención de Bernanke, Geithner y Paulson estaba totalmente centrada en Lehman Brothers, y AIG, pese a ser una compañía mucho más grande <sup>36</sup> que se estaba deshilachando a toda velocidad, quedó casi totalmente relegada a un rincón de la mente del trío de malabaristas. Irónicamente, la espiral de la muerte en la que estaba metida AIG era una especie de fuga de liquidez, parecida a la que estaba acabando con Lehman ese mismo fin de semana.

El viernes 12 de septiembre, en una reunión de urgencia con los funcionarios de la Fed de Nueva York, los ejecutivos de AIG informaron de que una severa falta de liquidez amenazaba la supervivencia de la compañía. Esa tarde, uno de dichos funcionarios mandó un correo electrónico a su jefe en Nueva York, Bill Dudley, para informarle de que había «más pánico procedente [de fondos de alto riesgo]. Ahora el foco está sobre AIG. He oído que es peor que LEH [Lehman]. Todos los bancos e intermediarios están expuestos al riesgo». Sin duda aquello tenía aspecto de ser un caso de riesgo sistémico. Las ominosas palabras «peor que LEH» debieron de llamar la atención de Dudley.

Geithner, Dudley y otros miembros de la Fed de Nueva York se enteraron rápidamente de muchos detalles que desconocían sobre AIG (recuerde que nunca habían regulado a la aseguradora). Pero la Fed se mostraba reacia a invocar la Sección 13(3) para prestar a AIG cuando no tenía intención de hacerlo con Lehman, y confiaba en que se presentaría (¿o tal vez *deseaba* que se presentase?) algún tipo de solución procedente del sector privado, ya fuese un rescate o una inyección de capital. Después de todo, AIG parecía ser muy diferente a Lehman, que a ojos de la Fed era un



banco de inversión que había perdido todo su valor como franquicia; AIG, por el contrario, aún tenía un gran volumen de negocio con pólizas de seguro perfectamente saneadas que no estaban infectadas por la enfermedad de AIG FP. ¿No podrían venderse? Willumstad estaba de hecho cortejando a varios posibles inversores; seguramente se podría llegar a *algún* tipo de acuerdo privado para salvar AIG.

Lamentablemente, esto no ocurrió antes de que Lehman anunciase su bancarrota aquel domingo por la noche, y después ya era demasiado tarde: cualquier mínima posibilidad que existiese de lograr una solución procedente del sector privado antes de la bancarrota de Lehman se desvaneció en la niebla, ya que desde ese momento todas las grandes instituciones financieras del mundo se encerraron en sí mismas, centrándose en su propia supervivencia. AIG desistió primero de seguir intentando obtener nuevo capital, y después de persuadir a un sindicato de bancos para que le prestase 75.000 millones de dólares. La inundación del siglo anegaba todo. Era el sálvese quien pueda.

A la mañana siguiente las tres agencias de calificación degradaron las calificaciones de AIG, provocando nuevas exigencias de garantías por valor de 13.000 millones de dólares. Esta acción se ajustaba perfectamente a la prejuiciada opinión de los mercados de que las agencias calificadoras sólo se dejan ver en el campo de batalla cuando cesa el bombardeo, y además lo hacen sólo para rematar a los heridos. El valor bursátil de AIG cayó un 60 por ciento en un solo día: si en su día había vendido sus acciones a 146 dólares la unidad, aquel lunes cerraron a menos de 5 dólares.

El martes 16 de septiembre —que, en una coincidencia no demasiado afortunada, fue día de reunión del FOMC— el consejo de la Reserva Federal superó por fin su reticencia a invocar la Sección 13(3) y concedió un masivo crédito de 85.000 millones de dólares a AIG, crédito que se desviaba considerablemente de los principios clásicos de Bagehot. Entre otras cosas, la Fed estaba claramente preocupada por la solvencia de AIG, no sólo por su liquidez. A modo de aval sobre el crédito, la Fed se apropió de activos de la compañía madre, no de AIG FP, además de acciones de la mayoría de las aseguradoras filiales reguladas. Un buen aval, desde luego. Y, como pago parcial, la Fed también se quedó con acciones preferentes convertibles, que

de hacerse efectivas le otorgarían la propiedad del 79,9 por ciento de AIG.<sup>37</sup> Esta última provisión implicaba que AIG había sido en la práctica *nacionalizada* por una agencia gubernamental (la Fed) que nunca la había regulado siquiera y que no había solicitado la aprobación del Congreso para llevar a cabo tal acción. Muy extraño.

No obstante, pronto se supo que esos 85.000 millones, una suma en aquel momento casi inimaginable, resultaron ser insuficientes. El día del rescate, AIG comunicó a la Fed que esperaba necesitar 4.000 millones de dólares más; al final, acabó recibiendo 14.000 millones porque sus fuentes habituales de crédito estaban empezando a secarse y tenía que ofrecer garantías, y durante los días siguientes fluyeron otros 23.000 millones. Pronto el compromiso de crédito aumentó hasta cerca de los 135.000 millones con dinero del TARP, y finalmente alcanzaría los 182.000 millones, una suma realmente asombrosa. Por increíble que parezca, el crédito a AIG está actualmente en vías de ser devuelto en su totalidad, y con beneficios para el gobierno a través de las acciones adquiridas; en su momento, sin embargo, tenía toda la pinta de un crédito enorme a fondo perdido, concedido a una compañía al borde de la quiebra.

Aunque existe una fuerte competencia por el dudoso honor, el rescate de AIG puede muy bien ser la más vilipendiada de las acciones de emergencia tomadas por la Reserva Federal y el Tesoro durante la crisis, a pesar de ser una de las más importantes. Una posible razón es simplemente su descomunal magnitud: antes del rescate aportado por el TARP (desarrollado en el siguiente capítulo), 182.000 millones de dólares era una cifra inimaginable; recordemos, por ejemplo, que el acuerdo sobre Bear Stearns había sido alcanzado por «sólo» 29.000 millones. Otra razón es la audacia de las acciones de la Fed: «Con AIG, la Reserva Federal y el Tesoro hicieron lo nunca visto: trasladaron al contribuyente de Estados Unidos la totalidad del coste y del riesgo procedentes del rescate de una compañía en serios problemas»; eso por no hablar de la virtual nacionalización de la entidad. Una tercera razón es que una parte significativa del crédito original fue transferida directamente a Goldman Sachs, lo que hizo que todo el asunto pareciese un acuerdo oculto con Goldman, la antigua entidad de Paulson.

Pero la razón principal pudo haber estado en las primas vergonzosamente elevadas que posteriormente recibieron unos cuatrocientos empleados de AIG FP, incluidos algunos intermediarios y ejecutivos muy bien pagados ya de por sí; según los rumores, siete de ellos se embolsaron más de 4 millones de dólares cada uno. Los estadounidenses de a pie no tienen ni idea de lo que es una CDS, y una cifra como 182.000 millones de dólares les resulta difícil de concebir (¿y a quién no?), pero lo que sí entienden perfectamente es la injusticia que supone pagar 165 millones de dólares en primas a las mismas personas que hundieron las empresas, especialmente si son los contribuyentes quienes acaban cargando con el muerto.

Las primas fueron aprobadas por el consejo de AIG en marzo de 2008, mucho antes de que la compañía fuese cuasi nacionalizada; pero cuando un año después la compañía publicó varios documentos que las daban a conocer, tales primas se convirtieron en un desastre para la imagen de la recién llegada Administración Obama, que se mostró torpemente indecisa sobre si tales primas deberían ser pagadas o no. El 15 de marzo de 2009, Larry Summers, director del Consejo Nacional de Economía, expresó su irritación en los programas dominicales de debate: en la cadena ABC opinó que «existe un gran número de cosas terribles que han tenido lugar durante los últimos dieciocho meses, pero lo ocurrido con AIG es lo más indignante»; pero, por otro lado, en la CBS, observó que «no somos un país en el que los contratos se anulen así como así». Ambas afirmaciones son ciertas, pero enviaban un mensaje bastante confuso y contradictorio.

El propio presidente declaró que deseaba que el secretario Tim Geithner «se sirviese de cualquier medio legal a su alcance que permitiese rescindir las primas de AIG», pero «cualquier medio legal» resultó ser una prueba bastante dura. Según el periodista Noam Scheiber, «después de que los abogados de la Administración no pudiesen encontrar razón legal alguna para poner freno a los 165 millones en primas [...] un asistente sugirió que Geithner las vetase de todas formas. El secretario le miró con la misma expresión con la que miraría al narrador de un chiste racista: con pura e indignada incredulidad». Al final, Geithner y Summers llegaron a la

conclusión de que un contrato es un contrato, por lo que las primas de AIG fueron finalmente abonadas. Sin embargo, en vista del furor del público, los empleados de AIG devolvieron más del 25 por ciento del dinero.

Dicho todo esto, el tema *económico* (esto es, no de relaciones públicas) más serio planteado por el rescate de AIG fue probablemente la decisión de devolver a sus acreedores la totalidad de su inversión dólar por dólar, en vez de imponerles parte de las pérdidas —lo que en ocasiones se llama «compartir el rescate» o «cortarles el pelo»—. Goldman Sachs fue sólo el ejemplo más prominente; todas las contrapartes y acreedores de AIG recibieron el mismo trato, igual que lo recibieron los de Fannie Mae y Freddie Mac sólo unos pocos días antes, y los de Bear Stearns seis meses antes. Es ahí donde la hidra del riesgo moral posee su cabeza más monstruosa.

Nadie querría nunca sufrir los incómodos —y en algunos casos desastrosos— destinos de los altos ejecutivos, accionistas y gran parte de empleados de AIG, por lo que no era ésa la preocupación por el riesgo moral. Pero cuando los acreedores que prestaron a, y las contrapartes que negociaron con, AIG sin molestarse en indagar sobre su solvencia, ven rescatado el ciento por ciento de su inversión, el gobierno está invitando a otros acreedores y contrapartes de otras compañías a asumir lo mismo; ahí es donde reside el problema del riesgo moral y ha llevado a muchos adivinos a toro pasado a afirmar que la Fed y el Tesoro deberían haber cortado el pelo a los acreedores de AIG en vez de dejar que los contribuyentes asumiesen todo el riesgo. ¿Deberían haberlo hecho?

Nuestro sentido de la justicia grita un sonoro ¡Sí!, y en su momento Sheila Bair, de la FDIC, defendió exaltadamente tal línea de acción ante Paulson y Bernanke. Años más tarde, Bair afirmaría: «No existe la más mínima razón por la que las contrapartes [de AIG] no debiesen haber asumido un recorte del 10 por ciento». Resulta difícil no simpatizar con el punto de vista de Bair; una devolución del ciento por ciento parece efectivamente intolerable.

Pero ahora intentemos imaginar la ingente dificultad legal y logística de organizar cortes de pelo en tiempo real. ¿Quién negociaría con las numerosas contrapartes de AIG? ¿Qué pasaría si algunas de ellas se negasen a aceptar

esos cortes de pelo voluntariamente, tal y como la Fed y el Tesoro pensaban que ocurriría? ¿Se «anularían contratos así como así», por usar la frase de Summers, incluso si algunas contrapartes eran entidades extranjeras? Además, la amenaza de dejar quebrar a AIG sencillamente ya no era creíble en vista del pánico iniciado el Día de Lehman. La Fed y el Tesoro debían salvar el barco que se iba a pique, no hundirlo más rápido, y los acreedores lo sabían.

Es preciso recordar también que Bernanke, Geithner y Paulson se vieron obligados a tomar muchas decisiones en unos períodos de tiempo extremadamente reducidos. Al principio estaban preocupados por Lehman Brothers y no tenían tiempo para prestar atención a los pasmosos (y casi increíbles) detalles de la situación de AIG; pero cuando Lehman quebró se encontraron en el centro mismo de uno de los colapsos financieros más grandes y complejos que jamás se habían visto. Al igual que la tripulación de un barco que se hunde, se apresuraron a tratar de salvar al mayor número posible de pasajeros, y en una situación como ésta es normal y comprensible que se llenasen los botes salvavidas hasta su capacidad máxima —o incluso más— sin preocuparse de si entre ellos se salvan algunos pasajeros que no lo merecían.

En una atmósfera más calmada y alejada de la crisis puede que los cortes de pelo hubiesen tenido sentido, pero en aquel momento el Tesoro y la Fed veían cómo la confianza se evaporaba a marchas forzadas en todas partes, y no deseaban alimentar aún más el contagioso pánico que Lehman había iniciado imponiendo pérdidas a los acreedores de AIG; no deseaban que un montón de contrapartes comenzasen a reclamar efectivo y garantías, y se negasen a negociar entre ellos; no deseaban desencadenar una venta de activos que deprimiría aún más los precios, causando aún más pérdidas, y no deseaban que el mundo financiero se viese agitado por los rumores sobre quién sería el próximo en caer.

Saldar la totalidad de la deuda a los acreedores de AIG era uno de los caminos que podían tomar las autoridades para contener la hemorragia —o al menos intentarlo—, y ése fue el que acabaron tomando. Tal y como Geithner explicó luego en el Congreso:

Una vez que una compañía se niega a cumplir sus obligaciones respecto a un cliente, otros clientes buscarán rápidamente otras entidades con las que hacer negocios. Si hubiésemos intentado forzar a las contrapartes a aceptar menos de lo que legalmente les correspondía, los participantes del mercado hubiesen perdido la confianza en AIG y las agencias de calificación hubiesen vuelto a rebajar su nota. Esto podría haber llevado al colapso de la compañía, amenazado nuestros esfuerzos para restituir la confianza en el sistema financiero y desencadenado una nueva recesión, un mayor caos financiero y un coste mucho más elevado para los contribuyentes estadounidenses.

Tal y como afirma el viejo y sabio proverbio, tu posición depende de dónde estés sentado. Para muchos críticos sentados cómodamente al margen, pagar el ciento por ciento a los acreedores de AIG parecía demasiado generoso y propenso a crear más riesgo moral. Pero Paulson, Bernanke y Geithner tenían asientos de primera fila, y si el rescate fue realmente un error, cosa que no está clara en absoluto, se trató de un error perdonable.

Dicho esto, la decisión de compensar el ciento por ciento a los acreedores de AIG sigue siendo aún hoy controvertida, y puede que lo siga siendo siempre. En una audiencia celebrada el día después del anuncio del rescate, el congresista demócrata por Massachusetts Barney Frank afirmó con sarcasmo que tenía intención de presentar una proposición de ley en la que se declarase el 15 de septiembre de 2008 como el Día del Libre Mercado: «El compromiso nacional para con el libre mercado duró un día —dijo—. Fue el pasado lunes.»

## CONTAGIO Y PÁNICOS FINANCIEROS

Desde nuestra niñez se nos enseña a no culpar generalizando, o por asociación, porque está muy mal hacerlo: el hecho de que el pequeño Johnnie sea un imbécil no supone que su hermano también lo sea, por no hablar del resto de pequeños Johnnies; si un vendedor de coches de segunda mano nos engaña, eso no quiere decir que todos lo vayan a hacer, y, aún más importante, si un miembro de un grupo minoritario se comporta mal en algo, ello no debería implicar la condena automática de todo el grupo. La gente comprende este principio en el plano intelectual, aunque a muchos les cuesta aplicarlo a nivel visceral.

Los mercados financieros no hacen ni una cosa ni otra. De hecho, ni siquiera lo intentan, ya que la atribución de culpa por asociación es en realidad uno de sus principios operativos, del que procede la metáfora del antílope débil: si da la impresión de que Bear Stearns está en mala situación, toda entidad que en un sentido u otro *parezca estar en la misma situación que Bear* o bien *tenga alguna relación con Bear* pasa a estar instantáneamente bajo sospecha, o es condenada automáticamente por un tribunal irregular y muy poco imparcial. Ésta es la esencia del *contagio financiero*: una «manzana podrida» puede hacer que toda una cesta de manzanas pase a ser considerada culpable de podredumbre hasta que se demuestre lo contrario, lo que tiene efectos desestabilizadores sobre los mercados financieros y, mucho más grave, sobre las economías reales.

Algunos aspectos del contagio financiero son *racionales*: si, por ejemplo, un banco quiebra, es muy posible que sus contrapartes sufran las consecuencias, como ocurrió con Lehman Brothers y como se temía que podría ocurrir en los casos de Bear Stearns y de AIG; y si los precios de un cierto tipo de activos (viviendas, acciones, hipotecas *subprime*, etc.) se desploman, las resultantes pérdidas de capital pueden poner en peligro un gran número de instituciones. Estas relaciones son bastante obvias, aunque existen otras bases para el contagio racional que no lo son tanto. Por ejemplo, en 2008 un cierto número de entidades de Wall Street operaba con el mismo modelo de negocio que Bear Stearns, esto es, la combinación de alto apalancamiento con una fuerte dependencia en deuda a muy corto plazo; cuando este modelo hundió a Bear, se comenzó a poner en duda la solidez de Lehman Brothers, Merrill Lynch, Goldman Sachs y Morgan Stanley. Por el contrario, AIG era la única compañía aseguradora que poseía un gigantesco bono de alto riesgo entre sus operaciones, por lo que la catástrofe de AIG no provocó una espantada de los inversores del resto de compañías de seguros.

Cuando se desata el pánico por motivos *racionales*, los remedios son obvios aunque dolorosos: proteger u ofrecer garantías a las contrapartes, tratar de detener la caída de los precios de los activos y apoyar —con capital, liquidez o ambas cosas— a las entidades sólidas que caigan víctimas de la acusación por asociación.

En otras ocasiones, sin embargo, el contagio financiero es menos racional, y la culpa por asociación puede ir demasiado lejos. Cuando Lehman entró en situación de impago a causa de sus efectos comerciales, ¿era ésa realmente una razón sólida para sospechar que General Electric podía quebrar también? (Bueno, también ellos emitían títulos comerciales, ¿no?) Otro ejemplo es el conocido aforismo de Wall Street según el cual en caso de pánico «se vende lo que se puede, no lo que se quiere». Consejos como éstos pueden provocar el traslado de efectivo de un mercado a otro sin razones reales que lo justifiquen.

En tales casos, los responsables políticos deben intentar tranquilizar y calmar los mercados de alguna forma. Pero ¿cómo, exactamente? Las palabras reconfortantes casi nunca funcionan por sí solas, por lo que es necesario apuntalarlas con dinero en

efectivo, habitualmente dinero público, y en ocasiones mucho.

En algunos casos específicos estos ingenieros de políticas encuentran dificultades a la hora de diferenciar el contagio *racional* del *irracional*. Lo habitual es que se enfrenten a una mezcla de ambos: cuando Lehman quebró, por ejemplo, ¿fue racional que los especuladores comenzasen a atacar a Merrill Lynch y a Morgan Stanley? Tal vez. ¿Y también a Goldman Sachs, que estaba mucho menos expuesto al riesgo, tenía mejor capitalización y una gestión del riesgo mucho más sensata que Bear? Tal vez no. ¿Quién podía saberlo realmente?

## El pánico en los fondos monetarios

Aparte de la sensación de pánico general provocada por la bancarrota de Lehman, es muy probable que aquel punto de inflexión no tuviese prácticamente nada que ver con la crisis de AIG, que hubiese estallado en cualquier caso. Pero el siguiente gran episodio, aquel que según algunos observadores inició realmente el pánico de 2008, desmintió claramente la idea de que Lehman Brothers *no* estaba demasiado interconectado para quebrar. Resultó que, pese a que la mayoría de la gente lo ignoraba, Lehman estaba estrechamente vinculado al fondo mutuo del mercado monetario más antiguo del mundo, el Fondo Principal de la Reserva. Tan pronto como se empezó a tener conocimiento de este vínculo, las fichas de dominó comenzaron a caer.

En un exitoso esfuerzo por estimular lo que hasta entonces habían sido unos ingresos venidos cada vez a menos, la Reserva Federal comenzó en 2006 a invertir con fuerza en efectos comerciales (CP), y para septiembre de 2008 ya poseía un 1,2 por ciento de su fondo monetario (unos 785 millones de dólares) invertido en CP de Lehman Brothers. Los gerentes de la Reserva Federal estaban convencidos de que su inversión en los títulos de alta calificación de Lehman era segura (recuerde el riesgo moral: tan sólo seis meses antes, el gobierno había diseñado un rescate a Bear Stearns pagando la totalidad de lo adeudado a los acreedores). Tal convicción resultó ser un error de cálculo letal.



Tan sólo dos días después de que Lehman se declarase en bancarrota, la Fed se vio inundada con solicitudes de amortización por un montante conjunto de aproximadamente la mitad del balance de su fondo monetario. Tras el cierre comercial el martes 16 de septiembre, la gerencia de la Fed anunció que sus reservas de títulos financieros de Lehman carecían por completo de valor, y que por tanto se veía obligada a «romper el dólar», es decir, a amortizar las participaciones en el fondo del mercado monetario por menos de su valor nominal de 1 dólar. Después de que un cierto número de inversores recuperase lo invertido y que otros precios de CP cayesen en la vorágine del pánico, las participaciones restantes del Fondo Principal de la Reserva sólo valían 0,97 dólares. Puede que una pérdida del 3 por ciento no parezca mucho comparada con todo lo que estaba pasando en aquel momento, pero lo cierto es que fue una de las señales que ya predecían el pánico de 2008. ¿Por qué?

Los fondos mutuos del mercado monetario, o fondos monetarios, que (irónicamente) tuvieron su origen en la Reserva Federal en 1971, fueron en su momento un gran invento: algo parecido a cuentas corrientes —de hecho, se pueden extender cheques sobre el saldo disponible— pero con intereses más altos. El precio de una participación en un fondo monetario nunca variaba: era siempre exactamente de 1 dólar, lo cual eliminaba cualquier riesgo de ganancias o pérdidas de capital. Originalmente, este estupendo truco se conseguía mediante la inversión de los activos del fondo mutuo en instrumentos de mercado monetario cuyo valor prácticamente no fluctúa, como por ejemplo Bonos del Tesoro de Estados Unidos a corto plazo.

A medida que fue pasando el tiempo sin que ningún fondo monetario al por menor sufriese pérdidas lo suficientemente elevadas como para forzar la «ruptura del dólar», los efectos comerciales (CP) y otros instrumentos financieros a corto plazo comenzaron a ser considerados lo bastante seguros como para ser incluidos en las carteras de los fondos monetarios. Y dado que los CP pagaban un poco más que los Bonos del Tesoro, ello estimuló las inversiones hacia dichos activos. Los inversores, por su parte, empezaron a considerar los fondos monetarios tan seguros como cuentas bancarias, pese a que dichos fondos no contaban con el aval de la institución responsable de la garantía de los depósitos, la FDIC. La industria floreció, y en septiembre de

2008 los fondos monetarios sumaban un total de 3,4 billones de dólares en balances pendientes de pago. Permítame el lector repetir el dato: 3,4 *billones* de dólares, una cifra que suponía aproximadamente la mitad de todos los depósitos existentes en aquel momento en los bancos asegurados por la FDIC.

Por tanto, para el público inversor, descubrir que el valor del Fondo Principal de la Reserva era de sólo 97 centavos al cierre de operaciones del día 16 de septiembre de 2008 supuso una sorpresa mayúscula (y los rumores le atribuyeron inicialmente un valor aún menor). La sensación fue la de perder dinero de tu cuenta corriente, pero con una diferencia sustancial: no existía ningún depósito de garantía para pagar esos tres céntimos que faltaban. «¡Oh, Dios mío! —pensaron los inversores—. ¡Esto no es una cuenta bancaria!»

La FDIC fue fundada en 1933 con el fin de evitar pánicos bancarios, y hasta la actualidad ha desempeñado su labor extremadamente bien. Si el Primer Banco Nacional de Ninguna Parte va a la quiebra, sus depositantes saben que no perderán un solo centavo mientras sus balances se encuentren por debajo del máximo asegurado, que actualmente es de 250.000 dólares. Por tanto, no tienen razón alguna para entrar en pánico, y desde luego tampoco tienen razones para correr al Segundo Banco Nacional de al lado. No era éste el caso de los fondos monetarios, ya que los accionistas del Fondo Principal de la Reserva *sí* perdieron dinero, aunque sólo fuese un 3 por ciento, y por tanto *sí* tenían una razón para huir de la Reserva. Y el consiguiente miedo ante posibles pérdidas en los demás fondos monetarios llevó rápidamente al surgimiento de otros pánicos y huidas en otras partes.

Se trataba de un asunto muy serio. En pocos días, «estaba abrumadoramente claro que estábamos mirando directamente hacia el abismo —que parecía infinito— a medida que las fugas de capital [desde los fondos monetarios] fueron adquiriendo velocidad el miércoles y el jueves». En sólo una semana, los inversores retiraron cerca de 350.000 millones de dólares de los principales fondos del mercado monetario, lo cual por supuesto significaba que los gerentes de los fondos tuvieron que liquidar el mismo volumen de efectos comerciales, bonos del Tesoro y similares para poder satisfacer las peticiones de reembolso. El problema era que en vista de las

pérdidas causadas por Lehman a la Reserva Federal, ningún gerente deseaba comprar CP, y no sólo los CP de Lehman, *los de nadie*. Cuando las reservas de cualquier cosa se disparan y la demanda se desmorona, su precio cae como una piedra, y eso fue exactamente lo que les ocurrió a los efectos comerciales a mediados de septiembre: como consecuencia del descenso de los precios, la rentabilidad subió como la espuma y el volumen de nuevas emisiones cayó bruscamente.

Esto no era un mero detalle sin importancia. Muchas de las principales compañías de Estados Unidos se suelen servir de los CP para lograr préstamos a corto plazo que les permitan cubrir los huecos rutinarios entre pagos y recibos, como por ejemplo los grandes flujos en días de pago. Tal y como posteriormente contó Geithner a la FCIC, «una gran fuga de capitales desde los mercados de efectos comerciales [...] [creó] la posibilidad de que algunas de las compañías más grandes del mundo [...] pudiesen perder la capacidad de financiar y acceder a esos mercados de efectos comerciales». Ello dio pábulo al surgimiento de rumores acerca de que empresas consideradas sólidas y solventes como General Electric o IBM pudieran no ser capaces de pagar sus nóminas. Fue el cierre casi total del mercado de CP lo que llevó a Bernanke a declarar que «estuvimos extremadamente cerca de un colapso financiero global». Tanto el Tesoro como la Fed reaccionaron con rapidez ante la catástrofe en ciernes, pero, en el caso del primero, de forma no excesivamente hábil.

Desde el asunto de Bear Stearns, el secretario Paulson había insistido en que no disponía de ningún fondo de reserva para utilizar en casos como éste, por lo que era la Fed la que debía hacer de banquero del Monopoly. Sin embargo, dicen que querer es poder: después de lo que debieron de haber sido unos interesantes debates en el Tesoro, Paulson decidió que el Fondo de Estabilización Bursátil (ESF) iba a ser ese fondo de reserva, después de todo. ¿Su presunto razonamiento? Puesto que algunos de los asustadizos inversores en fondos monetarios eran extranjeros, «un colapso de la industria de los fondos monetarios podría provocar fácilmente el pánico sobre la cotización del dólar». Un argumento bastante endeble, puesto que casi cualquier acontecimiento adverso ocurrido en Estados Unidos podría provocar el «pánico sobre la cotización del dólar». Pero, a ojos del Tesoro, el estatuto en

vigor fijaba un listón considerablemente bajo a la hora de poder servirse del ESF. Después de todo, había una situación de pánico, ¿verdad? ¿Acaso tal situación no ponía en peligro el dólar?

En cualquier caso, la decisión de Paulson de utilizar 50.000 millones procedentes del ESF para apoyar un nuevo fondo asegurador para los balances de los mercados monetarios, para lo cual necesitó la aprobación del presidente Bush, resultó ser realmente crucial en al menos cuatro aspectos. En primer lugar, era sumamente necesaria: aunque no existía un pánico sobre la cotización del dólar, sí existía un enorme pánico sobre los fondos monetarios y, a través de ellos, sobre el mercado de CP. Si alguna vez hubo un momento para echar el resto y poner toda la carne en el asador, ése era tal momento, y el Tesoro lo hizo. En este caso hay que reconocerles el mérito.

En segundo lugar, el mecanismo para asegurar los fondos monetarios marcó un hito en tanto que fue la primera ocasión en la que el Departamento del Tesoro de Estados Unidos puso en juego su propio dinero, pues hasta aquel momento se había ocultado siempre tras las amplias faldas de la Reserva Federal. *Ya iba siendo hora*, pensaron muchos observadores, ya que las decisiones en las que se arriesga el dinero de los contribuyentes deberían tomarse en el ámbito político. (Por supuesto, Paulson había afirmado previamente que no tenía dinero.)

En tercer lugar, el uso del ESF para este propósito no resultaba procedente. El ESF fue creado en 1934 para un propósito muy concreto: la estabilización del valor internacional del dólar cuando fuese necesario, mediante la compra o la venta de monedas extranjeras. En la gran mayoría de las ocasiones ni se compraba ni se vendía, por lo que el dinero se quedaba fijo en un sitio; pero en esa ocasión, sin existir siquiera el pretexto de operar en moneda extranjera, el Tesoro se disponía a utilizar el ESF para asegurar fondos monetarios. La yuxtaposición de esta generosa interpretación de la ley con una lectura de la misma al pie de la letra en el caso del préstamo a Lehman tan sólo unos pocos días antes resultaba bastante chocante, y suscitaba una incisiva cuestión: ¿Por qué se podía esquivar la ley para que el Tesoro pudiese servirse del ESF,<sup>38</sup> pero no para justificar un crédito de la Reserva Federal a Lehman Brothers? Más aún, ¿no podría haberse utilizado el ESF para el caso de Lehman? Durante los años siguientes, los historiadores

insistirían en este punto, pero parte de la respuesta está muy clara: las dos decisiones fueron tomadas en ámbitos diferentes (político frente a tecnocrático), bajo leyes diferentes y *por abogados diferentes*.

Y en cuarto lugar, con las prisas, Paulson había establecido los términos originales de la garantía sobre el fondo monetario de tal forma que de haberse mantenido, que no fue así, podría haber amenazado la totalidad del sistema bancario de Estados Unidos. Concretamente, propuso que a cambio de una modesta tarifa se asegurasen *todos* los balances de las cuentas de fondos mutuos pertenecientes al mercado monetario *independientemente del importe*. Piense por un instante lo que esto significa, como lo hicieron los banqueros estadounidenses desde el momento mismo en que se anunció el plan, la mañana del 19 de septiembre: hasta aquel día la FDIC sólo aseguraba los balances de cuentas hasta un máximo de 100.000 dólares, mientras que lo que proponía el Tesoro era asegurar cuentas en uno de los principales competidores de los bancos, los fondos monetarios, en cantidades *ilimitadas*. Recuerdo muy bien que nada más enterarme del tema pensé que era una locura,<sup>39</sup> ya que era muy probable que precipitase pánicos bancarios, algo a lo que la FDIC había puesto freno en 1934. ¿Por qué iba nadie a tener ingresados más de 100.000 dólares en un banco de depósito cuando podría tener su dinero *totalmente asegurado* transfiriéndolo a un fondo monetario? En la FDIC, Sheila Bair tuvo según parece el mismo pensamiento, al igual que miles de banqueros por todo el país: ¿Por qué iba a querer el Tesoro llevar a cabo algo así?

La respuesta es muy simple: no quería. Los funcionarios del Tesoro, que en aquellos frenéticos días posLehman trabajaban a toda velocidad, simplemente no pensaron en las consecuencias; saltaron primero y sólo después miraron si había suelo dónde caer. En cuestión de días, reaccionando ante los muy justificados gritos de protesta de los banqueros y de sus grupos de presión, el Tesoro dio marcha atrás y corrigió su error, modificando el plan de forma que sólo asegurase las cantidades que *ya estuviesen depositadas* en fondos monetarios a fecha de 19 de septiembre, y no cualquier incremento depositado con posterioridad, lo que puso fin al

estímulo para huir de los bancos. ¿Bien está lo que bien acaba? Tal vez, pero el episodio no infundió mucha confianza que digamos sobre el Departamento de Tesoro de Estados Unidos.

La Reserva Federal también echó una mano, a través de la implantación del «Programa de liquidez para efectos comerciales basados en activos emitidos por fondos mutuos en el mercado monetario» (AMLF; intente leer el título completo lo más rápido que pueda sin que se le trabe la lengua...). El AMLF fue creado para conceder créditos *sin recurso* a bajos tipos de interés a aquellos bancos que estuviesen dispuestos a adquirir efectos comerciales basados en activos de alta calidad procedentes de los fondos del mercado monetario, que necesitaban desesperadamente venderlos porque estaban sufriendo fugas de capitales. Centrémonos por un momento en la incómoda coletilla «*sin recurso*», ya que es importante y no es la última vez que se verá en este libro.

«Sin recurso» quiere decir que si los activos en cuestión (en este caso, efectos comerciales) entran en impago, el prestamista (en este caso, la Reserva Federal) únicamente puede reclamar el aval sobre este tipo de créditos, y no puede apropiarse de ningún otro activo en posesión de los prestatarios, que, en el caso del AMLF, eran los bancos. En términos de reparto de riesgo, los créditos sin recurso están altamente sesgados: el prestatario posee el riesgo positivo, por lo que si el precio del activo sube se embolsa las ganancias; el prestamista, por el contrario, posee el riesgo negativo, por lo que si el valor del activo se reduce puede tener que quedarse con una garantía devaluada, y por tanto, asumir pérdidas. Realizar un préstamo sin recurso te sitúa realmente en *peor* posición que si comprases el activo directamente. Algo así como: «Cara, tú ganas; cruz, yo pierdo».

En este caso concreto, si los efectos comerciales incrementasen su valor —cosa que realmente ocurrió a medida que amainaba la crisis— los bancos que habían recibido préstamos procedentes de la Fed para comprar CP se quedarían con los beneficios, pero si los CP hubiesen perdido valor, las pérdidas correrían a cargo de la Reserva Federal. ¡Un trato estupendo, sin duda! A día 8 de octubre, la Fed ya había prestado casi 150.000 millones de dólares a los bancos para que pudiesen adquirir efectos comerciales basados en activos.

Por si se está preguntando si la huida de capitales de los fondos monetarios creó o no una sensación de urgencia en la Fed, le informo de que el consejo de administración de la Reserva Federal anunció su intención de crear el AMLF el 19 de septiembre, tan sólo tres días después de que el Fondo Principal de la Reserva rompiera el dólar, y que el programa estuvo completamente operativo sólo tres días después. Créame, un plazo de seis días entre el surgimiento de un problema y la implantación de una solución completamente innovadora es *muchísimo* más rápido que el pesado ritmo habitual de la Fed. Sin embargo, hasta el 30 de enero de 2009, la Fed no se decidió a hacer públicas las normas detalladas del funcionamiento del AMLF. Sí, fue otra decisión de «saltar sin mirar», pero la conjunción del programa modificado de garantía sobre el mercado monetario del Tesoro con el AMLF de la Fed logró acabar con éxito con el pánico sobre los fondos monetarios. El 1 de febrero de 2010 la Reserva Federal eliminó el programa, embolsándose un pequeño beneficio en la operación, pues de todas formas el balance ya se había reducido a cero.

Pero la lucha por salvar los mercados de fondos monetarios y de efectos comerciales no acabó el 22 de septiembre. El 7 de octubre, con el pánico financiero en su apogeo, el consejo de la Fed invocó nuevamente la Sección 13(3) para crear el Programa de Financiación de Efectos Comerciales (CPFF), el cual, en palabras de la propia Fed, serviría para «proporcionar un respaldo de liquidez a los emisores de efectos comerciales en Estados Unidos». Analicemos con cuidado estas palabras, ya que el CPFF resultó ser un punto de inflexión:

¿Un «respaldo de liquidez»? Suena bastante inocente, pero fue una parte vital de una red de seguridad muy necesaria. Los mercados se estaban apartando de los efectos comerciales basados en activos (ABCP) —títulos que se empleaban, entre otras muchas cosas, para financiar créditos para la compra de vehículos para estudiantes—, al considerar que su riesgo era excesivo. Sin los ABCP, estos mercados de crédito estaban en serio peligro, y sin embargo los mercados de ABCP estaban cerrando. La Reserva Federal se ofreció a intervenir y comprar CP en nombre de los contribuyentes, sirviéndose de un vehículo de propósito especial (SPV) para llevar a cabo las transacciones. Con tal intervención, la Fed realizó una buena apuesta, ya que

en última instancia logró un beneficio de más de 5.000 millones de dólares con sus adquisiciones de CP; pero lo cierto es que ése no era el objetivo principal: el banco central estaba intentando nuevamente contener la sangría y revivir un mercado financiero moribundo.

¿Y qué pasaba con los «emisores de efectos comerciales»? ¿Acaso ese grupo no incluía también compañías industriales como General Motors, General Electric, IBM o AT&T y no sólo bancos, o instituciones financieras en general? Pues sí, y la lista de emisores elegibles también incluía, tal y como apuntaba la Fed, «emisores en Estados Unidos filiales de una compañía extranjera». En la práctica, lo que la Fed estaba haciendo era prestar de forma más o menos directa tanto a empresas industriales como a bancos extranjeros.<sup>40</sup>

Increíblemente, funcionó. El mercado de efectos comerciales se estabilizó y comenzó a funcionar de nuevo, y las entidades y los inversores que se habían negado a tener tratos incluso con las contrapartes más prestigiosas regresaron al mercado de CP, tranquilizados por el apoyo de la Fed. En febrero de 2010 el mercado dejó de necesitar un soporte vital y comenzó a respirar por sí mismo; para entonces, el balance de créditos en el CPFF, que había alcanzado un máximo de 350.000 millones de dólares, había descendido hasta situarse por debajo de los 9.000 millones.

En aquel momento hubo muy poca gente que se percatase de ello, pero los exitosos esfuerzos para devolver la buena salud al mercado de CP supusieron un punto de inflexión conceptual realmente crucial en la política de la Reserva Federal. Antes del 19 de septiembre el objetivo principal de la Fed era —por necesidad— *salvar algunas instituciones concretas* (o no), Bear Stearns, Lehman Brothers, AIG, etc.; cada intervención era ad hoc y a los mercados les costaba mucho identificar algún principio o patrón de conducta (*¿Por qué Bear pero no Lehman?*). Sin embargo, después del 19 de septiembre la Fed comenzó a centrarse en *rescatar mercados*. Los efectos comerciales constituyeron el primer caso, y posteriormente le llegaría el turno a los títulos financieros hipotecarios; pero esa innovación debería esperar un tiempo.



## **Merrill Lynch: la crisis se vuelve minorista**

La tercera pelota en el aire durante el trascendental número de malabarismo de aquel mes de septiembre fue Merrill Lynch. Mientras se desarrollaban los dramas de Lehman y AIG, y antes de que estallase el pánico sobre los fondos monetarios, la entidad corredora de Bolsa más grande del mundo estaba inmersa en un romance relámpago con Bank of America. Hay que recordar que, hasta el ultimísimo momento, Bernanke, Geithner y Paulson esperaban que BofA pudiese erigirse en el comprador de Lehman Brothers. Pero John Thain, consejero delegado de Merrill Lynch, y sobre todo su número dos, Greg Fleming, tenían otros planes: si BofA estaba interesado en adquirir el más pequeño y enfermizo Lehman Brothers, ¿no estaría aún más interesado en Merrill Lynch, siendo esta entidad más grande y estando más sana? Al final, Thain y Fleming lograron la «solución del sector privado» para Merrill que no consiguieron ni Lehman ni AIG, y lo hicieron sin ayuda del gobierno.

Merrill Lynch no necesita presentación, y ahí está el quid de la cuestión. Antes de la crisis, Merrill era la entidad más grande de los «Cinco Magníficos» de Wall Street en términos de empleo, y casi el más grande en volumen de negocio. Si en septiembre de 2008 (o la semana pasada, para el caso) se hubiese pedido a los estadounidenses que nombrasen una entidad corredora de Bolsa, lo más seguro es que la mención mayoritaria hubiese sido Merrill Lynch —y no tengo la menor idea de cuál hubiese quedado en segundo lugar—. Entre los gigantes de Wall Street, Merrill, con su «estruendosa manada» de quince mil agentes financieros, era un nombre extremadamente conocido. ¿Qué estadounidense no había visto nunca uno de sus anuncios televisivos con el lema «En alza en Estados Unidos»?

El comienzo del desmoronamiento de Merrill llamó la atención del público de una forma que otras entidades comparativamente desconocidas como Bear Stearns y Lehman Brothers jamás podrían haberlo hecho. Paralelamente a las quiebras de Washington Mutual (WaMu) y de Wachovia, ocurridas poco después, los problemas de Merrill Lynch iniciaron una nueva y aterradora etapa en la crisis financiera.

Antes de que Merrill comenzase a tambalearse, al ciudadano de a pie le costaba mucho sentirse identificado con CDS, CDO, márgenes de préstamo interbancario, problemas de contraparte en bancos «mayoristas» como Bear y Lehman y otros términos y conceptos similares. ¿Quién sabía con exactitud lo que hacían estas entidades? ¿Quién había visto siquiera alguna vez una oficina de Bear Stearns o Lehman Brothers, y mucho menos entrado en una? Pero cuando Merrill Lynch, WaMu y Wachovia empezaron a verse amenazadas de extinción, la crisis pasó realmente al ámbito minorista. Desde ese momento, las cuentas de correduría estándar en las sucursales de Merrill de cada esquina comenzaron a estar en estado de sitio, las sencillas cuentas corrientes y de ahorros de dos de los bancos más grandes de Estados Unidos se vieron amenazadas, la conflagración había desbordado la fortaleza de Wall Street y azotaba al resto del mundo con la fuerza de un huracán. Ya no era esoterismo financiero, puesto que la mayoría de los estadounidenses habían pasado en algún momento por una sucursal de al menos uno de estos tres gigantes minoristas: Merrill tenía unas 700, WaMu contaba con 2.239 y las de Wachovia alcanzaban la asombrosa cifra de 3.355.

¿Cómo pudo ocurrir que una entidad legendaria como Merrill Lynch estuviese tan cerca de la ruina? Como corresponde a una empresa de su tamaño y alcance, Merrill estaba involucrada en todos los ámbitos relacionados con las finanzas; pero durante el auge financiero, su arrogante consejero delegado, E. Stanley, *Stan*, O'Neal, decidió que la entidad no tenía suficiente volumen de negocio en los mercados, cada vez más atractivos, de hipotecas *subprime*, titulización de dichas hipotecas, CDO y similares, y se puso inmediatamente a intentar arreglar cuanto antes ese «problema». En 2003, O'Neal contrató a un renombrado experto en titulización de hipotecas procedente de Credit Suisse, y tan sólo dos años más tarde Merrill Lynch pudo alardear de ser el «primer asegurador mundial de CDO». ¡Menudo honor! Pero la entidad no se detuvo ahí, sino que, como Bear Stearns, «encaminó sus esfuerzos a ser un productor con servicio completo: conceder hipotecas, empaquetarlas en títulos financieros y finalmente mezclarlas una y otra vez para crear CDO». En diciembre de 2006, incluso llegó a adquirir uno de los prestamistas *subprime* más grandes del país: First Franklin, radicado en San José, California.

El momento escogido por Merrill para esta compra difícilmente podría haber sido peor, pues cuando en 2006 el mercado *subprime* y los relacionados con él comenzaron a deteriorarse, la entidad quedó realmente expuesta al riesgo, y además dos emisores de hipotecas a los que Merrill había prestado dinero se declararon en quiebra. Al igual que otros titulizadores, para vender las CDO que aún estaba manufacturando Merrill Lynch a menudo tenía que conservar los tramos «supersénior» en su propio inventario, que, en consecuencia, se hincharon peligrosamente. Mediante la conservación de estos tramos y la venta del resto, la empresa pensó que estaba librándose de la paja y quedándose con el grano, y de hecho uno de los principales ejecutivos de Merrill lo describió así: «Todo el personal de la entidad y la mayoría de la gente de la industria tenía el convencimiento de que el tramo supersénior era súper seguro». Sin embargo, cuando los mercados de las *subprime* y de las CDO se vinieron abajo, todo resultó ser paja. O'Neal había logrado efectivamente que Merrill Lynch fuese un gran jugador, pero de un juego abocado al fracaso.

Las pérdidas crecieron durante los últimos meses de 2007 y durante todo 2008. En septiembre de 2008 se informó de que la entidad había perdido ya un montante acumulado de unos 52.000 millones de dólares procedentes de sus títulos financieros hipotecarios (MBS), una suma superior al valor neto restante de Merrill Lynch. Para entonces hacía ya bastante tiempo que O'Neal se había ido, puesto que había sido obligado a una jubilación anticipada en octubre de 2007. Obligado, sí, pero el consejo de Merrill estaba debidamente agradecido por su maravilloso servicio, y como recompensa por haber llevado a la entidad bursátil más importante del mundo al borde de la extinción, le concedió un colosal paracaídas dorado valorado en más de 160 millones de dólares, además de los 91 millones que ya había recibido en 2006 por todo su espléndido trabajo. Otros observadores le tenían menos estima; la CNBC, por ejemplo, lo incluyó en su lista de «Peores consejeros delegados de la historia de Estados Unidos».

Independientemente de esto último, a medida que se aproximaba el Fin de Semana de Lehman, Merrill seguía teniendo un montón de basura, y algunos de los altos ejecutivos de la compañía, con Fleming a la cabeza, ya detectaban las ominosas señales de advertencia. En tanto que antílope más

lento y débil de la manada, Lehman atraía la mayor parte de la atención de los chacales; pero dado que Merrill Lynch podía ser su siguiente presa, Fleming estaba decidido a alentar a Thain a que actuase antes de que tal cosa ocurriese y de esa forma salvase la mayor cantidad de valor posible para los accionistas. Tuvo éxito, aunque por los pelos: Thain y el consejero delegado de BofA, Ken Lewis, cerraron un acuerdo por 50.000 millones de dólares justo antes de que Lehman Brothers implosionase. Si el acuerdo hubiese tenido lugar *después...*, bueno, ¿quién sabe lo que habría ocurrido?

La venta de Merrill a BofA eliminó uno de los dos posibles pretendientes de Lehman, pese a que Thain estaba supuestamente trabajando con otros consejeros delegados de Wall Street para salvar Lehman. La situación fue ligeramente incómoda, pero Paulson, Bernanke y Geithner lucieron sonrisas en vez de ceños fruncidos, pues a ninguno de ellos le hacía mucha gracia la idea de enfrentarse a una posible bancarrota de Merrill Lynch. Puede que al principio los accionistas de Merrill no estuviesen muy contentos con el precio de 29 dólares por acción que recibieron, pues después de todo las acciones habían cotizado por encima de los 47 dólares tan sólo cinco meses antes, en el mes de abril; pero 29 dólares por acción suponía un 70 por ciento más que el valor de cierre de las acciones el 12 de septiembre, y un 38 por ciento más que su valor teórico. La mayoría de los observadores convinieron que Thain y Fleming habían logrado un buen acuerdo, y, por consiguiente, malo para BofA. Y lo que ocurrió después hizo que el acuerdo de Thain fuese aún mejor.

Actualmente, Merrill Lynch sigue vivita y coleando, con su famoso nombre y su estruendosa manada de más de quince mil agentes financieros, en forma de división de gestión de riqueza de BofA, y aún es el corredor de Bolsa más grande del mundo, gestionando más de 2,2 billones de dólares en activos de clientes. Sin embargo, poco después del trato, BofA comenzó a arrepentirse de la compra realizada, pues pronto descubrió que había pagado de más por un balance y unas obligaciones legales que estaban en peor situación de la esperada, y Merrill también traía consigo más dinero del TARP, lo que causó no poca incomodidad a BofA.

Una vez que Merrill Lynch siguió los pasos de Bear Stearns hacia los brazos de un banco y que Lehman Brothers solicitó su declaración de bancarrota, los antiguos Cinco Grandes de Wall Street quedaron reducidos a dos: Morgan Stanley y Goldman Sachs. Ambas entidades se encontraban en mejor situación que Lehman y Merrill (por ejemplo, las reservas de liquidez de Morgan Stanley superaban los 130.000 millones de dólares), pero también ambas habían sido unas entusiastas practicantes del nuevo modelo de Wall Street de alto apalancamiento y fuerte dependencia de préstamos a corto plazo, por lo que eran asimismo vulnerables ante posibles pánicos o huidas de capitales.

El veterano consejero delegado de Morgan Stanley, John Mack, comprendió rápidamente quién era ahora el antílope más lento. «Llegado el lunes [15 de septiembre], con Merrill y Lehman ausentes, nos encontramos en el ojo del huracán. El siguiente en la lista éramos nosotros», dijo a la FCIC posteriormente. Y efectivamente, el coste de las CDS para asegurarse contra el impago de Morgan casi se duplicó ese mismo día, y poco después la entidad pasó a sufrir fugas de capital de sus fondos de alto riesgo. Por supuesto, estos fondos de alto riesgo habían dejado de proporcionar beneficios, pero también existía preocupación por los activos en posesión de su bróker principal (lo cual suena muy similar al episodio de Bear Stearns), y los inversores comenzaron a sentirse más seguros con sus activos bien guardados en bancos avalados por la FDIC.

Morgan Stanley comenzó a perder dinero a espuertas. Sin embargo, al contrario que Bear Stearns en marzo, Morgan contaba en septiembre con el nuevo PDCF en el que apoyarse. Y vaya si lo hizo: la entidad le pidió prestados 13.000 millones de dólares el martes, petición que se vio incrementada hasta los 27.000 millones el miércoles y hasta los 35.000 millones el viernes. Un enorme montón de efectivo, sí, pero nuevamente se dio el caso de que cuando la confianza se pierde, ya nunca se recupera, y en este caso se estaba perdiendo a marchas forzadas, por peticiones de garantía, por retiradas de fondos y por interrupciones de sus flujos habituales de crédito. ¿Resultado? Sus reservas de liquidez se redujeron de 130.000 a 55.000 millones de dólares en una sola semana.

Goldman Sachs se vio acosado por problemas similares, aunque al ser el antílope más rápido, dichos problemas no fueron tan perniciosos. En opinión de su consejero delegado, Lloyd Blankfein: «Durante aquel período teníamos un enorme volumen de liquidez. Pero con ciertos acontecimientos sistémicos en marcha [...] era una posición más inquietante de lo que hubiésemos deseado [...] y nos íbamos a la cama todas las noches con un nivel de riesgo más elevado del que cualquier gestor responsable querría tener». Goldman, por supuesto, también pidió prestado al PDCF y a otros organismos. Posteriormente, Bernanke comunicaría a la FCIC que «pensábamos que había un peligro real de quiebra».

Una vez más, la Reserva Federal buscó y encontró una creativa solución de emergencia. El domingo 21 de septiembre, tanto Morgan Stanley como Goldman Sachs plantearon a la Fed la posibilidad de convertirse en bancos (técnicamente, en conglomerados bancarios), una conversión que hasta aquel momento había sido anatema para ambos, ya que la regulación impuesta a los bancos alteraría sus estilos operativos en muchos aspectos, por no hablar de que atraería la atención de muchos ojos curiosos. Pero según iba ganando fuerza el Pánico de 2008, la onerosa carga de la regulación de la Reserva Federal iba pareciendo cada vez menos onerosa, especialmente en comparación con el refugio para la tormenta inminente que les proporcionaría la Fed. Esta última y el Departamento de Justicia aprobaron ambas solicitudes a velocidad de vértigo y con un guiño, incluyendo así a las dos atormentadas compañías en el ámbito de su red de seguridad. Esto detuvo en seco las fugas de capital. La misma idea de la que Geithner se había burlado, considerándola «efectista» en el caso de Lehman Brothers, ahora constituía una parte integral del Plan B (¿o era el Plan C? ¿o el D?). Los estándares se estaban degradando.

Cuando Wall Street inició sus operaciones el lunes 22 de septiembre, tan sólo una semana después de la quiebra de Lehman Brothers, ya no quedaba ningún gran banco de inversión independiente: Bear Stearns y Merrill Lynch habían sido absorbidos por bancos comerciales, Lehman se encontraba en las primeras fases de un procedimiento de bancarrota, y Morgan Stanley y Goldman Sachs se habían convertido en bancos sólo en el nombre. Antes de la crisis, los grandes bancos de inversión habían sido los mandamases de las

finanzas, los nombres chapados en letras de oro que la mayoría de economistas e ingenieros financieros deseaban tener en sus tarjetas de visita, el hogar de los Amos del Universo. Después, fueron historia.

## Más nombres famosos que se derrumban: WaMu y Wachovia

Merrill Lynch no fue el único gran nombre que se hizo añicos. Por aquel entonces, Washington Mutual era la asociación de ahorro y préstamo más grande de la nación —y la sexta entidad bancaria en general más grande—, con más de dos mil sucursales minoristas repartidas por quince estados y unos activos que superaban los 300.000 millones de dólares. Además, a través de una enorme serie de adquisiciones, la entidad se había convertido también en el tercer prestamista hipotecario de Estados Unidos, y el consejero delegado Kerry Killinger había declarado su intención de convertir WaMu en el Walmart del negocio bancario. Si alguna vez ha existido un límite concreto que señale qué entidad es «demasiado grande para dejar quebrar», sin duda WaMu estaba situada confortablemente por encima de ese límite: su quiebra era impensable.

Pero en septiembre de 2008 WaMu también era el infeliz poseedor de un exorbitante volumen de arriesgadas hipotecas —muchas de ellas de tipo de interés variable— producto de la laxitud de sus propios estándares crediticios durante la burbuja. El Día de Lehman las calificaciones de sus créditos se vieron reducidas, lo que vino acompañado de un pánico a pequeña escala sobre la entidad: el 25 de septiembre WaMu había perdido cerca del 9 por ciento de sus depósitos. Ante la seguridad de que iban a seguir produciéndose fugas de capital, la OTS decidió cerrar el banco. El momento escogido fue muy llamativo, ya que el 25 de septiembre fue un *jueves*. Habitualmente, los bancos en peligro son intervenidos tras el cierre de operaciones del *viernes*, y reabiertos el lunes por la mañana. Sin embargo, tanto la OTS como la FDIC decidieron que no podían esperar ni un solo día más: el pánico debía ser detenido *ese mismo día*, antes de que se extendiese.

Washington Mutual se convirtió en la mayor quiebra bancaria en la historia de Estados Unidos. Sus operaciones bancarias fueron inmediatamente vendidas a JPMorgan Chase (sí, la misma compañía que había comprado Bear Stearns), que durante meses había estado interesada en hacerse con los negocios de WaMu, por un precio que era una auténtica ganga: 1.900 millones de dólares. El resto de la compañía solicitó protección por bancarrota al día siguiente.<sup>41</sup> Ni la FDIC ni los depositantes perdieron un solo centavo; ni siquiera los depositantes no asegurados que tenían más de 250.000 dólares en sus cuentas. Pero en una controvertida acción, la presidenta de la FDIC, Sheila Bair, tomó la decisión de dejar que los acreedores no asegurados del conglomerado de la compañía (la totalidad de Washington Mutual, Inc., excepto sus cajas de ahorros) se pusiesen a la cola del tribunal de quiebras, lo cual jamás había ocurrido. Como se ha mencionado previamente, los acreedores de Bear Stearns, Fannie Mae, Freddie Mac y AIG habían recuperado el ciento por ciento de sus inversiones; los de WaMu no tuvieron esa suerte.

La decisión de Bair tenía como objetivo dar una lección sobre el riesgo moral y, de ese modo, recuperar una cierta apariencia de «disciplina de mercado». Sheila Bair ya había mostrado su desacuerdo tanto con el rescate a Bear Stearns como con la decisión de devolver la totalidad de las inversiones de los acreedores de AIG, y posteriormente, refiriéndose al Tesoro y a la Fed, afirmó que «no deseaban imponer pérdidas a los propietarios de los bonos, y nosotros sí. Nosotros dijimos una y otra vez: “No debe existir una prima de seguro para los propietarios de bonos”, ¿me explico? Para el ciudadano de a pie con depósitos bancarios, exigimos a los bancos una prima [...] pero no para los propietarios de bonos». Cuando apareció el caso de WaMu, Bair sí consiguió imponer su voluntad, porque en esa ocasión podía: a diferencia de Bear y AIG, WaMu era un banco asegurado por la FDIC.

Es muy probable que los cortes de pelo a los propietarios de bonos y otros acreedores no asegurados también permitiesen a la FDIC evitar la pérdida de dinero en la operación. Bair era una feroz protectora de su agencia, y de hecho algunos de sus críticos desde el Tesoro, la Fed y otros organismos afirmaban que lo único que le importaba eran los costes que cada cosa pudiera tener para la FDIC. Pero, con independencia de sus motivos, la



decisión de imponer pérdidas a los acreedores de WaMu creó una controversia inmediata, y un desastre no menos inmediato: según la FCIC, «las pérdidas entre los acreedores [de WaMu] provocaron el pánico entre los acreedores sin garantía de otros bancos con problemas, especialmente Wachovia, con consecuencias muy serias».

Aunque Bair tenía sus partidarios, el Departamento del Tesoro de Estados Unidos —que entre otras cosas estaba intentando encontrar una solución para Wachovia— no se encontraba entre ellos, desde luego. Uno de los principales asistentes de Paulson, Neel Kashkari, afirmó a posteriori: «Dijimos: “Genial, juguemos todos a ser los más duros; vamos a ser tan duros que vamos a hundir al sistema financiero en otra Gran Depresión”».

En la Fed de Nueva York, Geithner se puso furioso con la decisión de Bair: «Sí —dijo—, efectivamente los inversores necesitaban un recordatorio de que no deben esperar siempre un rescate por parte del gobierno, pero intentar lograr tal objetivo en un momento de intenso pánico financiero era imprudente, por no decir peligroso». Geithner intentó convencer a Bair para que se echase atrás en su decisión, pero no tuvo éxito. Y, según David Wessel, «el golpe dado a los propietarios de bonos en pleno auge del Gran Pánico cuando esperaban un rescate, tuvo la reacción que Geithner se temía. [...] La acción levantó grandes interrogantes a los que la Fed, el Tesoro y la FDIC no respondieron. [...] ¿Qué inversores bancarios son susceptibles de ser protegidos y cuáles no?».

La historia debatirá durante mucho tiempo la conveniencia de la decisión de Bair: ¿Fue sensato (opinión de Bair) o insensato (opinión de Geithner) asestar semejante golpe contra el riesgo moral en pleno pánico? Probablemente no fue muy sensato, al menos no sin advertencias previas claras y firmes, pues después de todo, tras los casos de Bear, Fannie, Freddie y AIG, los inversores se habían acostumbrado a esperar lo contrario. Lamentablemente, la resolución de Bair sobre el dilema del riesgo moral recogió muy pronto las tempestades que había sembrado, tal y como Geithner temía, empezando en Charlotte, Carolina del Norte.

Wachovia, la cuarta entidad bancaria más grande del país con el doble del tamaño de WaMu, notó el filo del hacha cuando esta última se derrumbó. El problema, como de costumbre, tuvo su origen en las hipotecas *subprime* y

los activos asociados, algunos de ellos adquiridos por Wachovia en su fusión en 2006 con Golden West Financial, la gran entidad de ahorro de California. Wachovia era, de hecho, el fruto de una larga serie de fusiones y adquisiciones, algunas de las cuales, como Golden West, no habían sido bien digeridas. Digamos que no era el banco mejor gestionado de Estados Unidos.

Con unas pérdidas crediticias grandes y en aumento, en especial sobre hipotecas, en Wachovia se había iniciado un «pánico silencioso» que se vio espoleado por la quiebra de WaMu. El pánico era silencioso porque los que retiraban su capital eran principalmente sofisticados profesionales financieros sentados ante los teclados de sus ordenadores, no depositantes minoristas haciendo cola ante la sucursal bancaria local. Un inquietante día, el valor de mercado de los bonos a diez años de Wachovia cayó desde los 73 centavos de dólar hasta los 29. ¿Veintinueve centavos? Aquello significaba que el mercado preveía que la quiebra era inminente. Los bonos del cuarto mayor banco de Estados Unidos eran más basura que la basura misma.

El Tesoro, la Fed y la FDIC se mostraron de acuerdo en dos cosas: primero, que Wachovia precisaba ser vendida o asegurada de alguna u otra forma durante el fin de semana del 27-28 de septiembre, y segundo, que el banco debía iniciar sus operaciones como de costumbre el lunes 29 por la mañana. Se trataba de otra operación de rescate de emergencia en un fin de semana, pero en esta ocasión para el banco de la esquina, o más bien para el banco de las miles de esquinas, pues por entonces Wachovia tenía más de 3.300 sucursales en 21 estados y más de 15 millones de clientes. Aquel que no tenía una cuenta en Wachovia probablemente conocía a alguien que sí la tenía.

Irónicamente, el consejero delegado de Wachovia en aquel momento no era otro que Bob Steel, el antiguo funcionario del Departamento del Tesoro de Estados Unidos que había tratado de convencer a Barclays para que comprase Lehman Brothers. Steel había dejado el Tesoro tan sólo dos meses antes, por un contrato ofrecido por el consejo de administración de Wachovia para que intentase salvar el banco o venderlo. Lo que intentó fue ambas cosas: al ser un exbanquero de inversión, Steel se ocupó de promocionar la venta de Wachovia por todas partes: a Goldman Sachs (no, gracias), a Morgan Stanley (ídem), a Wells Fargo (quizá), al español Banco Santander

(no), e incluso a un apurado Citigroup, el cual estaba muy interesado en la operación porque buscaba desesperadamente ampliar su base de depósitos. Cuando por fin llegó aquel fatídico fin de semana, tan sólo había dos pretendientes serios: Wells Fargo y Citigroup. Y fue en ese momento cuando la seriedad pasó a un segundo plano y el proceso de venta comenzó a parecerse a una película de los patosos policías Keystone en los años veinte. Que comience la función.

*Prólogo:* Steel prefería a Wells, y de hecho se tomó tantas molestias para esquivar al nuevo consejero delegado de Citigroup, Vikram Pandit,<sup>42</sup> que no se pusieron en contacto por correo electrónico hasta las 16.30 h (sí, *por la tarde*) del viernes 26 de septiembre. Por su parte, Geithner, escéptico sobre el interés de Wells, deseaba un matrimonio entre Wachovia y Citigroup, banco que él mismo supervisaba. Nunca me quedó muy claro —y tal vez al propio Geithner tampoco— de qué forma la unión de dos bancos enfermos podría producir uno sano, pero, oye, los japoneses lo habían logrado una década antes. Aparentemente, Bair también se lo preguntaba, según comunicó posteriormente a la FCIC, «allí estábamos, vendiendo una institución en apuros [...] a otra institución en apuros. Pienso que si el trato [con Citigroup] hubiese salido adelante, Citigroup hubiese tenido que ser rescatado de nuevo»; <sup>43</sup> de hecho, el principal interés de Bair —otra vez— parecía ser el logro de un acuerdo que supusiese un mínimo coste para la FDIC, y si era cero, mejor. Un objetivo digno, pero desde luego no el único posible. Mientras, en el Tesoro, Paulson se vio obligado a distanciarse un poco del asunto, ya que era su antiguo lugarteniente, Steel, quien estaba a cargo de la venta de Wachovia.

*Acto I:* El sábado 27 de septiembre, el presidente de Wells Fargo, Richard, *Dick*, Kovacevich, comunicó a Steel y a los reguladores federales lo que sin duda les debió parecer una fantástica noticia: Wells estaba dispuesta a comprar la totalidad de las acciones de Wachovia, y no pedía a cambio ni un solo centavo de ayuda gubernamental. Desgraciadamente, al día siguiente informaría a Steel, la Fed y el resto de reguladores de que Wells no podría hacer una oferta ese fin de semana sin asistencia federal; necesitaban más tiempo para llevar a cabo las debidas diligencias.

*Acto II:* La Fed consideró la posibilidad de echar un cable a Wachovia durante ese fin de semana concediéndole otro «inusual y exigente» crédito, amparándose en la siempre flexible Sección 13(3), pero no lo hizo; después de todo, era la FDIC quien debía ocuparse de los bancos en apuros. No obstante, Bair deseaba extender el precedente de WaMu: hacerse con el control de la entidad, vender los fragmentos, liquidar la deuda de los accionistas y *cargar las pérdidas a los propietarios de bonos*. Geithner, que detestaba el acuerdo de WaMu, cuyo corte de pelo había aterrado a los mercados, explotó: Wachovia debía abrir el lunes aunque ello requiriese asistencia del gobierno, y los titulares de deuda debían ser protegidos. «La política del gobierno de Estados Unidos es que no habrá más casos como WaMu», insistió. **De hecho, en aquel momento Bernanke y Paulson habían ido ya al Capitolio para plantear la posibilidad de un fondo de rescate de 700.000 millones de dólares que en última instancia se convertiría en el TARP.**

Bair cedió. A sus ojos, Citigroup y Wells Fargo se encontraban ya en una posición similar, y cualquiera de los dos tratos podría requerir la asistencia de la FDIC; sólo era cuestión de precio. Por un lado, Wells se ofrecía a cubrir los primeros 2.000 millones de dólares en pérdidas procedentes de una cartera de activos valorada en 127.000 millones, más el 80 por ciento del resto, así como a limitar las pérdidas de la FDIC a un máximo de 20.000 millones (en aquel momento, el balance del Fondo era de 34.600 millones de dólares). Por otro, Citigroup ofrecía cubrir los primeros 42.000 millones de dólares en pérdidas procedentes de una cartera de activos mucho más grande (312.000 millones), dejando a la FDIC la responsabilidad de asumir únicamente las pérdidas que superasen tal cantidad (y recibiendo a cambio 12.000 millones de dólares en acciones preferentes de Wachovia). Los contables de Bair calcularon que la propuesta de Wells seguramente costaría a la FDIC entre 5.600 y 7.200 millones de dólares, mientras que la de Citigroup no costaría nada; como era de esperar, se acabó optando por la Citigroup, pero no hasta las 16.00 h del lunes, apenas unas pocas horas antes de que Wachovia reiniciase su actividad. La Fed se comprometió a proporcionar liquidez si fuese necesaria.

*Acto III:* El acuerdo según el cual Citigroup compraría Wachovia se anunció el lunes por la mañana. Pero dicho acuerdo encontró muchas dificultades, ya que las negociaciones entre los dos grandes bancos no llegaban a buen puerto; Steel las describió como «extremadamente complicadas y difíciles». Por fin, el martes por la noche, Dick Kovacevich, de Wells Fargo, llamó de nuevo a la Fed para comunicarles: «Buenas noticias, estaré encantado de comprar Wachovia, y sin la ayuda del gobierno». ¿Cómo? ¿Acaso no había dicho eso mismo el sábado? Al parecer, el nuevo cambio de opinión se debió a que una nueva regulación fiscal hacía más atractiva para Wells la compra de Wachovia.<sup>44</sup> Kevin Warsh, miembro del consejo de administración de la Fed, fue quien recibió la llamada, y entró en el despacho de Bernanke para darle la noticia: «¡No te lo vas a creer!». Tras pensarlo rápidamente, el asombrado líder de la Fed tomó la decisión de que ésa era una llamada que debía hacer la FDIC. Una llamada predecible, desde luego, pues Bair, que sin duda estuvo encantada de que su entidad no tuviese finalmente que poner dinero, llamó a Steel el jueves 2 de octubre a su teléfono móvil, pillándole en el aeropuerto a punto de coger un avión: «Wells está dispuesta a ofrecerte 7 dólares por acción», le dijo. Sin duda Steel sonrió de oreja a oreja, dado que eran 6 dólares más que la oferta de Citigroup. Unas horas más tarde, el consejo de Wachovia votó por unanimidad dejar a Citigroup plantado en el altar y aceptar en su lugar la oferta de Wells Fargo.

*Acto IV:* La explosión en la Fed de Nueva York probablemente se oyó hasta en Charlotte, Carolina del Norte. Geithner se quedó lívido; no sólo era un nuevo golpe en el hígado de Citigroup, que necesitaba los fondos y cada vez se asemejaba más a una banda incompetente incapaz de cerrar un acuerdo de fusión, sino que la credibilidad del gobierno para llevar a cabo tales acuerdos quedaba en entredicho también. Geithner declaró: «No se puede gestionar así un gobierno en una crisis financiera como ésta». En Citigroup, por su parte, Vikram Pandit estaba aturdido y furioso, y *The Wall Street Journal* informó de que «soltó una diatriba plagada de insultos y tacos dedicados a Bair durante una conferencia telefónica con los funcionarios de Citigroup». La cotización de Citigroup cayó un 18 por ciento el día del

anuncio y otro 43 por ciento durante la siguiente semana. Pese a intentar detener la fusión entre Wells y Wachovia por medio de una demanda, ésta no prosperó.

*Epílogo:* ¡Qué forma más caótica de salvar un banco! ¿No afirmaba la doctrina, en teoría, aquello de «demasiado grande para dejar quebrar *con estrépito*»? En cualquier caso, la fusión se llevó a cabo, aunque no sin crear ciertas inquietudes sobre la seguridad de Wells Fargo, que se había convertido en un nuevo gigante bancario.

## ¿Rescates sin fin?

El acuerdo Wells-Wachovia no puso fin ni al pánico ni al desfile de rescates o quasi rescates a los bancos, ni muchísimo menos. El lunes 29 de septiembre —el mismo día en que se anunció la posteriormente abortada unión de Wachovia con Citigroup— el Congreso rechazó por mayoría de votos el primer proyecto de ley sobre el Programa de Asistencia para Activos Problemáticos (el célebre TARP), y los mercados se derrumbaron inmediatamente. Un asustado Congreso aprobó entonces una versión fuertemente modificada del TARP el viernes 3 de octubre, el mismo día en que se anunció la fusión Wells-Wachovia, y sólo once días después los primeros fondos del TARP comenzaron a apaciguar el caos. ¿Justo a tiempo? Nunca lo sabremos.

La FDIC aportó su granito de arena con un novedoso programa para garantizar la deuda de nueva emisión por parte de las grandes instituciones financieras —no *depósitos bancarios*, sino *deuda vendible*—, denominado Programa de Garantía Temporal de Liquidez (TLGP; y espero que no esté intentando memorizar todos estos acrónimos). A cambio de una pequeña tarifa de 75 puntos básicos, ciertas compañías financieras recibieron la autorización para emitir deuda ciento por ciento asegurada por la FDIC, y las entidades elegibles no se limitaban a bancos: el comunicado de prensa de la FDIC las definía como «bancos, entidades de ahorro y determinados conglomerados». ¿Cómo dice? ¿*Determinados conglomerados*? ¿Le

sorprende al lector que el primer usuario del TLGP fuese Goldman Sachs? Para entonces, Goldman había sido un banco durante menos de tres semanas.<sup>45</sup>

El TLGP carecía de precedentes en varios aspectos: por un lado, la FDIC nunca antes se había aventurado más allá del ámbito de los bancos; y por otro, durante sus setenta y cinco años de historia, la FDIC nunca había asegurado otra cosa que no fuesen depósitos, e incluso éstos únicamente estaban cubiertos hasta cierto límite. Sin embargo, en aquel momento se disponía asegurar, según las palabras del comunicado de prensa, «pagarés de empresa y otros efectos comerciales, financiación interbancaria y cualquier porción no garantizada de deuda asegurada». ¡Sí, incluso los nuevos bonos corporativos! Wall Street sí sabe reconocer un buen trato en cuanto lo ve, por lo que la emisión amparada en el TLGP se infló rápidamente hasta los 225.000 millones de dólares, alcanzando un máximo de casi 350.000 millones en mayo de 2009. Las últimas garantías ofrecidas por el programa no vencieron hasta el 31 de diciembre de 2012.

Como anteriormente la Fed y el Tesoro, la FDIC se encontró totalmente sola y expuesta. ¿Cuál era la justificación de estas incursiones de la FDIC en ámbitos totalmente nuevos sin la autorización de una ley del Congreso? La respuesta, en pocas palabras, era la *excepción de riesgo sistémico*. ¿La qué?

Cuando tras la debacle de ahorros y préstamos ocurrida en 1991 el Congreso enmendó la Ley federal de garantía de depósitos, se estipuló que la agencia tenía que servirse de la *solución de menor coste* —esto es, debía limpiar cada banco de la forma que resultase más barata para los contribuyentes— *a menos que* el secretario del Tesoro (previa consulta con el presidente) y el consejo de la Reserva Federal declarasen una emergencia de riesgo sistémico. En tal caso, la ley autorizaba a la FDIC a desviarse de la solución de menor coste y a «llevar a cabo otras acciones o proporcionar asistencia, amparándose en esta sección, con el fin de evitar o mitigar» el riesgo sistémico. Aunque esta última frase alude a un ámbito bastante amplio, los criterios estaban concebidos para ser restrictivos. Recordemos el contexto de 1991, año en que el Congreso había salido escaldado por la crisis de las

S&L —el escándalo de los Keating Five y todo eso— y no estaba de humor como para permitir a la FDIC que gastase dinero a lo loco sin una razón convincente.

Diecisiete años después, Sheila Bair compartía esa misma opinión. Hasta el 14 de octubre se negó categóricamente a invocar este supuesto de excepción de riesgo sistémico, con la única salvedad del caso de Wachovia, concesión hecha a regañadientes. Pero si la enorme tormenta en formación tras la quiebra de Lehman no representaba una emergencia de riesgo sistémico, realmente nada lo haría, por lo que Bair, apremiada por Paulson y Bernanke, aceptó audazmente llegar hasta donde ningún hombre o mujer había llegado: en esa ocasión no había ningún banco concreto que rescatar, pero entre todos tomaron la decisión de que salvar el sistema bancario al completo bien merecía hacer una excepción de riesgo sistémico. Fue un asombroso anuncio que, entre otras cosas, rechazaba implícitamente la decisión de Bair en el caso WaMu, pero que ayudó a poner fin a la caída libre: la deuda garantizada por la FDIC fue recibida por el mercado con los brazos abiertos.

Sin embargo, lo cierto es que sólo *ayudó*; la crisis no había acabado, ni mucho menos.

Citigroup, el conglomerado gigante que en su día fue el banco más grande de Estados Unidos, continuó hundiéndose hasta noviembre, debido probablemente a que había entrado en la crisis cargado con más vehículos de inversión estructurada (SIV) y otras perniciosas entidades no adscritas a su balance que cualquier otra organización financiera. No logró adquirir más depósitos tras su fracaso en el intento de compra de Wachovia: la inyección inicial de dinero del TARP por valor de 25.000 millones de dólares procedente del Tesoro (descrita en el siguiente capítulo) resultó ser insuficiente, y el capital privado en busca de grandes oportunidades de inversión no estaba precisamente llamando a la puerta de Citigroup. El valor de las acciones de la firma, que en su mejor momento había superado los 60 dólares la unidad, se redujo hasta los 3,77 dólares por acción al cierre bursátil del 21 de noviembre, por lo que el coste de asegurarse contra la quiebra de



Citigroup subió como la espuma. ¿Acaso podría realmente hundirse para siempre el mayor conglomerado financiero de Estados Unidos? Los mercados ofrecían una respuesta aterradora: *Sí*.

Sin embargo, la respuesta del Tesoro, la Fed y la FDIC fue un enfático *No*. El domingo 23 de noviembre de 2008 los tres organismos emitieron un comunicado de prensa conjunto en el que se informaba de un nuevo rescate a Citigroup, aduciendo una nueva excepción de riesgo sistémico. Según los términos de este nuevo acuerdo, el Tesoro y la FDIC acordaban garantizar una cartera de activos valorada en 306.000 millones de dólares, «formada por créditos y títulos financieros basados en inmuebles residenciales y comerciales, así como sus fondos de alto riesgo asociados». Hagamos una pausa para que cale bien el descomunal importe: ¡306.000 millones de dólares era aproximadamente el valor de la totalidad del balance de WaMu! La cosa se ponía al rojo vivo.

Según los términos del acuerdo, Citigroup absorbería los primeros 29.000 millones de dólares en pérdidas de la mencionada cartera de activos, más el 10 por ciento de cualquier sobrante, y el Tesoro y la FDIC absorberían los siguientes 15.000 millones; y en el caso de que las pérdidas superasen el total de ambas, la Fed se haría cargo del resto por medio de un crédito sin recurso a Citigroup. A cambio de las garantías crediticias, la compañía emitiría 27.000 millones de dólares en acciones preferentes con dividendos del 8 por ciento para el Tesoro y la FDIC, y su propia garantía de que el Tesoro obtendría finalmente beneficios con el trato. Citigroup, al igual que anteriormente Goldman Sachs y Morgan Stanley, se encontraba de esa forma resguardado frente a la tormenta. No obstante, eso era sólo la buena noticia; la mala era que los contribuyentes de Estados Unidos pasaban a soportar un gran volumen de riesgo nuevo.

El rescate a Citigroup dejó únicamente tres grandes barcos navegando en los aún tormentosos mares. Uno de ellos era JPMorgan Chase, el poderoso superviviente que había adquirido tanto Bear Stearns como WaMu a precios de ganga; su situación parecía ser sólida, tal y como posteriormente demostró: no solicitó ni necesitó de ninguna ayuda gubernamental. El segundo era Wells Fargo, que se había transformado en un súper banco al adquirir Wachovia, mucho más grande que la propia Wells antes de la

compra. ¿Rompería la nueva carga la diligencia de caballos (el famoso logotipo de Wells Fargo)? Los reguladores controlaron con ojo de halcón la evolución de Wells, pero no parecía tener problemas, ni los tuvo finalmente.

Y en tercer lugar estaba el tambaleante Bank of America, que tras añadir Merrill Lynch y el gigante prestamista hipotecario Countrywide Financial a sus propios problemas hipotecarios se había convertido en el antílope más débil del momento. Countrywide, fundado en 1969 por su consejero delegado Angelo Mozilo y otro socio, había disfrutado de un fenomenal crecimiento durante los años de gran auge financiero, pero tal crecimiento estaba cimentado sobre la cantidad más que sobre la calidad; de hecho, Countrywide constituye el ejemplo paradigmático de todos los aspectos negativos de los préstamos *subprime*. El hecho de que Bank of America adquiriese Countrywide en 2008 —¡sí, 2008!— es un claro testimonio de la insensata mentalidad provocada por el mencionado gran auge financiero, y probablemente también del mal juicio empresarial fruto de tal auge.

En diciembre de 2008 los ejecutivos de BofA ya estaban seriamente arrepentidos de haber comprado Countrywide y Merrill. Pero el trato con Countrywide era ya irrevocable, por lo que los funcionarios del banco se centraron en el de Merrill Lynch e informaron a la Reserva Federal y al Tesoro de que deseaban echarse atrás, pues al parecer las pérdidas de Merrill eran mucho mayores de lo que habían creído en septiembre (no cabía duda de que John Thain había logrado un *muy* buen trato). Los reguladores se quedaron estupefactos. ¿No deberían los ejecutivos de Bank of America haber sabido todo eso antes de cerrar el trato? Paulson comunicó a Ken Lewis, consejero delegado de BofA, que echarse atrás en el acuerdo demostraría un «colosal error de juicio por parte de BofA» y que podría inducir a la Fed, en tanto que regulador de la entidad, a sustituir al consejo y la gerencia del banco. Era una clara amenaza.

¿Acaso quería Bank of America, según lo expresó el consejero de la Fed Kevin Warsh, más «golosinas»? Tal vez. Sin embargo, aunque Bernanke y Paulson estaban furiosos no deseaban que la fusión se viniese abajo, convirtiendo potencialmente tanto a Merrill (con unos activos de 2,2 billones de dólares) como a BofA (con activos valorados en 2,3 billones de dólares) en unas entidades a cargo del estado extremadamente caras.<sup>46</sup> ¿Qué se podía

hacer? Estaba bastante claro que efectivamente se necesitaban más «golosinas», aunque nada de ello se había anunciado —pese a los ruegos del banco— cuando Bank of America y Merrill Lynch cerraron su acuerdo el 1 de enero de 2009. Para entonces, por cierto, Estados Unidos había celebrado unas elecciones presidenciales y Geithner había sido propuesto para ocupar el puesto de Paulson.

El anuncio del rescate por parte de los reguladores se produjo finalmente el 16 de enero, y resultó ser similar al trato de noviembre con Citigroup, aunque con cantidades afortunadamente menores. La cartera de activos dudosos era de «sólo» 118.000 millones de dólares, la mayoría de ellos procedentes de Merrill Lynch, según el comunicado de prensa: Bank of America se comería los primeros 10.000 millones más el 10 por ciento del sobrante, el Tesoro y la FDIC se harían cargo de los siguientes 20.000 millones y la Fed asumiría el resto por medio de créditos sin recurso (en este caso, no había nada que pudiese asumir ningún organismo gubernamental). Al igual que en el caso de Citigroup, el Tesoro recibió acciones preferentes y garantías, que en última instancia resultaron ser rentables.

Naturalmente, el trato fue considerado como una repetición del rescate de Citigroup, y Bank of America, para su gran disgusto, pasó a ser visto como un nuevo suplicante. Después de todo el escándalo armado, BofA solicitó poner fin al acuerdo tan sólo cuatro meses después, cuando fue consciente de que sus pérdidas no superarían los 10.000 millones de dólares, aunque el gobierno insistió en cobrar unos honorarios de 425 millones de dólares por el período de garantía proporcionado. Irónicamente, en 2011 Merrill Lynch se había convertido en la unidad más rentable de BofA con diferencia; el resto de la entidad seguía siendo bastante débil.

Para cuando se calmó el pánico causado por la quiebra de Lehman, el daño estaba ya hecho y se extendía por todas partes. Bear Stearns, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Citigroup, Bank of America, Wachovia, Washington Mutual, Fannie Mae, Freddie Mac y otras entidades habían sido rescatadas de un modo u otro por el gobierno federal. Un gobierno liderado, por cierto, por un presidente republicano profundamente

conservador, un secretario del Tesoro procedente de Goldman Sachs que se consideraba a sí mismo como «un firme creyente en el libre mercado», y un académico presidente de la Reserva Federal que se hacía llamar libertario.

La tabla 6.1 ofrece un resumen esquemático de la asombrosa transformación sufrida por el sistema financiero de Estados Unidos en menos de un año, a partir de Bear Stearns en mayo de 2008; de hecho, la mayor parte de ella tuvo lugar durante las desgarradoras dos semanas que siguieron a la quiebra de Lehman Brothers, el 15 de septiembre de 2008. Al leer esta lista, hay una palabra que nos viene a la mente: ¡*Guau!* El rostro del sistema financiero estadounidense cambió tanto que al final apenas era reconocible. La Reserva Federal, el Departamento del Tesoro y la FDIC tomaron decisiones que muy poca gente podía haber imaginado antes de 2008, y era muy probable que los contribuyentes de Estados Unidos se encontrasen asumiendo increíbles sumas de dinero. Sin embargo el sistema, tremendamente asistido por el gobierno, resistió sin desmoronarse totalmente, lo que constituye la parte menos valorada en su justa medida de toda esta historia.

## **Ya no estamos en Kansas<sup>47</sup>**

El pánico posterior a la quiebra de Lehman Brothers se extendió con rapidez más allá de las fronteras de Estados Unidos. Reino Unido, por supuesto, se encontraba ya profundamente inmerso en la crisis financiera mucho antes de dicha quiebra: había detenido la fuga de capitales de Northern Rock, improvisado un sistema de garantía de depósitos en poco tiempo y rescatado o nacionalizado la mayoría de sus grandes bancos. En Irlanda los bancos habían concedido préstamos de forma temeraria durante el auge inmobiliario y ya poseían enormes deudas no reconocidas antes de la bancarrota de Lehman, un «secreto a voces» que se hizo oficial de forma muy dramática tras el colapso de este último. Lo mismo ocurrió en Islandia, y en una escala aún mayor en relación con su minúscula economía. España recibió también un duro golpe tras el colapso de la burbuja inmobiliaria, aunque sus principales bancos sobrevivieron a la crisis mejor de lo que se esperaba, al

menos al principio, pues posteriormente jugarían un papel central en la crisis de la deuda europea. Australia también capeó el temporal sorprendentemente bien.

TABLA 6.1 Los catorce grandes: transformación de un sistema financiero

Nombre	Activos		Consejero delegado		Principales cambios
	Finales de 2007	Finales de 2009	Final de 2007	Final de 2009	
LOS BANCOS DE INVERSIÓN					
Goldman Sachs	1,12 billones	849 millones	Lloyd Blankfein	Lloyd Blankfein	Convertido en un «banco»
Morgan Stanley	1,05 billones	771 millones	John Mack	John Mack	Convertido en un «banco»
Merrill Lynch	1,02 billones	–	Stan O’Neal	–	Absorbido por BofA
Lehman Brothers	691 millones	–	Dick Fuld	–	Quebrado
Bear Stearns	395 millones	–	Jimmy Caine	–	Adquirido por JPMorgan Chase
LOS OTROS BANCOS					
Bank of America	1,72 billones	2,22 billones	Ken Lewis	Brian Moynihan <sup>a</sup>	Comprador de Merrill Lynch; rescate
Citigroup	2,19 billones	1,86 billones	Chuck Prince	Vikram Pandit	Rescate
JPMorgan Chase	1,56 billones	2,03 billones	Jamie Dimon	Jamie Dimon	Comprador de Bear Stearns y de WaMu
Wachovia	783 millones	–	Ken Thompson	–	Quebrado; adquirido por Wells Fargo
Wells Fargo	575 millones	1,02 billones	Dick Kovacevich <sup>b</sup>	Dick Kovacevich	Comprador de Wachovia
LAS OTRAS ENTIDADES					
AIG	1,06 billones	848 millones	Martin Sullivan	Robert Benmosche	«Nacionalizado» por la Fed
Fannie Mae	883 millones	869 millones	Daniel Mudd	Michael Williams <sup>c</sup>	Bajo tutela gubernamental
Freddie Mac	794 millones	842 millones	Richard Syron	Charles Hademan <sup>d</sup>	Bajo tutela gubernamental
WaMu	328 millones	–	Kerry Killinger	–	Quebrado; adquirido por JPMorgan Chase

a. Lewis no fue despedido; se jubiló.

b. Kovacevich era en realidad presidente, no consejero delegado.

c. Mudd fue reemplazado por Herbert Allison, el cual fue posteriormente trasladado al Tesoro.

d. Syron fue reemplazado por David Moffett, que mantuvo su puesto hasta marzo de 2009.

Pero gran parte de Europa continental, Asia y América Latina habían logrado evitar consecuencias serias hasta el 15 de septiembre de 2008, y fue después del Día de Lehman cuando la crisis se hizo realmente global. Inmediatamente después de la declaración de quiebra de Lehman Brothers y de su solicitud de protección en Nueva York, las fichas de dominó comenzaron a caer por todo el mundo; el quebrado banco de inversión global se vio rápidamente involucrado en cerca de ochenta procesos de insolvencia en dieciocho países extranjeros, cada uno de ellos con sus leyes y procedimientos propios. El más grande se produjo en Reino Unido, donde Lehman tenía un mayor número de operaciones importantes, y cuyas leyes sobre bancarrota no encajaban en absoluto con las de Estados Unidos: por ejemplo, según la Ley de quiebras de Estados Unidos, una vez declarada su bancarrota, Lehman podía seguir liberando posiciones amparándose en el capítulo 11 de dicha ley (que permite a las empresas reorganizarse bajo la protección del gobierno), aunque lo cierto es que los comerciales e intermediarios financieros no podían hacerlo realmente; sin embargo, bajo la ley de Reino Unido, todas las posiciones quedaban congeladas, dejando no pocos activos y contrapartes en el limbo.

De todo esto también puede extraerse una importante lección: los procedimientos de bancarrota difieren de forma sustancial de una parte a otra del mundo, incluso entre el pequeño grupo de países esenciales para el sistema financiero global. Y no da la impresión de que el mundo esté dispuesto a ponerse de acuerdo para establecer un código de actuación común sobre las quiebras ni en el futuro inmediato ni puede que en el más lejano. Este pequeño detalle hará que durante años siga siendo penosamente difícil amortiguar la caída de un banco global en quiebra; concretamente, aunque la Ley Dodd-Frank (2010), que examinaremos más adelante, ha proporcionado a Estados Unidos un régimen sensato de resolución de problemas (si bien aún no puesto en práctica) para instituciones financieras sistemáticamente importantes, otros países no han adoptado nada similar. Por tanto, la próxima vez que quiebre una gran institución financiera global, mucho cuidado: aunque las autoridades se están esforzando por establecer un sistema de coordinación internacional, la norma principal puede seguir siendo que cada país se salve como pueda.

El 25 de septiembre comenzaron a circular rumores de que Fortis, un gigantesco conglomerado bancario de seguros e inversiones del Benelux, estaba en problemas. Su consejero delegado presentó la dimisión y al día siguiente los bancos de Fortis sufrieron masivas fugas de capital. En general, los gobiernos europeos tienen menos reparos a la hora de rescatar que el gobierno de Estados Unidos, y tienen la costumbre de practicar lo que se conoce como «socialismo limón». Tal y como comentó con ironía un miembro del BCE, tras observar con asombro y desprecio la decisión de Estados Unidos de dejar quebrar a Lehman, «nosotros no dejamos quebrar a los bancos, no dejamos quebrar ni siquiera a una lavandería».

Los gobiernos de Bélgica, Países Bajos y Luxemburgo se dieron prisa en ofrecer su ayuda a Fortis, y el 28 de septiembre anunciaron que la división bancaria iba a ser nacionalizada, con una inversión total de 11.200 millones de euros procedente de los tres países, a cambio de la propiedad de cerca de los dos tercios del conglomerado. El resultado inmediato fue el estallido de una batalla campal entre varios países, puesto que al final Fortis fue dividido en varios fragmentos y vendido a compañías financieras holandesas, belgas y francesas.

Unos pocos días después, Dexia, un gran banco belga con operaciones por todo el mundo, se encontró bajo una fuerte presión cuando sus contrapartes comenzaron a ponerse nerviosos por sus pérdidas y Moody's rebajó la calificación de su deuda a largo plazo. Presagiando lo que más adelante le ocurriría a Citigroup y a Bank of America, Dexia recibió una inyección de capital y una garantía estatal sobre su pasivo y sus deudas, y posteriormente el banco sería reestructurado y puesto de nuevo en marcha. Increíblemente, Dexia tuvo que ser nacionalizado *otra vez* en octubre de 2011, durante la crisis europea de deuda soberana. ¡Un doble perdedor, sin duda!

Aproximadamente al mismo tiempo, en Alemania, el Banco Inmobiliario Hypo, cuya especialidad es evidente por su nombre, sufrió una severa falta de liquidez por fuga de capitales, fuga que sólo pudo ser detenida por una enorme línea de crédito (35.000 millones de euros) organizada a toda prisa por el ministro de Economía alemán con la participación de un consorcio de bancos del país. Unos días más tarde, sin embargo, los bancos



se echaron atrás y el acuerdo se vino abajo. El 6 de octubre de 2008, el Bundesbank, no precisamente conocido por ser muy amigo de los rescates, abrió otra línea de crédito, en esa ocasión por 50.000 millones de euros y nuevamente involucrando a un consorcio de bancos. En última instancia, el apoyo oficial para Hypo superó según los datos oficiales los 100.000 millones de euros, lo que supone mucho dinero para una entidad bancaria cuyos activos previos a la crisis estaban valorados en sólo 170.000 millones de euros. En octubre de 2009 el banco fue finalmente nacionalizado.

El 29 de septiembre, con el pánico en su momento culminante, Irlanda dejó al mundo estupefacto al comprometerse a garantizar *todas* las deudas — incluidos los depósitos e instrumentos de deuda no asegurados— de sus seis grandes bancos. Fue una decisión impulsiva de la que posteriormente la nación se arrepentiría, ya que las deudas bancarias se convirtieron en deudas públicas y pusieron a Irlanda en una posición fiscal insostenible. Pero fuese un error o un acierto, la decisión irlandesa presionó a otros países a seguir el ejemplo. ¿Por qué mantener dinero en el país X cuando se podía trasladarlo a Irlanda y tenerlo garantizado al ciento por ciento? Alemania, olvidándose del odio al riesgo moral, cedió rápidamente, y Estados Unidos consideró también garantizar el ciento por ciento de los depósitos, pero finalmente rechazó la idea.<sup>48</sup>

De una forma verdaderamente extraña, la pequeña Islandia se había transformado durante el auge financiero de una pequeña economía pesquera en lo que parecía ser un enorme fondo de alto riesgo con alto apalancamiento, en parte creando vastas cantidades de depósitos en el extranjero, sobre todo en Reino Unido, e invirtiéndolos en activos de alto riesgo. Cuando el «fondo» se estrelló y ardió tras la quiebra de Lehman, los tres grandes bancos islandeses terminaron siendo nacionalizados, la corona islandesa cayó en barrena, el mercado bursátil perdió el 90 por ciento de su valor y la economía se hundió en una profunda recesión. El gobierno de Reino Unido, cuyos ciudadanos habían invertido grandes cantidades en los bancos islandeses, se incautó de los activos depositados en el territorio británico. Menudo lío.

Y así continuó el contagio, extendiéndose de país en país. Tal vez lo más trágico sea que tras la quiebra de Lehman la crisis financiera cayó sobre muchas naciones con mercados emergentes, naciones que hasta ese momento



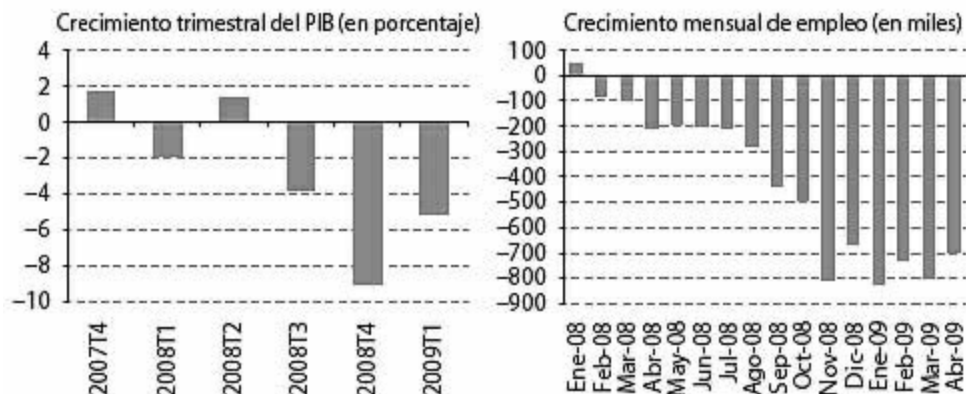
se habían visto relativamente poco afectadas por la interrupción de los flujos de crédito en los países ricos. Tal acontecimiento supuso un gran cambio respecto de pasadas crisis globales, en las que habitualmente eran uno o más mercados emergentes los que abrían el camino. Guillermo Ortiz, por entonces presidente del Banco de México, apuntó con sorna: «Esta vez, la culpa no es nuestra». Esa vez fue claramente Estados Unidos el que arrastró hacia el fango a los países más pobres.

## **Mientras tanto, en el Rancho...**

La quiebra de Lehman Brothers también fue el punto de partida de un agudo deterioro en el comportamiento macroeconómico de Estados Unidos, si bien muchos economistas dirían que tal deterioro fue la *causa* de dicha quiebra y no al revés. Como ya se ha comentado a lo largo del libro, tanto la tasa de empleo como el PIB se derrumbaron inmediatamente después del Día de Lehman: el crédito se secó, las compañías moderaron su entusiasmo inversor o directamente quebraron, y un gran número de empleos desapareció. Cualquier ilusión de que Estados Unidos podría saltar por encima de las perturbaciones financieras sin llegar a sufrir una recesión seria se desvaneció rápidamente; más bien al contrario, se empezó a especular sobre si lo que venía no sería la Gran Depresión II.

Recuerdo muy bien mis propios cambios de actitud durante la gestación y el desarrollo de la crisis. Antes del Día de Lehman, era relativamente optimista, dentro, claro está, del sentimiento general predominante de pesimismo. En concreto, aunque la economía estaba claramente herida, aún no estaba del todo convencido de que nos dirigiésemos a una recesión seria, pues después de todo el crecimiento del PIB real había alcanzado un promedio del 2,2 por ciento en 2007, y durante los dos primeros trimestres de 2008 se mantuvo ligeramente por encima de cero. Pero el 15 de septiembre de 2008 me volví profundamente pesimista, al igual que muchas otras personas, en especial los empresarios que tomaban las decisiones de contratación y despidos, pues la tasa de desempleo se disparó.

GRÁFICO 6.1 **La economía de Estados Unidos se derrumba**



Las dos partes del gráfico 6.1, una sobre crecimiento trimestral del PIB (a la izquierda) y otra sobre crecimiento mensual del empleo (a la derecha), son dos diagramas que ya aparecieron en el capítulo 1, pero que resulta pertinente recordar porque muestran el dramático empeoramiento de una economía ya de por sí débil tras los acontecimientos de septiembre de 2008. La quiebra de Lehman Brothers precipitó un cuasi cataclismo en los mercados financieros e hizo añicos la confianza por todas partes. Literalmente, lo cambió todo... a peor.

Como ya se ha comentado, el FOMC casualmente tenía programada una reunión para el 16 de septiembre, un día después de la quiebra de Lehman y el mismo día del rescate de AIG. Sin embargo, aparentemente, no le había llegado aún ninguna señal de urgencia *macroeconómica*, ya que esta institución no alteró los tipos de interés y anotó en el acta de la reunión que «los riesgos negativos asociados al crecimiento y los riesgos positivos asociados a la inflación son motivo de gran preocupación». ¿En serio? ¿Quiere eso decir que eran motivo de *la misma* preocupación? Bueno, tal vez debemos dar al comité un poco de cuartelillo, puesto que sólo había transcurrido un día desde el comienzo de la implosión, y es posible que sus miembros aún no se hubieran dado cuenta de la gravedad del asunto. Sin embargo, cuando el 29 de septiembre el FOMC organizó una conferencia telefónica improvisada el pánico ya se había extendido por todas partes y se

había cobrado muchas víctimas, y sin embargo la Fed seguía sin echar mano de su arma de los tipos de interés. El FOMC parecía haberse dormido al timón, o al menos estar a punto de hacerlo.

Pero el presidente Bernanke tenía un as en la manga: aunque no había ninguna reunión del FOMC programada para el 8 de octubre, la Reserva Federal envió a las 7 de la mañana un comunicado sorpresa en el que se informaba de que los tipos de interés se reducían 50 puntos básicos. Y eso no era todo, ya que además el BCE, el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco de Riesgo de Suecia y el Banco Nacional de Suiza se unieron a la Fed en una ola de recortes concertados de tipos de interés. Hay que señalar que las modificaciones coordinadas de tipos de interés por parte de múltiples bancos centrales suelen ser más escasas que los dientes de las gallinas; para empezar, *nunca* ocurren porque cada banco central suele llevar a cabo lo que cree que es mejor para su propio país, no para el mundo en su conjunto. Por tanto, el recorte coordinado de tipos de interés ocurrido el 8 de octubre de 2008 fue poco menos que increíble; simbolizaba, en primer lugar, que el problema era global, y en segundo lugar, que ya no era un problema exclusivamente financiero. La salud de la economía mundial estaba en juego.

Se podría pensar que estos dramáticos recortes de tipos de interés en múltiples países galvanizarían a los mercados de todo el mundo; sin duda ésa era la intención, y puedo aventurar que los presidentes de los seis bancos centrales así lo pensaron. Pero lo cierto es que las reacciones de los mercados fueron muy tenues, lo que no hace sino poner de manifiesto lo profundamente arraigado que estaba el sentimiento de depresión en aquel momento. El índice promedio industrial del Dow Jones, de hecho, cayó cerca de un 2 por ciento aquel mismo día, aumentando la caída de los últimos seis días hasta alcanzar un terrorífico 14,6 por ciento. Era como si seis bancos centrales hubiesen disparado sus lanzacohetes simultáneamente y con gran estruendo y nadie se hubiese dado cuenta siquiera.

Mientras la Fed peleaba con su política de tipos de interés en septiembre, y el trío de Paulson, Bernanke y Geithner rescataba entidades a diestro y siniestro, Bernanke y Paulson también debatían cómo podían intentar cortar de raíz el floreciente pánico. Fue entonces cuando llegaron a la

conclusión de que había llegado el momento de hacer una visita al Capitolio de Washington y reclutar al Congreso estadounidense para la contienda. Poco después nacería el TARP.

## Parte III

---

# **Recogiendo los pedazos**

## Extendiendo la lona<sup>49</sup>

Si no se afloja la pasta, todo podría irse al infierno.

GEORGE W. BUSH,  
presidente de Estados Unidos,  
24 de septiembre de 2008

Para los aficionados al béisbol, la lona es lo que el personal técnico del campo extiende sobre la cancha para protegerla de la lluvia, y que se conserva siempre cerca, lista para ser extendida en un momento, en caso de que sea necesario. Las lonas están diseñadas para salvar el terreno de juego de los agentes externos y, con suerte, para posibilitar que el partido continúe tras un breve retraso. Sin embargo, algunos aplazamientos por lluvia son muy largos, y algunos campos acaban encharcados pese a la protección.

Tal fue el caso del muy difamado Programa de Asistencia para Activos Problemáticos, o TARP, promulgado por un Congreso extremadamente reacio pero obligado por una situación financiera verdaderamente horrible durante el Pánico de 2008. Sin embargo, existe una importante diferencia entre las lonas del béisbol y el TARP financiero, y es que, a diferencia de las fiables lonas de los estadios, el TARP no estaba junto al campo, listo para ser colocado rápidamente por el experimentado personal técnico cuando se desató la tormenta. Por el contrario, la legislación necesaria hubo de ser elaborada y aprobada (tras una primera votación negativa) a toda prisa, perfilando los detalles sobre la marcha; el propio secretario del Tesoro

Paulson lo confirmaría más adelante: «Francamente, no tuvimos otra elección que improvisar y confiar en el instinto». No obstante, al contrario de lo que sostiene no poca retórica política, funcionó; de hecho, pese a unos pocos pasos en falso, funcionó extraordinariamente bien.

Es muy probable que el TARP se encuentre entre las innovaciones de política económica más exitosas —pero menos comprendidas— de la historia de Estados Unidos. Incluso en la actualidad sigue teniendo una pésima reputación: por ejemplo, una encuesta llevada a cabo por el Centro de Investigación Pew en febrero de 2012 reveló que sólo el 39 por ciento de los estadounidenses pensaba que «los grandes préstamos del TARP a bancos e instituciones financieras para intentar asegurar los mercados» en 2008 constituyeron «un acierto por parte del gobierno», mientras que el 52 por ciento pensaba que fue un error. Dicha encuesta también preguntaba a los ciudadanos si sabían «qué cantidad del [...] dinero [...] había sido reembolsada [...] ¿Todo, la mayor parte, poco o nada?». Sólo el 15 por ciento eligió la respuesta correcta: o «todo» o «la mayor parte», frente al 72 por ciento que se decantó por «poco» o «nada». Durante los años siguientes a la aprobación del TARP, y puede que incluso hoy en día, una de las formas más infalibles de herir de muerte una proposición de ley en el Congreso ha sido tacharla de «similar al TARP» o de «una continuación del TARP». ¿Por qué?

## Orígenes del TARP

El nacimiento del Programa de Asistencia para Activos Problemáticos fue repentino, como uno de esos partos que tienen lugar en el taxi de camino al hospital. El TARP nació en medio de una atmósfera de crisis, y para ello fue preciso meter el terror en los huesos del Congreso, pero su origen real data de cinco o seis meses antes, en un período algo más apacible.

Inmediatamente después del rescate de Bear Stearns en marzo de 2008, el Tesoro llegó a la conclusión de que «más nos vale que nos pongamos a trabajar en planes de contingencia por si las cosas empeoran». El secretario Paulson encargó a dos jóvenes y brillantes asistentes, el economista Philip Swagel y el especialista en banca de inversión procedente de Goldman Sachs

(¿de dónde si no?) Neel Kashkari, el esbozo de lo que se llegaría a conocer como el «Plan “Romper el cristal en caso de incendio”». La idea principal era la concepción de un plan de aplicación rápida al que el gobierno pudiese recurrir en caso de enfrentarse a un verdadero colapso financiero, y, tal y como sugiere el nombre, un plan semejante proponía drásticas medidas de política económica que todo el mundo esperaba no tener que utilizar nunca.

Después de lo que Swagel describió como «más de una docena de revisiones» y largas discusiones con el Tesoro y la Reserva Federal, el 15 de abril vio la luz un plan de diez páginas que proponía cuatro alternativas básicas:

1. **Comprar activos tóxicos**, que era la opción procedente de los participantes de los mercados más escuchada por el Tesoro y la que en su momento inspiraría el nombre del TARP;
2. **garantizar los activos en vez de comprarlos**, opción incluida a regañadientes y bajo presión política en la legislación definitiva;
3. **inyectar capital directamente en los bancos mediante la compra de sus acciones**, que a la postre sería la fórmula básica empleada por el TARP; o
4. **refinanciar las hipotecas sobre viviendas, convirtiéndolas en préstamos garantizados por el gobierno**, algo que se llevó a cabo muy pocas veces con el dinero del TARP.

Teniendo en cuenta las estimaciones del momento sobre pérdidas bancarias procedentes de títulos financieros de base hipotecaria, Kashkari y Swagel calcularon que en principio bastaría con la creación un fondo gubernamental de aproximadamente 500.000 millones de dólares. Pero, por supuesto, nadie en el Tesoro creía realmente que existiese la más mínima posibilidad de que semejante fondo fuese aprobado en abril de 2008; por el momento, no era más que pura teoría, y el plan fue guardado en una caja con la proverbial etiqueta de ROMPER EL CRISTAL EN CASO DE INCENDIO.

Tras la cuasi nacionalización de AIG, hecho que no detuvo el pánico en absoluto, Paulson decidió que había llegado el momento de romper dicho cristal, pues temía que la situación se le estuviese escapando de las manos, y



llegó a la conclusión de que «no podíamos seguir usando cinta adhesiva y parches en forma de rescates para intentar mantener unido el sistema y evitar que se hiciese pedazos». En este sentido, contó con el firme apoyo del presidente de la Reserva Federal, Bernanke, que no veía el momento de que el Congreso exonerase a la Fed mediante la concesión de una determinada cantidad de dinero. Tal y como dijo a Paulson: «No podemos seguir haciendo esto».

Sus motivos para la propuesta del TARP fueron diversos: primero, que la conflagración financiera se estaba extendiendo, no retrayendo; la situación se asemejaba cada vez más al «gran motivo» que el «Plan “Romper el cristal”» había contemplado, aún esperando que nunca llegase.

Segundo, que a pesar de servirse del Fondo de Estabilización Bursátil para intentar dar estabilidad a los fondos mutuos de los mercados monetarios (o tal vez precisamente por ello), Paulson sintió la aguda necesidad de disponer un fondo de dinero explícitamente asignado por el Congreso para luchar contra el incendio financiero. Después de todo, ¿quién sabía en realidad lo que podría venir luego? Los insignificantes 50.000 millones de dólares asignados a los fondos monetarios no eran en absoluto suficientes.

Tercero, que la Fed se había arriesgado mucho para salvar Bear Stearns y AIG, así como para otras cosas. Cada una de las opciones especificadas en el «Plan “Romper el cristal”» estaba diseñada para «situar el centro de decisión de las políticas sobre los mercados financieros de nuevo en el Tesoro, en lugar de en la Fed, lo que resultaría apropiado dado que el problema se derivaba de un capital inadecuado más que de liquidez insuficiente». En otras palabras, el dinero público estaba siendo comprometido por la apolítica y no elegida Reserva Federal, pese a que tales decisiones deberían tomarse a nivel político; tal y como explicó Bernanke, «porque en la Fed no tenemos los recursos necesarios y por razones de legitimidad democrática».

Paulson y Bernanke tenían razón en los tres motivos, aunque Paulson probablemente se dio cuenta de que tener a la Fed haciendo las veces de tío rico situaba al Banco Central en primera línea del frente y permitía que un secretario del Tesoro republicano no tuviese que suplicar dinero ante un

hostil Congreso demócrata. Paulson consideraba las medidas esbozadas por el «Plan “Romper el cristal”» como un «11 de septiembre económico». Y desde luego, no era algo que se pudiera desear que ocurriese.

Pero ¿cuál de las cuatro opciones del plan tenía más sentido? En este aspecto, Bernanke y Paulson no llegaron a un acuerdo, tal vez fruto de las discrepantes actitudes de un apolítico profesor de economía y un intermediario de Wall Street al verse inmersos de repente en el mundo político; sus discrepancias resultaron ser increíblemente irónicas.

La opción favorita del intelectual presidente de la Reserva Federal era la inyección directa de capital en los bancos, pues como experto en historia económica Bernanke sabía que es casi imposible que una crisis bancaria no vaya seguida de cerca por la concesión de capital público. Además, la concesión a las entidades bancarias de capital de nueva emisión supuestamente apalanca el dinero del gobierno: al menos en teoría, cada dólar capital bancario adicional podría sostener en torno a diez dólares de préstamo renovado (en breve volveremos sobre este falaz razonamiento). Numerosos expertos en mercados financieros, como el conocido inversor George Soros, y reputados economistas como Paul Krugman y Joseph Stiglitz también se mostraron favorables a esta opción.

Pero el secretario del Tesoro, menos cerebral y más propenso a la acción, desautorizó a Bernanke tanto en el ámbito político como en el mercantil. Por un lado, en la esfera política, una propuesta sobre la compra de acciones bancarias que convirtiese al gobierno en propietario parcial de los bancos más grandes de la nación sería tachada de socialista por los republicanos y acusada de ser un regalo a los opulentos banqueros por los demócratas. Paulson sabía que, por esta razón, no tenía la menor posibilidad de ser aprobada por el Congreso. Por otro lado, en la esfera mercantil, incluso una nacionalización parcial de los bancos espantaría a los inversores privados, en quienes el Tesoro y la Fed confiaban para fortalecer el enfermizo capital de los bancos. Debido a estas legítimas razones, Paulson no deseaba hablar en público sobre la posibilidad de compra de acciones bancarias; de hecho, ni siquiera quería discutir tal idea *dentro* de la sede del Tesoro por miedo a que las discusiones se filtrasen al exterior. Sin embargo, la idea estaba tanto en su cabeza como en el «Plan “Romper el cristal”».

En lo que a política se refiere, en especial con el Congreso de por medio, es muy frecuente que el presidente de la Reserva Federal discrepe con el secretario del Tesoro, quien, en tanto que principal funcionario financiero de la nación, representa al presidente de la misma. Bernanke era muy consciente de esta realidad, y cuando ambos solicitaron ayuda al Congreso, fue la idea favorita de Paulson (la compra de activos tóxicos) y no la de Bernanke (la inyección directa de capital) la que se propuso para financiación, a pesar de que este último tenía serias dudas acerca de la opción elegida por el primero. Pero el presidente de la Fed no tenía mucha elección: dada la peligrosa atmósfera de crisis existente, no podía crear una brecha entre sí mismo y el en ocasiones voluble secretario del Tesoro, llegado de Wall Street; aunque por otro lado, tampoco podía dejar de salvaguardar la cacareada independencia de la Fed. Los intereses institucionales del *político* Tesoro y los de la *tecnócrata* Fed no siempre estaban perfectamente alineados, y todas las decisiones relativas al TARP eran propensas a tener un fuerte componente político.

## Un Halloween adelantado

El drama comenzó en serio durante una importante reunión que tuvo lugar la noche del jueves 18 de septiembre. El presidente de la Fed y el secretario del Tesoro, tras haber debatido con el presidente Bush, se levantaron en armas — sólo figuradamente, imagino— y se dirigieron al Capitolio para reunirse con los líderes del Congreso. Es posible que los senadores y representantes que habían sido convocados a toda prisa en la sala de conferencias situada junto al despacho de la portavoz de la Casa Blanca, Nancy Pelosi, no supieran lo que se les venía encima, pero en esencia resultó ser un juego adelantado de truco o trato.

Por entonces, muy pocos de los miembros del Congreso, si es que había alguno, tenía una imagen del embrollo financiero tan desesperada y terrible como Bernanke y Paulson. Los políticos no habían comprendido aún las aterradoras dimensiones del desastre que se estaba desplegando, pues aún lo veían como un problema exclusivo de Wall Street —eran los gigantes financieros los que estaban tambaleándose, ¿no?— y no de los ciudadanos de

a pie, por lo que en consecuencia se mostraban hostiles a los rescates. Y, lo que es más importante, aún no estaban convencidos de la necesidad —y desde luego no de la viabilidad política— de poner en situación de riesgo masivas cantidades de dinero procedente de los contribuyentes para salvar a los bancos de las heridas que ellos mismos se habían causado. Tanto el rescate de Bear Stearns como el de AIG habían sido extremadamente impopulares entre dichos contribuyentes.

En comparación, servirse del amplio balance de la Reserva Federal resultaba bastante atractivo, pues en tal caso el Congreso no tendría que aprobar la asignación de un solo centavo: sería Bernanke quien asumiese la culpa si algo salía mal, y los miembros del Congreso podrían reprender a la Fed por extralimitarse en su autoridad o por cualquier otra cosa que no les gustase, todo ello mientras el dinero fluía hacia los bancos de sus distritos. Nuevamente, tu posición depende de dónde te sientes...

Según todas las fuentes de información —¡y los miembros del Congreso hablan por los codos!—, la reunión del 18 de septiembre fue, digámoslo así, muy interesante. Paulson no esperaba una reunión amistosa; al ser él mismo un antiguo titán de Wall Street, los demócratas, y muy pronto el país entero, considerarían que lo que solicitaba era rescatar los intereses de los adinerados, y de hecho confesó a Bernanke: «Me van a matar y después colgarán mi piel al sol para que se seque». Poco antes de encaminarse hacia el Capitolio, su jefe de personal, Jim Wilkinson, le advirtió de que «esto sólo funcionará si les pones a todos los huevos por corbata». La expresión fue vulgar, sí, pero el consejo era bueno, y Paulson lo siguió al pie de la letra.

Según parece, Paulson y Bernanke hicieron mucho más que limitarse a esbozar su visión del Armagedón *financiero* que caería sobre el país si el Congreso no actuaba con celeridad, lo que hubiera resultado más fácil, dado que dicho Armagedón ya estaba ocurriendo ante sus propios ojos. Según algunos miembros del Congreso presentes en el pleno, ambos fueron mucho más allá y llegaron a describir un escenario hipotético en el que se rompía el orden civil en Estados Unidos y estallaban revueltas en las calles. «Si lo que proponemos no resulta aprobado, que Dios nos asista», concluyó Paulson, un hombre muy religioso. Según testigos presenciales, se tragó mucha saliva alrededor de la gran mesa de caoba. Paulson escribiría más adelante sobre la

desalentadora evaluación de Bernanke acerca de lo que podía ocurrirle a la economía que «bastó [...] para dejar pálidos a todos los miembros del Congreso», y el propio Bernanke afirmaría: «Los asusté. En cierto modo, me asusté incluso a mí mismo».

Puede suponerse que en los momentos menos polémicos de la reunión, Paulson describió el plan del TARP que tenía intención de poner en marcha a la mañana siguiente. Según el plan esbozado, el Tesoro compraría activos problemáticos a los bancos, haciéndolos así más sanos y ayudando a la curación de la economía; para ello, se necesitarían cientos de miles de millones de dólares (*¿Me puede repetir eso?*) y el Tesoro deseaba que la legislación se aprobase en cuestión de días (*¿y ESO también?*).

Los líderes del Congreso, pasmados ante semejante visión apocalíptica, quedaron convencidos a regañadientes, aunque plantearon multitud de cuestiones. Una de las más destacadas acosaría al Tesoro una y otra vez: ¿Qué pasa con los límites de retribución a los ejecutivos? Paulson detestaba la idea, pero Barney Frank, que presidía el Comité de Servicios Financieros, insistió en que «no estás vendiendo este plan a un consejo de administración; se lo estás vendiendo a los ciudadanos estadounidenses». Era un gran consejo, que acabó cayendo en saco roto.

Cuando el pleno estaba a punto de acabar, Harry Reid, senador demócrata por Nevada y líder de la fuerza mayoritaria en el Senado, expresó su incredulidad por el escaso tiempo concedido, argumentando que «a veces me lleva cuarenta y ocho horas conseguir que los republicanos accedan siquiera a tirar de la cadena en los retretes». Por suerte, Mitch McConnell, senador republicano por Kentucky y líder del partido minoritario, estaba lo suficientemente asustado como para optar por el trato en vez de por el truco: «Pienso que es necesario que llevemos esto a cabo», le dijo a Reid. Fue uno de los escasos momentos de bipartidismo, puesto que en el futuro se repitió en muy contadas ocasiones.

La mera difusión de que esta reunión había tenido lugar fue el detonante de una fuerte subida del índice bursátil al día siguiente. Sin embargo, Reid, McConnell, Pelosi y —sobre todo— el líder del partido minoritario del

Congreso, John Boehner, se darían cuenta rápidamente de que sus miembros no estaban en absoluto dispuestos a extender una lona de protección sobre el sistema financiero.

La mañana siguiente fue la del viernes 19 de septiembre, y Paulson anunció su plan en una conferencia de prensa, la misma en la que comunicó también su primer intento de salvar los fondos mercantiles monetarios. Paulson esbozó y defendió la premisa básica («Estos activos de escasa liquidez están ahogando el flujo de crédito que tan vital resulta para nuestra economía»), y dijo que estaba «convencido de que este audaz enfoque costará a las familias estadounidenses mucho menos que la alternativa», que, presumiblemente, no era otra que el *laissez-faire*. Sin embargo, lo que no hizo fue asignar un precio definitivo al TARP.

Y no fue por descuido, ya que el Tesoro aún no había decidido la cantidad exacta que solicitar. El «Plan “Romper el cristal”» había fijado la arbitraria suma de 500.000 millones de dólares, que era la cifra que Paulson había comunicado al presidente Bush, pero desde el mes de abril la situación se había deteriorado, y era muy probable que se precisase más dinero. Esa misma noche, Paulson, Kashkari y Kevin Fromer, el intermediario legislativo del Tesoro, debatieron la cuestión de cuánto dinero pedir. He aquí la transcripción de la conversación, llevada a cabo por el periodista Andrew Sorkin.

«¿Qué tal un billón de dólares?», dijo Kashkari.

«Nos matarían», respondió Paulson, sombrío.

«Ni hablar —apuntó Fromer, incrédulo por la suma—. No nos lo darían. Imposible.»

«Vale —continuó Kashkari—. ¿Qué tal entonces 700.000 millones?»

...Y a medida que iba soltando cifras, incluso Kashkari se rió por lo absurdo de toda la situación.

Cinco días después de la conferencia de prensa convocada por Paulson en la que se anunció la implantación del TARP, me dirigí en mi coche a un hotel situado cerca de Atlantic City para pronunciar un discurso ante la Asociación de Banqueros de Nueva Jersey. Naturalmente, el TARP surgió en

numerosas ocasiones, pues los asistentes plantearon numerosas preguntas sobre el programa, la mayoría de las cuales no pude responder. Pero hubo una que sí pude, con un alto grado de confianza:

Banquero de NJ: ¿Cómo fijaron la cifra de 700.000 millones de dólares?

Yo: Estoy bastante seguro de que se la inventaron de la nada.

¿Y quién podría culparles? Nadie sabía cuánto se necesitaría exactamente.

## Las tres pequeñas páginas

El sábado 20 de septiembre apareció el primer borrador del TARP confeccionado por Paulson y fue colgado en internet. Todo el mundo se quedó patidifuso: mucha gente, yo incluido, lo leímos y no pudimos reprimir un grito ahogado de asombro.

La solicitud de la mayor suma concedida por el Congreso en toda su historia para un único programa tan sólo ocupaba tres páginas. El secretario del Tesoro tendría una libre disposición casi total sobre 700.000.000.000 dólares, siempre que presentase al Congreso un informe inicial a lo largo del primer trimestre, y posteriormente uno cada seis meses. La concesión decía: «Se autoriza al secretario del Departamento del Tesoro a comprar [...] *en los términos y condiciones que el propio secretario juzgue convenientes, activos hipotecarios de cualquier institución financiera con sede en Estados Unidos*» (la cursiva es mía).

Eso incluía la adquisición de «activos problemáticos», ¿verdad? Bueno, la definición de «activos hipotecarios» era «hipotecas residenciales y comerciales, así como todo título financiero, obligación o cualquier otro instrumento basado en *o relacionado con tales hipotecas*» (nuevamente, la cursiva es mía). ¿*Relacionado con*? Hasta mi primo segundo, a quien no conozco en persona, tiene un cierto grado de relación conmigo. Los abogados del Tesoro aseguraron a Paulson que el lenguaje empleado era lo suficientemente amplio como para abarcar incluso la inyección directa de capital en los bancos. ¿Lo era?

Y también estaba la ahora tristemente célebre Sección 8: una única y audaz frase, que a continuación reproduzco en su totalidad, pues de otro modo es probable que el lector no se lo crea:

Las decisiones tomadas por el secretario haciendo uso de la autoridad otorgada por esta Ley no son revisables ni están sometidas al control de la autoridad, como tampoco pueden ser revisadas por ningún tribunal de justicia u organismo administrativo.

Al leer estas palabras, literalmente expresé mi incredulidad negando vigorosamente con la cabeza, y según parece, eso mismo les ocurrió a muchas otras personas. Puede que incluso el propio lector lo acabe de hacer. *¿No puede ser revisado por ningún tribunal de justicia? ¿Acaso ocurría esto en Estados Unidos de América, con su tan cacareado sistema de equilibrio de poderes y control entre ellos? ¿No se enorgullecen los ciudadanos estadounidenses del imperio de la ley, no del imperio del hombre? ¿No obliga su sistema legal a que cualquier cosa sea susceptible de revisión en un juzgado? ¿No estableció John Marshall, presidente del Tribunal Supremo, el principio de revisión judicial hace más de doscientos años?*

La necesidad de flexibilidad a la hora de usar el TARP era comprensible, pero la arrogancia demostrada por el documento de tres páginas era sobrecogedora. *¿En qué* estarían pensando en el Tesoro? No suelo ser amigo de las hipérboles, y desde luego no soy un jurista especializado en la Constitución, pero poco después le dije a un reportero de la Radio Nacional Pública de Estados Unidos que la propuesta mostraba tan poco respeto por —o conocimiento de— la Constitución de Estados Unidos que el secretario Paulson merecía ser impugnado sólo por proponerla.

Paulson explicó más tarde que los líderes del Congreso le habían aconsejado no escribir la totalidad del proyecto de ley, sino más bien remitirles un esbozo de lo que deseaba y permitir al Congreso redactar la ley definitiva: «Por ello, preparamos una pequeña propuesta, tan sólo el armazón, con lenguaje abierto, sabiendo que los miembros añadirían disposiciones y cláusulas». Muy bien, pero entonces por qué los expertos legislativos del Tesoro sometieron esas tres páginas a tantas revisiones y acabaron



entregando el formato habitual exacto de un proyecto de ley? ¿Y de dónde salió la idea de prohibir las revisiones judiciales? Desde luego, no fue del Congreso.

Tal y como más adelante lo describió Paulson, bajo la forma de un magnífico eufemismo: «La ausencia de estipulaciones sobre posibles revisiones judiciales resultó ser una extralimitación por nuestra parte». Pero el problema no era que *no había estipulaciones sobre revisión judicial*, sino que lo que hacían las tres páginas de Paulson era precisamente *estipular la no revisión judicial*; su proyecto de ley básicamente le habría autorizado a gastar 700.000 millones de dólares de dinero público en la forma que desease, sin control de ningún tribunal. Aquello suponía un increíble alejamiento de la forma en la que se suele operar en Estados Unidos, y tal forma no se ha alcanzado por casualidad.

El documento suscitó expresiones de asombro por todas partes, incluso *dentro* del Tesoro: ¿Sin límites en la libertad de empleo del dinero solicitado? ¿Sin supervisión ni revisión? ¿Y sólo tres páginas? Sorkin transcribió también la siguiente conversación entre dos asistentes del Departamento del Tesoro que no habían tomado parte en el proceso de creación del proyecto de ley:

Dan Jester a Jeremiah Norton: «Oye, ¿has leído el proyecto de ley?».

Norton: «He leído el resumen».

Jester: «No. ¡Eso es el proyecto completo!».

**La tormenta se desató de inmediato.** En el programa televisivo semanal «Meet the Press» del siguiente domingo por la mañana, Tom Brokaw preguntó a Paulson: «¿No es cierto que si usted siguiese en su antiguo puesto de trabajo en Goldman Sachs y propusiese a sus asociados este mismo trato, le echarían de la habitación diciendo “Vuelve cuando tengas mejores opciones”?» El lunes la revista *Newsweek* puso la imagen de Paulson en su portada bajo el título «Rey Henry». En una reunión del Senado celebrada al día siguiente, el senador republicano por Kentucky Jim Bunning, cascarrabias y ultraconservador, arremetió contra el TARP acusándolo de «socialismo financiero» y de «antiestadounidense». El presidente del comité, Chris Dodd (demócrata por Connecticut), que apoyaba la idea básica del TARP, espetó:

«Esta propuesta es asombrosa y carece de precedentes en lo relativo a su alcance y a su falta de detalles [...] No sólo está en juego nuestra economía, sino también nuestra Constitución». Joshua Rosner, un consultor financiero, comunicó a *The New York Times* que las siglas del TARP en realidad significaban «Total Abdicación de Responsabilidad hacia el Pueblo». Y las críticas siguieron arreciando. Paulson admitió posteriormente que el borrador del 20 de septiembre «resultó ser un error político de tres páginas», y Swagel, su asistente económico, lo llamó «un error de comunicación». Pero era mucho más que cualquiera de esas cosas: era una atrocidad.

## **Rediseñando el TARP**

El Congreso, por entonces controlado por el Partido Demócrata, descartó al instante el documento de tres páginas y comenzó a elaborar su propia legislación desde cero, aceptando la idea básica de proporcionar a un secretario del Tesoro republicano un enorme poder de decisión a la hora de comprar activos, pero negociando con Paulson sobre varios aspectos. Paulson recibió poco apoyo por parte de su propio partido: si finalmente se llegaba a un acuerdo, sería tras un mano a mano entre la Administración republicana y el Congreso demócrata; el bando republicano en el Congreso sería un obstáculo más que una ayuda.

Hay que destacar el hecho de que el presidente de la Reserva Federal se mantuvo al margen de ese proceso de acuerdo, pues opinaba que se trataba de un asunto de política *fiscal* (asignación de fondos), y además uno extremadamente politizado; por ello, Bernanke redujo al mínimo su participación en el tira y afloja entre gobierno y Congreso. Aun trabajando infatigablemente entre bambalinas, pareció fundirse entre las sombras, dejando que el político Tesoro asumiese la tarea de comprometer el dinero de los contribuyentes en lugar de la despolitizada Fed. Por ejemplo, se ausentó de la muy publicitada reunión política convocada por el entonces candidato a la presidencia John McCain para debatir sobre la crisis; por su parte, el

vicepresidente de la Reserva Federal, Don Kohn, cuya carrera profesional transcurrió íntegramente en la Fed, aplaudió la búsqueda de un perfil bajo: «Cuando el Tesoro se levanta, la Reserva Federal debe sentarse», afirmó.

Esto no carecía de importancia. Hasta ese momento, la falta de voluntad o la incapacidad —debida a limitaciones legales— del Tesoro a la hora de asumir el liderazgo en público había forzado a la Reserva Federal, por lo general poco amiga de la publicidad, a asumir el papel protagonista en numerosas ocasiones y de manera muy visible; y un cierto número de sus acciones, aun siendo totalmente legales según la Sección 13(3) de la Ley de la Reserva Federal, ponía en peligro el dinero de los contribuyentes, lo cual está sólo un escalón por debajo de *gastar* el dinero, un poder reservado exclusivamente al Congreso. La Fed se había visto empujada por la necesidad a la escena política, donde le aguardaban toda clase de peligros, por lo que lógicamente estaba ansiosa por salir de ella.

Un aspecto político resultaba particularmente polémico, tal y como había profetizado Barney Frank: la retribución de los ejecutivos. Paulson — con el apoyo de Bernanke y del responsable de la Fed en Nueva York, Tim Geithner— deseaba pasar rápidamente sobre el tema de los honorarios, si es que realmente era necesario hablar de ello. El secretario consideraba el TARP como un servicio en el que los bancos participarían por su propia voluntad, e incluso con cierta ilusión; pero sabía que tal cosa no ocurriría si a los ejecutivos de los bancos se los obligaba a aceptar recortes en sus salarios. Los demócratas, por su parte, tenían una visión diferente: si el gobierno estaba haciendo a las entidades bancarias el gran favor de comprar sus activos tóxicos, ¿acaso no estarían los banqueros dispuestos a aceptar algunas restricciones a cambio, por ejemplo, sobre los dividendos? E incluso si estos banqueros se oponían a los recortes, ¿no deberían los representantes electos del pueblo exigirlos en base a la justicia más elemental?

Paulson luchó duramente contra ello, sirviéndose de un argumento que emplearía en más de una ocasión. En sus propias palabras: «En mi opinión, restringir la retribución significaba asociar un estigma al programa. Y eso era exactamente lo que no deseaba hacer». **Estigma**. Pensemos en el significado de esa palabra en este contexto. La idea básica era que los bancos no venderían sus activos tóxicos al TARP si al hacerlo se les iba a tachar de

«debiluchos», lo cual tiene todo el sentido del mundo si uno se para a pensarlo; de hecho, ya en 2007 la Fed se había topado de lleno con el problema de la estigmatización, cuando pretendía conceder préstamos masivos a los bancos. Pero la excesiva atención dedicada a evitar los estigmas hizo perder de vista un detalle crucial: al menos en lo que a los grandes bancos concernía —y era justo en ese ámbito donde el tema de la retribución de los ejecutivos revestía mayor importancia— los mercados ya sabían cuál era fuerte (por ejemplo, JPMorgan Chase) y cuál era débil (por ejemplo, Citigroup), por lo que la participación o no en el programa TARP no divulgaría prácticamente nada nuevo. Tal y como explica el siguiente recuadro, las señalizaciones y los estigmas surgen realmente cuando las diferencias de calidad son *inobservables*; en este caso, sin embargo, eran penosamente evidentes.

## SEÑALIZACIÓN Y ESTIGMAS

La preocupación de Paulson sobre posibles estigmas se basaba en la teoría económica de la *señalización* mercantil; el problema fue que interpretó la teoría de forma totalmente errónea. Para ilustrar el concepto, me serviré de la contratación de trabajadores, pero en realidad puede aplicarse el mismo análisis a las decisiones de concesión de créditos, los servicios de contratistas, y muchas otras cosas, incluida la distinción entre bancos enfermos y bancos sanos.

El punto clave en la teoría de la señalización consiste en la existencia de diferencias *inobservables* entre personas, bancos, empresas o cualquier otra cosa. En el mercado laboral, siempre hay trabajadores mejores y peores, pero puede que a los empleadores en potencia no les resulte fácil discernir a priori esa superioridad o inferioridad. Esta dificultad proporciona a los trabajadores superiores un poderoso incentivo para diferenciarse del resto, puesto que si tienen éxito serán contratados los primeros y con mayores salarios. Pero ¿cómo poner de manifiesto esa diferencia?

Una posibilidad es lo que se conoce como *señalización*. Supongamos que hay ciertas características, tales como tenacidad, energía y disciplina, que los empleadores buscan en posibles candidatos pero que no son *observables* antes de la contratación. En tal caso, dichos empleadores preferirán a aquellos aspirantes con algunos rasgos *visibles* que *señalen* estas deseables características, como por ejemplo la posesión de un título universitario. Los empleadores se fijarán más en aquellos que posean tal título, por lo que desde el punto de vista del trabajador, graduarse en una universidad es una *señal* que lanza a potenciales empleadores de que se es un

trabajador de nivel superior. Y, por supuesto, también funciona a la inversa: es necesario evitar señales de inferioridad, como una ficha policial o un historial laboral marcado por irregularidades; tales señales negativas provocan el surgimiento de los *estigmas*.

Ya apareció la palabrita. La preocupación de Paulson era que la solicitud del TARP fuese vista externamente como un acto de desesperación; si, por ejemplo, la recepción de dinero procedente del TARP requería que los ejecutivos del banco debían aceptar restricciones en sus salarios, la solicitud de dicho dinero vendría asociada a un estigma. La relación causa-efecto era en principio conceptualmente correcta, pero pasaba por alto el adjetivo crucial antes mencionado: para que esta teoría sea aplicable, la debilidad del banco debe ser *inobservable* desde el exterior, y en este caso resultaba dolorosamente *observable*.

Los mercados tenían numerosas formas para distinguir entre bancos fuertes y débiles: precios por acción, calificaciones crediticias, márgenes de CDS, informes de analistas, consideración en los mercados, etc. A nadie le hacía falta comprobar las solicitudes de dinero del TARP para juzgar si JPMorgan Chase era más fuerte o más débil que Citigroup, o si Goldman Sachs era más fuerte o más débil que Morgan Stanley. Y en el caso de que realmente necesitasen más información, los bancos fuertes estaban ansiosos por proporcionarla: por tomar un solo ejemplo concreto, a Goldman no le preocupaban los estigmas cuando se convirtió en el primer usuario del programa de garantía sobre deuda corporativa ofrecido por la FDIC; Goldman era el antílope más rápido de la manada, y todo el mundo lo sabía.

Sin embargo, el principal tema político no era el debate sobre la correcta aplicación de la teoría económica del estigma, sino más bien sobre las nociones básicas relativas a juego limpio y justicia. Los estadounidenses, y por tanto sus representantes electos, veían claramente que el comportamiento avaricioso e irresponsable de los banqueros había creado una calamidad financiera que había puesto en peligro a todo el país; y ahora era a ellos, los propios contribuyentes, a quienes se pedía que pagasen por los pecados de dichos banqueros, que continuarían ganando sumas escandalosas; lógicamente, al ciudadano de a pie esto no le hizo la más mínima gracia. Un congresista republicano por Carolina del Norte ilustró perfectamente el sentir del pueblo leyendo en un pleno una carta de uno de sus votantes: «Estos rescates son tan bienvenidos entre la ciudadanía como un brote de malaria»; a lo que el congresista añadió: «No comprenden por qué deberían contribuir al rescate de aquellas personas cuya desmedida codicia [...] es precisamente la

que las ha puesto en apuros». La cuestión tenía sentido, y no es de extrañar, por tanto, que las encuestas de opinión pública mostrasen una clara oposición al rescate bancario.

Después de no poca discusión, Paulson logró unas restricciones sorprendentemente suaves sobre las retribuciones ejecutivas en la legislación final del TARP: la ley vetaba el uso de paracaídas dorados y limitaba las indemnizaciones por despido al triple del salario base (¡Stan O’Neal se hubiese quedado pálido!); también prohibía la creación de incentivos para los altos ejecutivos que alentasen los «riesgos innecesarios y excesivos», pero dejaba esa potestad en manos de los consejos corporativos, en lugar de en el Tesoro; y se crearon igualmente cláusulas de recuperación para los casos en los que las bonificaciones estuviesen «basadas en declaraciones de sueldos, ganancias o cualquier otro criterio que posteriormente se demostrase materialmente inexacto». En conjunto, las restricciones no eran draconianas.

Sin embargo, la victoria de Paulson fue pírrica, pues el tema de las retribuciones atormentaría una y otra vez tanto a él como a su sucesor al frente del Tesoro, Tim Geithner. Irónicamente, la actitud aparentemente relajada del TARP hacia la retribución ejecutiva acabaría creando una clase de estigma mucho más dañina. Ya no se trataba de si los bancos eran fuertes o débiles: a ojos del pueblo, tal actitud contribuyó a estigmatizar el programa del TARP en su conjunto, pasando a ser considerado como un regalo a los codiciosos banqueros, algunos de los cuales eran amigos de Paulson. ¡Y posteriormente, cuando Geithner asumió el cargo, persistió la visión de que era discípulo de Goldman Sachs! Pero esto último era totalmente ficticio e injusto: Geithner no había trabajado para un banco privado ni un solo día en toda su vida.

Paulson admitió más tarde que «fue un error no haber sido más sensible a la indignación pública». Ya lo creo que fue un error, y debería haber resultado tremendamente obvio desde el primer momento.

Antes de la aprobación definitiva del proyecto de ley tuvieron que llevarse a cabo numerosas modificaciones: por supuesto, se reinstauró la revisión judicial; el dinero del TARP fue concedido por partes, no todo de una vez, con algunas partes claramente reservadas para la siguiente Administración; se añadió una opción para garantizar (en vez de comprar) los

activos problemáticos con el fin de apaciguar a cierto sector del bando republicano (aunque nunca fue puesta en práctica), y se insistió a lo largo de toda la ley —incluso en la definición de «activos problemáticos»— en que se usase el TARP para mitigar las ejecuciones hipotecarias. Respecto a esto último, la intención del Congreso estaba muy clara: sus miembros deseaban que parte del dinero del rescate fuese a parar a propietarios de viviendas en apuros, no sólo a bancos en peligro de quiebra.

Además se añadieron múltiples niveles de supervisión, incluidos el Comité de Supervisión del Congreso, presidido por Elizabeth Warren, y el inspector general especial del TARP, cargo asumido inicialmente por Neil Barofsky. Ambos demostraron ser fervientes guardianes de la bolsa pública y azote continuo de los sucesivos secretarios del Tesoro Paulson y Geithner. Recuerdo haber comentado por entonces que la legislación del TARP había creado tantos niveles de supervisión que el siguiente secretario del Tesoro querría liberarse de los extraordinarios poderes que se le otorgaban. Finalmente, esto resultó ser una mala profecía, pero me pregunto si, en retrospectiva, Geithner desearía haberlo hecho.

La ley finalmente aprobada por el Congreso en 2008, la Ley de estabilización económica de emergencia, ocupaba 451 páginas; de ellas, 261 estaban dedicadas a los aspectos del TARP, lo que convertía a esta parte de la Ley (el Título I) en un documento 87 veces más extenso que el original propuesto por Paulson. Pero en ninguna de esas 261 páginas aparece una sola palabra acerca del uso del dinero del TARP para inyectar capital en los bancos. Ni una sola. Lo que sí aparece, por el contrario, es una frase polivalente según la cual el secretario del Tesoro estaba autorizado, previa «consulta» con el presidente de la Reserva Federal y una explicación por escrito al Congreso, a adquirir «cualquier otro instrumento financiero que el secretario [...] considere necesario adquirir para mejorar la estabilidad del mercado financiero».<sup>50</sup> Semejante lenguaje permitía prácticamente todo.

El camino hasta la aprobación final fue bastante escabroso. Aunque el 29 de septiembre se pensaba que se disponía de los votos suficientes, los miembros del Congreso dieron la sorpresa al rechazar el TARP en primera votación por 205 a 228. La oposición procedía tanto de la derecha republicana como de la izquierda demócrata, aunque por razones

completamente diferentes. La derecha era el problema más grande, pues más de los dos tercios del bando republicano votó en contra; al parecer, Bernanke y Paulson no habían logrado «ponérselos por corbata» después de todo. Sin embargo, el mercado bursátil sí lo hizo al día siguiente, cuando el Índice S&P 500 cayó casi un 9 por ciento, destruyendo en su caída cerca de 1,25 billones de dólares de riqueza en un solo día, casi el doble de lo que se pedía para el TARP. Esto convirtió en creyentes a no pocos congresistas, suficientes como para que sólo cuatro días después el proyecto de ley fuese, esta vez sí, aprobado por un cómodo margen de 263 a 171, no sin antes haber añadido algunos edulcorantes a una legislación que ningún político podría amar.

Al mismo tiempo que en el Congreso se representaba este drama político, algo más se estaba cocinando entre bambalinas, algo que lograría que el TARP fuese aún más vilipendiado: Paulson se convenció a sí mismo de que las inyecciones de capital constituían después de todo mejor ruta que la compra de activos, tal y como había dicho Bernanke. No faltan comentaristas que afirmen que el secretario había creído en ello desde el principio, pero que inicialmente había rechazado la idea por razones políticas. Con independencia de esto último, el momento escogido para su cambio de parecer no pudo ser más inoportuno: justo entre las dos mencionadas votaciones en el Congreso.

¿Por qué? Según parece, el personal del Tesoro lo convenció de que diseñar un programa para la compra de activos tóxicos estaba plagado de dificultades y llevaría demasiado tiempo. Sería más fácil y, lo que es más importante, más *rápido*, que el gobierno se limitase a comprar participaciones de los bancos, y de esta forma además cabía la posibilidad de obtener un beneficio neto favorable a los contribuyentes, cosa que finalmente acabó ocurriendo, aunque la compra de activos tóxicos en sus precios más bajos probablemente hubiese proporcionado al Tesoro beneficios aún mayores.

Cuando Paulson informó de su decisión a su principal encargada de prensa, Michelle Davis, ésta reaccionó con incredulidad: «Ni siquiera hemos conseguido que el Congreso apruebe el proyecto de ley. ¿Cómo explicaríamos este cambio de opinión? No podemos decir esto *ahora*». Y Paulson no lo dijo. El resultado fue que a principios de octubre de 2008 el Senado y la Cámara de Representantes de Estados Unidos aprobaron la



inyección de capital en los bancos *pensando* que lo que se aprobaba era la compra de «activos problemáticos», incluido un montón de hipotecas sobre viviendas. Por si el TARP necesitaba más hándicaps políticos, pronto comenzaría a parecerse al clásico caso del famoso «dar gato por liebre».

## Desplegando el TARP

¿A qué se debió el cambio de opinión? Tal y como ya he sugerido, la razón es en parte de carácter técnico: el diseño de un mecanismo factible para la adquisición de activos tóxicos durante un pánico financiero no es una tarea nada fácil. A fin de ilustrar por qué, veamos el siguiente balance bancario simplificado:

TABLA 7.1 **Balance simplificado del Banco En Apuros (en dólares)**

<b>Activos</b>	<b>Pasivos y valor neto</b>
Activos buenos: 50.000 millones	Depósitos: 90.000 millones
Activos malos: 50.000 millones	Capital propio: 10.000 millones

Aunque este banco tiene un cómodo margen de 10.000 millones de dólares más de activos que de pasivos, desde el punto de vista del mercado financiero no tiene tan buen aspecto, ya que dicho mercado no sabe cuánto valen realmente los activos malos; desde luego no los 50.000 millones que figuran en el balance. Supongamos que estos activos malos —hipotecas, MBS y similares— tan sólo valen 35.000 millones de dólares, lo que supone una reducción del 30 por ciento respecto de su valor nominal, algo bastante realista durante la crisis. En ese caso, el verdadero valor de mercado del balance de este banco sería:

**TABLA 7.2 Valor de mercado del balance del Banco En Apuros (en dólares)**

Activos	Pasivos y valor neto
Activos buenos: 50.000 millones	Depósitos: 90.000 millones
Activos malos: 35.000 millones	Capital propio: -5.000 millones

El verdadero valor de los activos es por tanto 5.000 millones de dólares menor que la totalidad de sus depósitos; por tanto, el banco es insolvente.

Si en este momento el gobierno adquiere los activos problemáticos del banco por su valor de mercado, esto es, por 35.000 millones de dólares, el resultado sería la tabla 7.3; misión *no* cumplida. Sí, el banco ha transferido el coste de los activos malos al contribuyente, pero sigue siendo insolvente; de hecho, su insolvencia ha pasado a ser patente, en lugar de estar oculta tras una cortina de humo contable.

**TABLA 7.3 Balance del Banco En Apuros tras su compra a valor de mercado (en dólares)**

Activos	Pasivos y valor neto
Activos buenos: 50.000 millones	Depósitos: 90.000 millones
Efectivo (TARP): 35.000 millones	Capital propio: -5.000 millones

Si, por el contrario, el gobierno *paga de más* por los activos —pongamos la totalidad de los 50.000 millones de valor nominal—, tendríamos la tabla 7.4.

**TABLA 7.4 Balance del Banco En Apuros tras su compra a valor nominal (en dólares)**

Activos	Pasivos y valor neto
Activos buenos: 50.000 millones	Depósitos: 90.000 millones
Efectivo (TARP): 50.000 millones	Capital propio: 10.000 millones

En este caso el banco ya *es* solvente. Sin embargo, ha recibido un regalo de 15.000 millones de dólares procedentes de los contribuyentes, que han pagado 50.000 millones por unos activos dudosos que en realidad valen

35.000 millones. Puede que esto no sea tan buena idea, y las políticas de pago por valor nominal podrían haber resultado mortales de necesidad; los críticos de este sistema utilizaron esta misma posibilidad como principal objeción.

Por supuesto, parafraseando a Bernanke, nadie sabía cuánto valían exactamente esas malditas cosas: con los mercados de activos tóxicos funcionando a duras penas, y sin disponer de cotizaciones mercantiles fiables, resultaba muy difícil intentar estimar siquiera aproximadamente los verdaderos valores de mercado de los activos de base hipotecaria. Cuando la puja más alta por la compra de un activo es de 20 dólares y el precio de venta solicitado más bajo es de 60 dólares —y en aquel momento tales intervalos eran bastante habituales— la determinación del «verdadero» valor de mercado se convierte en una tarea más propia de filósofos que de economistas, ya no digamos de agentes financieros. Por tanto, el gran riesgo de la idea original del TARP era el siguiente: si el Tesoro se ofrecía a comprar un determinado activo por, pongamos por caso, 40 dólares, ¿estaba pagando de más o de menos? ¿Cómo se podría saber?

#### MÁRGENES ENTRE PRECIO OFRECIDO Y PRECIO SOLICITADO

¿Recuerda su primera clase de Introducción a la Economía? Los mercados encuentran su equilibrio en el punto en el que la curva de la demanda se cruza con la curva de la oferta. Pues bien, eso no es *del todo* cierto.

En un determinado mercado en un momento temporal determinado, normalmente existirá una discrepancia, o margen, entre el precio más alto que cualquier demandante está dispuesto a pagar (el «precio ofrecido») y el precio más bajo que cualquier oferente está dispuesto a aceptar (el «precio solicitado»). En los grandes mercados que funcionan fluidamente, este margen es muy pequeño (por ejemplo, un centavo en una transacción de acciones en la Bolsa de Nueva York). Sin embargo, en los mercados pequeños o con problemas, los márgenes pueden ser bastante grandes. De hecho, con frecuencia se usa el tamaño del margen como una útil herramienta de medición para calcular la liquidez de un mercado: un margen grande en un mercado indica que tal mercado tiene falta de liquidez.

Cuando el margen es extraordinariamente grande —como en el caso del ejemplo de «Precio ofrecido: 20 dólares; precio solicitado: 60 dólares»—, es virtualmente imposible que alguien pueda averiguar el «verdadero» precio de mercado. La razón es muy simple: un margen 20 dólares - 60 dólares significa básicamente que el mercado se ha colapsado.

Para los economistas existe una solución obvia: organizar una subasta a la que se invite a los compradores a participar y realizar ofertas por los activos, y las pujas más elevadas establecerán los valores de mercado de cada activo problemático; subastas que el personal del Tesoro trabajaba duro para diseñar. Pero el problema era la existencia de un pánico financiero en pleno desarrollo: ¿Qué pasaba si se organizaba una subasta y no acudía nadie? Muchos académicos y participantes de los mercados insistían una y otra vez en la casi imposibilidad de establecer los precios correctamente. Para no pocos críticos, el TARP no era sino una forma encubierta de inyectar capital en los bancos a base de pagar de más por sus activos problemáticos. ¿Por qué, preguntaban, no nos limitamos a darles el capital de forma *directa* y *transparente*?

Y además existía otro punto crucial: ¿Estarían los bancos dispuestos a participar en las subastas para vender sus activos? Si se aferraban a sus hipotecas y a otros activos problemáticos, las reglas de la contabilidad les permitían *fingir* que seguían siendo solventes, como en la tabla 7.1; podían seguir teniendo muchos activos por su valor nominal siempre que no se pusieran en venta. Pero si los bancos empezaban a vender sus activos dudosos en subastas, entonces tendrían que ajustar su precio a la baja hasta sus valores de mercado, lo cual, tal y como se ve en la tabla 7.3, podría llevarles a la insolvencia. ¿Qué ocurriría si nadie acudía a las subastas?

Era una pregunta muy pertinente, y su importancia creció cuando el 8 de octubre, sólo cinco días después de que el presidente Bush firmase la legislación del TARP, el primer ministro británico, Gordon Brown, anunció la implantación de un sistema de inyección de capital (que incluía nacionalizaciones) en todo el territorio de Reino Unido. El gobierno británico invertiría el equivalente a 87.000 millones de dólares —más del 3 por ciento del PIB del país— en ocho bancos, recibiendo a cambio acciones preferentes convertibles para proporcionar alguna compensación a los contribuyentes si las cosas se torcían. El programa de Brown suscitó las alabanzas de

numerosos expertos —en mi opinión, de muchos más de los que el programa merecía— y en cierto modo fue aprobado en la reunión del G-7 que tuvo lugar pocos días después.

Paulson debió de sentir cómo le corroía la envidia: su acto de apertura había recibido feroces críticas desde todas partes, mientras que el de Brown recibió encendidos elogios. Recuerdo que por entonces me sentí como un miembro de una minúscula minoría, pues mientras la marea intelectual cambiaba decididamente hacia inyecciones de capital, yo bromeaba acerca de que yo debía ser una de las cuatro personas en el mundo que preferían la compra de activos. En todo caso, Paulson anunció el 12 de octubre un radical giro de 180 grados: el Departamento del Tesoro estadounidense archivaría sus planes para comprar activos problemáticos y comenzaría en su lugar a inyectar capital directamente en los bancos. ¿Alguien dijo «gato por liebre»?

¿Por qué semejante cambio de dirección? ¿Había argumentos convincentes, o simplemente válidos, para ello? Dos días después de su anuncio, Paulson explicó a *The Washington Post* que «la situación había cambiado. Con la inyección de capital conseguimos un mayor impacto con cada dólar de los contribuyentes, así que escogimos esa nueva ruta». Analicemos detenidamente estas palabras, ¿realmente había cambiado *tanto* la situación en esos nueve días? No, a menos que se cuenten las dificultades del personal del Tesoro a la hora de diseñar subastas factibles, lo que no fue precisamente una sorpresa. Por tanto, el punto clave debía de estar en la frase *mayor impacto por cada dólar de los contribuyentes*. Ésta es, en mi opinión, la razón principal que motivó el cambio de decisión.

Otro punto crucial en la preferencia de inyecciones de capital sobre las compras de activos fue el presunto poder del *apalancamiento*. En palabras de Swagel, «el secretario Paulson cambió de dirección y comenzó a preferir la inyección de capital, ya que comprendió muy bien que el incremento directo de capital en el sistema bancario proporcionaba un mayor apalancamiento». Vuelva a consultar la tabla 7.1: el Banco En Apuros posee 10 dólares de activos (piense en ellos como préstamos) por cada dólar de capital propio, un apalancamiento de 10 a 1. Algunos defensores de las inyecciones de capital argumentaban que más capital sería dinero «poderoso», que cada dólar de

capital adicional financiaría unos 10 dólares de préstamos adicionales, y que por ello el gobierno lograría una «explosión» de préstamos por cada «pavo» del contribuyente.

Este argumento me pareció extremadamente ingenuo. Los banqueros están obligados por ley a mantener una mínima proporción entre capital y activos de riesgo ponderado (olvídese del riesgo ponderado; eso es otra historia completamente distinta y bastante complicada. Piense sólo en una proporción del 10 por ciento, como en el ejemplo). En aquel momento, la mayoría de los bancos estaban presumiblemente descapitalizados si se contaba su valor de mercado, pese a que sus balances dijese otra cosa (compare las tablas 7.1 y 7.2). **Necesitaban capital desesperadamente y la mayoría de ellos no podían conseguirlo debido a las nefastas circunstancias de octubre de 2008. Si el gobierno llevaba a cabo inversiones de capital, los bancos suspirarían aliviados, dirían «muchísimas gracias» e incluirían el nuevo capital en sus balances con el fin de reconstruir su peligrosamente mermado capital propio, reduciendo así su apalancamiento. Esto es sin duda lo que yo hubiese hecho en su lugar.**

Además, la economía posLehman se encontraba en caída libre, con la amenaza de la Gran Depresión II en el ambiente, por lo que el clima para la concesión de préstamos parecía bastante poco atractivo. ¿Por qué iba un banco peligrosamente capitalizado, cuyo principal interés era resguardarse de la mayor tormenta que jamás había visto para intentar sobrevivir, a prestar 10 dólares por cada nuevo dólar de capital? ¿Por qué iba a prestar siquiera 1 dólar? De hecho, la historia dice que los bancos se escondieron en sus madrigueras: a fecha de septiembre de 2012 el volumen total de préstamos aún no había alcanzado de nuevo su nivel de octubre de 2008.

Por otro lado, tal y como había señalado Paulson durante su inicial defensa de la compra de activos problemáticos, los activos hipotecarios se encontraban en el corazón del problema. Como nadie sabía exactamente lo que valían esos activos de los que todo el mundo huía, ni dónde y cuándo acabaría por ocurrir el colapso, los márgenes entre precios ofrecidos y demandados eran descabelladamente amplios (como ya se ha dicho), y las escasas transacciones que realmente llegaban a buen puerto se cerraban a precios increíblemente bajos.<sup>51</sup> Además, como también se ha dicho, a partir

de las hipotecas *subprime* se había levantado una enorme montaña de títulos financieros y derivados, montaña que en aquel momento estaba comenzando a resultar sospechosa. Por su parte, el caos de los mercados estaba minando la fe incluso de las instituciones financieras más grandes, que por tanto cada vez tenían menos capacidad y menos voluntad para conceder préstamos. Para colmo, la desaparición del mercado de MBS creó una aguda reticencia a la hora de conceder nuevas hipotecas, lo que contribuyó a hundir cada vez más el sector más débil de la economía de Estados Unidos (la construcción de viviendas nuevas) y a afectar dolorosamente a los propietarios reales y potenciales.

Y ahí es donde supuestamente entraba en juego la compra de «activos problemáticos». Si el gobierno entraba en el mercado como comprador, era altamente probable que los precios de las hipotecas y de los MBS aumentaran, reduciendo así los márgenes entre precios ofrecidos y demandados. De esta forma, el gobierno no tendría que pagar de más por los activos problemáticos (o al menos no *claramente* de más), puesto que subirían los «verdaderos» precios de mercado; en el ejemplo dado, el gobierno compraría el activo por 40 dólares, o una cifra similar, desde luego por más de 20 dólares y por menos de 60 dólares.

Es probable que lograr fijar unos precios de subasta *totalmente ajustados* fuese imposible en los caóticos mercados de octubre de 2008, pero conseguir acercarse hasta el 10-15 por ciento de diferencia respecto a los valores reales no tendría por qué haber sido tan complicado, y tal margen de error hubiese sido suficiente para facilitar la labor del gobierno en una de las peores calamidades financieras de la historia. Además, la recreación de un mercado de MBS y el ajuste de los valores habrían incrementado de forma más o menos automática los precios de las CDO, y así a lo largo de toda la cadena creada por Wall Street, y mejores valoraciones de los MBS hubiesen significado mejores valoraciones de las hipotecas. Lo que había caído podría reponerse y volver a subir, pues no hay que olvidar que el mercado inmobiliario fue la fuente primigenia de la recesión.

Sin embargo, *existía* un argumento válido para inyectar capital en los bancos: en aquel momento los bancos necesitaban desesperadamente más capital. Afortunadamente, los 700.000 millones de dólares del TARP eran

una cifra lo suficientemente elevada como para permitir las dos acciones: las inyecciones de capital mejorarían las posiciones de los bancos *de forma directa* y las adquisiciones de activos problemáticos contribuirían a desatascar los mercados, lo cual estimularía el capital bancario *de forma indirecta*. Pero no pudo ser. Al menos al principio, el TARP fue utilizado exclusivamente para llevar a cabo inyecciones de capital. Irónicamente, la Reserva Federal acabaría realizando más adelante, con la ayuda del Tesoro, aquello para lo que el TARP fue originalmente diseñado, por lo que los argumentos a favor de la compra de activos problemáticos no eran tan malos después de todo.

## Sin restricciones

Si algo se podía decir de Paulson es que era un hombre de acción: la legislación del TARP fue aprobada el 3 de octubre, el 12 de octubre cambió de postura por completo y el 13 de octubre ya estaba metiendo capital en vena a los bancos más grandes de la nación.

El domingo 12 de octubre, el descanso de fin de semana de nueve de los banqueros más prominentes de Estados Unidos —Lloyd Blankfein (Goldman Sachs), Ken Lewis (Bank of America), Vikarm Pandit (Citigroup), John Mack (Morgan Stanley), Jamie Dimon (JPMorgan Chase), etc.— se vio interrumpido por llamadas sorpresa del Departamento del Tesoro de Estados Unidos (*Cariño, Hank Paulson al teléfono*). Las llamadas no eran para desearles que lo pasasen bien en el Día de Colón, sino más bien para *invitarles* (eufemismo) a una reunión en la sede del Tesoro al día siguiente a las 15.00 h. Paulson no les dijo qué se iba a discutir en la reunión, pero sí dejó claro que la «invitación» procedía tanto de él como del presidente del consejo de administración de la Reserva Federal.

Cuando el secretario del Tesoro y el presidente de la Fed comunican a un banquero que tienen *muchas* ganas de verle, cualquiera que tenga dos dedos de frente cancela todo compromiso previo y se presenta donde le digan y a la hora que le digan. Todos lo hicieron: Blankfein, Lewis, Pandit, Mack, Dimon, Dick Kovacevich (Wells Fargo), John Thain (Merrill Lynch), Robert



Kelly (Banco de Nueva York Mellon) y Ronald Logue (State Street Bank). Todos ellos estaban sentados en torno a la mesa cuando Paulson y Bernanke entraron en la sala de juntas, acompañados por Geithner, Sheila Bair y John Dugan (interventor jefe de la Moneda), supongo que todos ellos en actitud de batalla. Los consejeros delegados aún no sabían por qué estaban allí.

Paulson dio comienzo a la reunión dejando muy claro a los asistentes que la oferta que iban a recibir no era del tipo *tómalo o déjalo*. Se trataba de una oferta que *había que aceptar*, pese a que el gobierno no tenía autoridad legal para forzar la participación, un hecho que martilleaba machaconamente en las mentes de los funcionarios. La táctica de Paulson fue de conmoción y pavor: «Voy a ser muy claro: si no aceptan esta oferta y después no son capaces de obtener capital [...] en los mercados, entonces yo les serviré un segundo plato [de capital] y los términos del servicio no les van a gustar». Silencio de los que se cortan con cuchillo. Después de sendas intervenciones de Bernanke y de Bair, Geithner asumió el papel de villano y comunicó a cada uno de los ejecutivos cuánto dinero recibiría —ejem, *solicitaría*— su banco del TARP. Según parece, todo el mundo debía participar, porque el gobierno inyectaría seguidamente capital en cientos de bancos más pequeños y deseaba evitar la estigmatización de los receptores. Ahí estaba de nuevo la famosa palabrita: *estigma*.

Las cifras eran enormes: 25.000 millones de dólares para Citigroup, JPMorgan Chase y Wells Fargo; 15.000 millones para Bank of America; 10.000 millones para Merrill Lynch,<sup>52</sup> Goldman Sachs y Morgan Stanley; 3.000 millones para Banco de Nueva York Mellon, y 2.000 millones para State Street Bank. En total, unos considerables 125.000 millones de dólares. Las reacciones de cada uno de los nueve ante semejante generosidad fueron variadas, aunque bastante predecibles: Citigroup necesitaba imperiosamente el dinero, y Pandit lo aceptó con entusiasmo, en tanto que «capital barato»; de hecho, *era* barato, principalmente por esa tonta preocupación por los estigmas. Dimon y Blankfein no necesitaban ni deseaban capital de gobierno, pero cedieron con poca o ninguna resistencia, al considerar que el resultado era inevitable.

Pero Kovacevich sí se resistió. Wells Fargo ya había anunciado sus planes para obtener 25.000 millones de dólares de forma privada, y ni le hacía falta ni quería otros 25.000 millones del gobierno. «Yo no soy uno de vosotros, tiburones de Nueva York, con vuestros sofisticados productos. ¿Por qué estoy en esta habitación, hablando de vuestros rescates?», preguntó a los demás retóricamente Kovacevich. Geithner le aseguró que realmente sí necesitaba esos 25.000 millones. Paulson fue directo: «Su regulador está sentado en esta mesa, y mañana mismo recibirá usted una llamada suya que le informará de que está usted descapitalizado». Efectivamente, tal y como Barney Frank había comentado sardónicamente cuatro semanas antes, el compromiso nacional hacia el libre mercado había durado un solo día.

A medida que progresaba la reunión, salpicada por pequeños retrasos para mantener reuniones telefónicas improvisadas con un puñado de sorprendidos consejos corporativos, los consejeros delegados plantearon muchas preguntas sobre restricciones sobre dividendos y sobre —¿acaso sorprende?— retribuciones a los ejecutivos. Pero, al final, cada uno de los nueve estampó su firma sobre la línea de puntos.

Las condiciones de las inyecciones de capital eran muy poco onerosas. Paulson y compañía las habían diseñado cuidadosamente para resultar atractivas, con el fin de alentar la participación «voluntaria»: todo se desarrollaría con acciones preferentes, no comunes, aunque sin derecho a voto, pues el gobierno no tenía interés en convertirse en el gestor de ninguna de las compañías; el porcentaje de dividendos era un magro 5 por ciento, la mitad de lo que Warren Buffett había cobrado recientemente de Goldman Sachs por acciones preferentes; los pagos de dividendos a accionistas comunes no serían prohibidos, aunque no podrían verse incrementados durante tres años (¡Hombre, muchas gracias!); no se requería incrementar ni mantener los volúmenes de préstamo (lo que de todas formas hubiese sido difícil de hacer tras el desplome de la demanda); no existía compromiso alguno a la hora de mitigar las ejecuciones hipotecarias, y las limitaciones en las retribuciones ejecutivas eran mínimas (el presidente Obama modificó posteriormente este último punto, lo que no hizo sino reducir aún más la popularidad del TARP entre los banqueros).

Todas y cada una de estas características del plan presentado suscitaron rápidamente agudas críticas relacionadas con el «rescate bancario»: ¿Por qué el gobierno sólo obtenía *la mitad* de lo que recibía Warren Buffett? ¿Por qué, con el compromiso de semejante volumen de dinero de los contribuyentes, no se habían fijado condiciones orientadas al bien público, como requisitos para estimular la concesión de préstamos o para minimizar las ejecuciones hipotecarias? ¿Por qué se permitía a los bancos mantener los pagos de dividendos? ¿No era posible, dado que el dinero es fungible, que el dinero del TARP se pagase directamente a los accionistas?

La respuesta a cada una de estas preguntas es más o menos la misma: las condiciones fueron deliberadamente generosas para *evitar los estigmas*. En palabras de Swagel, las inyecciones de capital «tenían que ser lo contrario a “Los Soprano” o *El Padrino*; no un intento de intimidación a los bancos, sino un acuerdo tan atractivo para los bancos que sería una insensatez rechazarlo». El Tesoro deseaba una recuperación amplia y rápida, y si Goldman y JPMorgan ya eran miembros del club, desde luego no era un mal club al que unirse.

Paulson y Bernanke impulsaron con denuedo el argumento del estigma, pero el ejecutivo de la Fed Kevin Warsh, que había llegado a ésta procedente de Wall Street durante la Administración Bush, rechazó de plano el argumento y le dijo a Geithner: «No vas a engañarles [a los mercados] para que piensen que todo el mundo es bueno, malo o indiferente». Warsh estaba en lo cierto. Pocas horas después de la reunión en la sede del Tesoro, Wells Fargo, JPMorgan Chase y Goldman Sachs habían comunicado (o filtrado) a los medios de comunicación que ni necesitaban ni querían el capital del gobierno. Por consiguiente, en lo que supuso una de las pequeñas tragedias del episodio del TARP, el llamado Programa de Compra de Capital (CPP) fue severamente modificado en un inútil esfuerzo por evitar estigmas que ya existían.

Los múltiples errores de diseño del CPP tuvieron dos clases de consecuencias, una política y otra económica. En el plano político, debido a que los banqueros eran los villanos de la película a ojos del pueblo y de algunos políticos, la munificencia del programa convirtió al CPP, y por extensión al TARP, en programas extremadamente impopulares: se

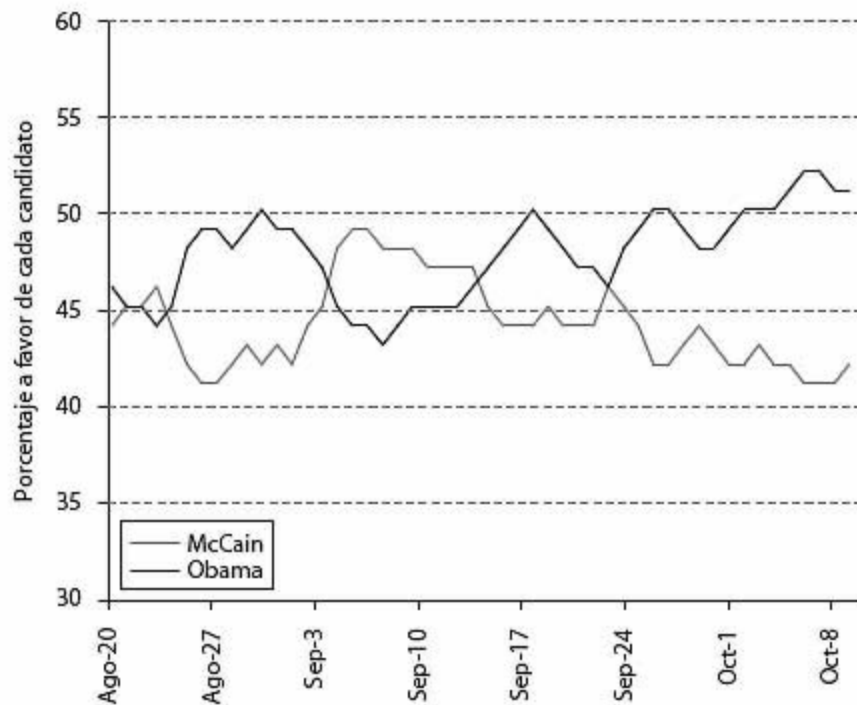
consideraron como un regalo a unos banqueros que no lo merecían mientras que millones de propietarios luchaban por evitar la ejecución de su hipoteca. **A día de hoy, aún hay millones de estadounidenses que están convencidos de que el dinero se regaló a —en lugar de se invirtió en— los bancos, aunque tampoco se percatan de que el CPP, que finalmente invirtió 205.000 millones de dólares en casi setecientos bancos, acabó proporcionando un beneficio considerable al gobierno.**

Y en el plano económico, la inyección forzada de capital a los bancos que ni lo querían ni lo necesitaban supuso un desperdicio de un recurso precioso. La primera franja del dinero del TARP era de sólo 250.000 millones de dólares,<sup>53</sup> diseñada para ser absorbida en su totalidad por el CPP. ¿Qué pasaba si se necesitaba más dinero? ¿Y con el resto de funciones de los fondos del TARP, como por ejemplo la compra de activos problemáticos? Además, como ya se ha comentado, era poco probable que el nuevo capital inyectado incentivase el crecimiento de los préstamos.

## **Y a todo esto, en noviembre había elecciones**

Mientras ocurría todo lo dicho, Estados Unidos se encontraba en la fase crítica de unas elecciones presidenciales históricas: en ellas se enfrentaban un hombre sobrenaturalmente tranquilo, que sería el primer presidente negro de Estados Unidos, el senador por Illinois Barack Obama, contra un volátil e inflamable héroe de guerra que hubiera sido el presidente de más edad al comienzo de su primer mandato, el senador por Arizona John McCain. Justo antes del Día de Lehman, McCain gozaba de una ventaja de 4 o 5 puntos en intención de voto; poco después de la bancarrota de Lehman Brothers, la situación se invirtió totalmente, pues Obama pasó a liderar la carrera hacia la presidencia por cerca de 4 puntos (ver gráfico 7.1). Está claro que la serenidad atraía más que el pánico.

**GRÁFICO 7.1 La calma vence a la tormenta (datos recogidos en una encuesta de Gallup de 2008)**



El 25 de septiembre, en pleno debate sobre el TARP, un McCain realmente nervioso suspendió su campaña y sugirió la cancelación de un debate presidencial, a lo que Obama se opuso. El abanderado republicano se apresuró a regresar a Washington para una reunión de urgencia en la Casa Blanca que él mismo, no el presidente Bush, había convocado. Supongo que el exhéroe de guerra esperaba que la operación fuese vista como una especie de «John McCain al rescate», pero de acuerdo con la mayoría de los participantes resultó ser un desperdicio inútil de un tiempo precioso.

La conducta de McCain jugó en contra de su reputación, al ser en ocasiones apresurada y cambiante. Durante el Pánico de 2008 lo que menos quería el electorado era a alguien impulsivo, errático y voluble, sino que más bien buscaba la calma, la inteligencia y la razón. La prueba está en que inmediatamente después del fiasco del 25 de septiembre la ventaja en intención de voto de Obama se amplió hasta los 8 puntos. En aquel momento no había forma de saberlo, pero a todos los efectos la carrera hacia la Casa Blanca había terminado. Uno de los asistentes de campaña de Obama contaría

posteriormente a Noam Schreiber: «Creo que Obama ganó la carrera durante los diez días transcurridos entre el colapso de Lehman y el primer debate presidencial. Sus respectivos comportamientos crearon la imagen de que uno de los candidatos era un hombre sólido y con los pies en el suelo, y el otro no». Barack Obama venció en las elecciones del 4 de noviembre por un margen de 7,2 puntos porcentuales.

La legislación de Estados Unidos establece una larga transición entre administraciones, pero en este caso resultó ser larga y *angustiosa*. El presidente Bush parecía haber desaparecido, y todos los días los estadounidenses se preguntaban si tenían un presidente, dos o ninguno. El secretario Paulson parecía una fuerza agotada, pero de alguna forma tuvo que mantenerse en su puesto otros dos meses y medio más, trabajando muy duro. El 12 de noviembre, en uno de sus últimos actos oficiales, Paulson dejó a muchos boquiabiertos al anunciar que el TARP no seguiría *en absoluto* su propósito inicialmente establecido: la compra de activos problemáticos. ¡Ni un solo centavo! (¿Gato por liebre al cuadrado?) Paulson acabaría reservando al menos 350.000 millones de dólares del TARP para su sucesor.

Una de las bocas que quedaron más abiertas fue la mía. En una declaración para el Comité de Servicios Financieros del Congreso critiqué el diseño del CPP, el argumento del estigma y la decisión de no comprar activos problemáticos, y urgí al Congreso a «ejercer su autoridad de supervisión para asegurarse de que el secretario del Tesoro está intentando realmente cumplir con los objetivos establecidos en la legislación [lo que incluía la mitigación de los problemas causados por las ejecuciones hipotecarias]. En caso de incumplimiento, el Congreso debería [...] confiscar la chequera del secretario. En unos dos meses tendremos un nuevo secretario del Tesoro».

Una semana después se nombró a dicho sucesor: sería Tim Geithner, que saldría del fuego de la Fed de Nueva York para caer en las brasas del Tesoro. Geithner heredó las decisiones pasadas del TARP (en las que había estado implicado), un balance aún no comprometido de 350.000 millones de dólares y toda la supervisión incluida en el TARP, una herencia de dudoso atractivo, por decirlo suavemente. Irónicamente, antes incluso de asumir su

nuevo cargo ya había algunos banqueros y expertos financieros que le reclamaban que el TARP recuperase su propósito inicialmente establecido: la adquisición de activos problemáticos.

Finalmente, el dinero del TARP se utilizaría, entre otras cosas, para inyectar más capital en los bancos, garantizar activos para salvar a Citigroup y a BofA, liberar a la Fed de la carga de AIG, mitigar los problemas de las ejecuciones hipotecarias (aunque a una escala patéticamente reducida) y rescatar la industria de automoción. No llegó nunca a desembolsar más de aproximadamente 430.000 millones de dólares de los 700.000 millones adjudicados, y en ningún momento tuvo más de 360.000 millones pendientes de utilizar. En marzo de 2012, la estimación de la Oficina Presupuestaria del Congreso sobre el coste *neto* final del TARP para los contribuyentes era de sólo 32.000 millones de dólares: 22.000 millones para AIG, 19.000 millones del rescate a la industria automovilística y 16.000 millones para el alivio de la situación hipotecaria. Sí, eso suma 57.000 millones, pero es que el TARP también logró un beneficio aproximado de 25.000 millones. Pese a algunos pasos en falso y a su terrible reputación, es difícil no considerar el TARP como un éxito espectacular.

## Más vale tarde que nunca

¿Supuso ello el abandono de la idea de que el gobierno comprase activos problemáticos? No precisamente. La Reserva Federal se metió en esas enfangadas aguas por medio de su participación en los rescates de Citigroup en noviembre de 2008 (pocos días después del anuncio de Paulson) y de Bank of America en enero de 2009. Como ya se ha dicho en el capítulo anterior, el Tesoro, la Fed y la FDIC unieron sus esfuerzos para adquirir o asegurar montañas de activos sospechosos de esos dos gigantes financieros enfermos, y la Fed se quedó con dichos activos como garantía de los *préstamos sin recurso*. Esto implicaba que la Fed era su propietaria a medias, concretamente, propietaria sólo de la parte negativa: si el valor de los activos problemáticos aumentaba, los bancos seguían quedándose con las ganancias.

Justo después del rescate de Citigroup, la Reserva Federal, en estrecha colaboración con el Tesoro, anunció la implantación de nuevos planes para crear un nuevo programa de préstamo sin precedentes: el servicio de préstamos a corto plazo para compra de títulos financieros basados en activos, TALF. El objetivo del TALF consistía en conceder préstamos sin recurso a instituciones dispuestas a comprar títulos financieros basados en activos —los famosos ABS que nadie parecía querer— hasta un máximo de 200.000 millones de dólares. Digamos que estos títulos podrían considerarse «activos problemáticos». El Tesoro contribuyó al TALF con 20.000 millones de dólares procedentes del TARP, lo que no deja de llamar la atención por lo descompensada que estaba la asunción de riesgos: 20.000 millones del Tesoro, 180.000 millones de la Reserva Federal.

Ese mismo día, la Fed comenzó a comprar obligaciones de deuda de Fannie Mae y Freddie Mac, señalando el comienzo de lo que posteriormente se conocería como QE1.<sup>54</sup> El Banco Central estaba claramente entrando en el negocio de la compra de activos a gran escala, pero no con el dinero de los contribuyentes, o al menos no de forma directa, pues las ganancias o pérdidas de la Fed en última instancia afectan indirectamente a los contribuyentes. La Reserva Federal llegaría a ser propietaria de una gran cantidad de estos títulos.

En diciembre de 2008 la Fed hizo públicos los detalles operativos de la forma de funcionamiento del TALF, pero en febrero de 2009 ya los estaba modificando para aceptar un conjunto más amplio de activos a modo de aval, no *más adecuado*, sino *más amplio*. Este proceso continuaría durante los meses siguientes, aceptando cada vez más y más activos como elegibles por el TALF. La Fed también dijo que incrementaría el volumen potencial de préstamos bajo el TALF hasta —agárrense bien— *1 billón de dólares*, lo que supuso un hito psicológico: las operaciones de rescate habían sumado otro cero. Las primeras compras del TALF —perdón, quiero decir *préstamos*— comenzaron en marzo de 2009, justo cuando la crisis estaba ya en cuarto menguante. Finalmente, el programa sólo creció hasta los 70.000 millones de dólares, muchísimo menos del potencial anunciado de 1 billón.



Pero eso no era todo, ni mucho menos. En la declaración publicada justo después de la reunión del 28 de enero de 2009 el FOMC anunció que era probable que añadiese títulos financieros a largo plazo emitidos por el Tesoro a su programa de compra de activos QE1. Estos activos eran, por supuesto, todo lo contrario a «problemáticos»; eran los activos más seguros que el dinero podía comprar. Tras su siguiente reunión, el 18 de marzo, el FOMC especificó que pretendía adquirir 300.000 millones de dólares en Bonos del Tesoro e incrementar su plan de compras de deuda de GSE y MBS hasta los 1,45 billones, para un bonito total de 1,75 *billones* de dólares. Impresionante.

De modo que, efectivamente, el gobierno estadounidense acabó *en última instancia* comprando, o comprando a medias —sólo el riesgo negativo—, activos por valor de unos 2 billones de dólares, aunque tan sólo una pequeña parte de ellos podrían considerarse «problemáticos». Simplemente, no lo hizo con el TARP. Sí, había argumentos a favor y en contra de la adquisición de activos problemáticos, pero tal vez la idea del TARP no era tan mala después de todo.

## **Medio lleno y medio vacío**

La correcta evaluación del TARP es importante, y los historiadores la llevarán a cabo durante décadas. Entre otras cosas, la valoración histórica tendrá una influencia decisiva en el posible despliegue en el futuro de un nuevo programa similar, tipo «lona», aunque hoy por hoy la valoración parece negativa. El TARP tiene una inmerecida mala reputación. ¿Por qué?

Desde mi punto de vista, el programa se vio debilitado —tanto económica como políticamente— por una serie de defectos de diseño y errores de mercadotecnia; errores que comenzaron con el desafortunado proyecto de ley de tres páginas presentado por Paulson, que fue un «error político» y un «error de comunicación», pero que era mucho más. De hecho, fue un ataque a la Constitución, y ese documento de tres páginas nunca debió haber visto la luz. El hecho de que finalmente lo hiciera hizo tambalearse la

confianza de los ciudadanos en el Departamento del Tesoro de Paulson, que precisamente estaba saliendo de las faldas de la Fed para situarse bajo los focos. Fue un mal comienzo.

Los errores continuaron con la derrochadora decisión de forzar inyecciones de capital en bancos que ni lo querían ni lo necesitaban, con la estúpida teoría de que tal procedimiento evitaría la estigmatización de otros receptores del TARP. La aplicación de esta errónea teoría llevó a Paulson a concebir unos términos en los acuerdos tan dulces para los bancos que escandalizaron a la ciudadanía, y lo que es más importante, se desperdició la oportunidad para incluir unos requisitos sobre niveles mínimos de préstamo y mitigación de ejecuciones hipotecarias, lo que podría haber ayudado en la recuperación de la economía. Al malgastar el dinero del TARP en quienes no lo necesitaban, tanto Paulson como Geithner se vieron obligados a administrar sus recursos restantes con demasiado cuidado: «Lo siento, no queda dinero para mitigar el desastre de las ejecuciones hipotecarias o para comprar activos problemáticos», acciones que de haberse llevado a cabo hubiesen mejorado la reputación del TARP, además de contribuir a la recuperación de la crisis.

Lo que me lleva a lo que en mi opinión fue el siguiente gran error, aunque muchos observadores no lo comparten: el cambio del propósito principal del TARP, pasando de la compra de activos problemáticos a la inyección de capital en los bancos. Aparte de atribuir al programa una perniciosa imagen de dar gato por liebre y de ir en contra de las intenciones del Congreso, esta funesta decisión parece basarse en la falsa premisa de que las inyecciones de capital conducirían a un gran aumento de los préstamos bancarios. Dadas las condiciones de crisis existentes en el momento, ¿cómo podía alguien haberse convencido de eso?

Pese a todo ello, el TARP funcionó, y probablemente mejor de lo que nadie esperaba. Sin embargo, el apuntalamiento del tambaleante edificio financiero no fue sólo cosa suya, sino que tuvo bastante ayuda.

Ya se han mencionado muchos de los creativos servicios de préstamo ideados por la Reserva Federal, que si se nombrasen uno detrás de otro parecerían una auténtica sopa de letras. Hasta el momento sólo he mencionado de pasada las compras de activos a gran escala por parte de la

Fed, tanto de Bonos del Tesoro como de instrumentos de deuda de GSE; más adelante volveremos sobre ellos. También está el importante Programa de garantía temporal de préstamos creado por la FDIC, que permitió a los principales bancos e instituciones no bancarias recuperar el acceso a los mercados de crédito. Por añadidura, la Fed y otros reguladores bancarios colaboraron en exhaustivas «pruebas de resistencia» sobre diecinueve grandes instituciones financieras durante la primavera de 2009; como veremos más adelante, estas pruebas tuvieron un éxito extraordinario.<sup>55</sup> Y aún había más.

Hasta la fecha se han llevado a cabo muy pocos estudios sobre los efectos más generales de este cajón de sastre de políticas relativas a los mercados financieros, y el único que conozco que *intenta* siquiera estimar el impacto macroeconómico de todo este batiburrillo fue publicado en julio de 2010 por Mark Zandi y por mí mismo. Nuestra metodología era muy simple y muy estandarizada: elegir un modelo estadístico de la economía de Estados Unidos —nosotros escogimos el modelo analítico de Moody's— y llevar a cabo simulaciones *con* y *sin* las políticas; las diferencias entre ambas simulaciones podían considerarse como estimaciones de los efectos de las mismas. Por supuesto, la validez de estas estimaciones estaba sujeta a la del modelo, pero nuestras estimaciones eran muy llamativas: por ejemplo, estimamos que para 2011 el PIB real era aproximadamente un 6 por ciento más alto, la tasa de desempleo era casi 3 puntos porcentuales menor, y 4,8 millones de estadounidenses más tenían empleo gracias a las políticas sobre mercados financieros (en comparación con el uso del *laissez-faire*). Sin estos efectos, y sin los estímulos fiscales (tema principal del siguiente capítulo), la pesadilla de la Gran Depresión II se hubiese convertido en una aterradora realidad.

Y a propósito, ¿he mencionado ya que los 700.000 millones de dólares del TARP apenas costaron nada a los contribuyentes? El problema es que muy pocos estadounidenses conocen ese pequeño secreto.

## Estímulo, estímulo, ¿por qué eres tú, estímulo?

56

Si no actuamos con rapidez, una economía que ya está en crisis se enfrentará a una catástrofe.

BARACK OBAMA,  
presidente de Estados Unidos,  
5 de febrero de 2009

John Maynard Keynes, el gran economista británico, murió en el año 1946. Sin embargo, su fantasma aún vive: cuando las economías de todo el mundo se contrajeron bruscamente a finales de 2008 y principios de 2009, los gobiernos comenzaron a tener visiones sobre la década de los treinta y acudieron de inmediato a las enseñanzas de lord Keynes. En el caso de los bancos centrales, ello suponía dejar los tipos de interés en los huesos y abrir al máximo los grifos monetarios, aunque los sistemas monetarios de muchos países estaban realmente atascados por el embrollo financiero, y para los presidentes y primeros ministros, congresos y parlamentos, la conversión al keynesianismo significaba la reducción de impuestos, el aumento del gasto público, o ambas cosas a la vez. En ambos casos, la idea era la misma: dar al consumo total un muy necesario impulso, un *estímulo*.

Pero en Estados Unidos y en Europa el apego a la economía keynesiana ha sido siempre, y lo sigue siendo, muy escaso. Por las razones que sea, las políticas económicas propugnadas por Keynes siempre se han asociado con el

extremo liberal del espectro político, incluso a pesar de la famosa proclamación de Nixon, quien aseguró que «en materia económica, ahora soy un keynesiano». Por tanto, la mayor parte del bando republicano se opuso a los estímulos keynesianos desde el principio, acusando a los estímulos fiscales de intromisión en el libre mercado y de extralimitación por parte del gobierno, además de ser un derroche innecesario. La batalla partidista sobre los estímulos durante las primeras semanas de la Administración Obama contribuyó a sembrar las semillas de la severa respuesta negativa que vendría más adelante.

## ECONOMÍA KEYNESIANA Y ESTÍMULOS

La teoría económica de Keynes se basa en la premisa de que el desempleo aparece cuando la demanda total o agregada de una economía no alcanza la capacidad de dicha economía para ofrecer bienes y servicios. Cuando no se venden productos, se pierden puestos de trabajo.

La demanda agregada, por su parte, procede de dos fuentes: el sector privado (que constituye la mayor parte) y el gobierno. En ocasiones, la demanda agregada es demasiado elevada —los productos desaparecen de las estanterías y hay gran necesidad de fuerza de trabajo— y la inflación sube; en otras, la demanda agregada se queda corta, los bienes son difíciles de vender y los trabajos difíciles de conseguir. En este segundo caso, según la argumentación de Keynes en los años treinta, los gobiernos pueden incentivar la creación de empleo mediante la reducción de los tipos de interés (lo que actualmente se conoce como «aflojar la política monetaria»), el incremento de su propio gasto o la reducción de los impuestos a los ciudadanos (actualmente, «aflojar la política fiscal»). Y siguiendo la misma lógica, cuando existe demasiada demanda, los gobiernos pueden luchar contra la inflación real o incipiente elevando los tipos de interés («tensando la política monetaria»), reduciendo su gasto o aumentando los impuestos («tensando la política fiscal»). Todo ello forma parte también de la doctrina keynesiana, aunque Keynes no hizo mucho hincapié en ella durante la Gran Depresión.

Dejando a un lado la teoría subyacente, la idea política central defendida por Keynes es que el gobierno puede —y según el propio Keynes, debe— actuar como una especie de contrapeso económico, incentivando la demanda agregada cuando es demasiado débil y conteniéndola cuando es demasiado fuerte. Durante décadas los economistas estadounidenses dieron por sentado que la mayor parte de ese trabajo tenía que llevarlo a cabo la política monetaria, pues pensaban que la política fiscal era demasiado lenta, demasiado engorrosa y demasiado política; y en los meses

posteriores a la quiebra de Lehman Brothers, la Reserva Federal fue de hecho la que puso todos los esfuerzos, mientras que la política fiscal no hizo nada. Pero ¿qué ocurre cuando, como más o menos era ya el caso en diciembre de 2008, el Banco Central ha hecho todo lo que está en su mano y la economía sigue hundiéndose? Pues ésa es la razón por la que todas las miradas comenzaron a centrarse en el Congreso y el presidente —es decir, en los estímulos fiscales— tras las elecciones de noviembre de 2008.

## Una transición extremadamente inoportuna

El largo período de transición en 2008-2009 no pudo llegar en peor momento. La economía estadounidense estaba ya en mala situación y debilitándose cuando el senador Barack Obama fue elegido presidente el 4 de noviembre de 2008, pero cuando al fin juró su cargo setenta y siete días después estaba en una situación mucho peor; según una encuesta basada en nóminas, en octubre de 2008, primer mes completo tras la quiebra de Lehman, se perdieron 489.000 empleos, seguidos de otros 2,3 millones mientras el presidente electo aguardaba entre bastidores a su toma de posesión: 803.000 en noviembre, 661.000 en diciembre y 818.000 en enero. La economía se iba a pique como un barco con una gran vía de agua, y el empleo se hundía con él porque los asustados empresarios reducían sus plantillas. No es de extrañar, por tanto, que el periódico satírico *Onion* («Cebolla») encabezase la portada de su edición del 5 de noviembre con el irónico titular de «Un hombre negro debe hacerse cargo del peor trabajo del país».

Poco después otro enorme problema cayó en la tolva económica. Cinco días después de las elecciones, General Motors, en su día una de las corporaciones más poderosas de Estados Unidos y que aún daba empleo a casi 100.000 personas, anunció que se quedaría sin liquidez a mediados de 2009 a menos que recibiese asistencia por parte del gobierno, vendiese activos o se fusionase con otra compañía (posteriormente reduciría su estimación de tiempo). GM no era la única en esta situación, pues una larga sucesión de malas decisiones empresariales, combinadas con la competencia efectiva procedente del extranjero y el incremento de los precios del petróleo

(lo que redujo la demanda de los vehículos de gran consumo), había puesto de rodillas a la industria automovilística estadounidense. Y entonces llegó la severa recesión, que amenazó con propinar el golpe definitivo que mandaría a dicha industria a la lona.

El 18 de noviembre de 2008, los consejeros delegados de GM, Ford y Chrysler se presentaron en una sesión del Congreso para intentar — finalmente sin éxito— solicitar ayuda federal. Mostrando una asombrosa falta de sensibilidad política, los tres volaron a Washington para suplicar la concesión de dinero de los contribuyentes ¡en sus jets corporativos! Sin embargo, apariencias aparte, la bancarrota de los Tres Grandes de Detroit parecía una posibilidad muy real que tendría funestas consecuencias para sus intermediarios, proveedores y empleados, por no mencionar a estados como Michigan y Ohio, y ya no digamos para la tambaleante economía nacional.

El 19 de diciembre, el ultraconservador presidente Bush dejó que el pragmatismo se impusiese a la ideología y aprovechó el dinero del TARP para crear préstamos puente de miles de millones de dólares para GM y Chrysler (Ford estaba en mejor situación). «¿Puentes para qué?», se preguntó mucha gente. Bueno, básicamente puentes hacia la inminente Administración Obama, que se vio obligada a sumar otro gran dolor de cabeza a su lista de tareas pendientes (*La pelota está en tu tejado, Barack*). El «autorrescate», como se le llamaría más tarde, tendría finalmente las huellas dactilares de Obama por todas partes. Pero en diciembre de 2008 aún no era el presidente.

Aunque la Fed y Bernanke seguían trabajando con ahínco en sus políticas monetarias, la falta de liderazgo presidencial durante aquellos meses críticos fue muy pernicioso. Encontrar al presidente Bush se asemejaba un poco al juego «¿Dónde está Wally?», pues se sabía que estaba por ahí, en alguna parte, pero por lo general al presidente en funciones ni se le veía ni se le oía. La cadena CBS News estimó posteriormente que pasó de vacaciones casi un tercio de lo que le quedaba de mandato, con frecuencia en su rancho de Texas. Y la impresión es que fue aún más tiempo. Bush parecía estar alarmantemente desconectado de la realidad, y a efectos prácticos delegó la totalidad de la gestión de la crisis económica en su secretario del Tesoro.

Al presidente electo Obama, por el contrario, sí se le veía y se le oía a menudo. De hecho, aparecía continuamente en los medios de comunicación, y naturalmente la ciudadanía de Estados Unidos se volcó con gran expectación hacia su nuevo líder, que anunciaba la llegada del «cambio». Después de todo, un afroamericano acababa de ser elegido presidente de Estados Unidos; ¿acaso no significaba eso que podía incluso caminar sobre las aguas? Las esperanzas puestas en Barack Obama fueron tan altas que no podía hacer otra cosa que defraudarlas.<sup>57</sup> Pero hasta el 20 de enero de 2009 no tenía el poder para hacer nada, excepto formar un equipo de gobierno y trazar sus planes.

Para lidiar con la amenaza de la catástrofe económica, Obama reunió lo que por entonces muchos consideraron un *Dream Team*, un «Equipo de Ensueño». Como secretario del Tesoro nombró a Tim Geithner: inteligente, muy experimentado y curtido en mil batallas tras luchar contra crisis financieras en el Departamento del Tesoro de la Administración Clinton y como presidente de la Fed de Nueva York, por lo que también traía consigo el bagaje político de los casos de Bear Stearns, Lehman Brothers, AIG y todo lo demás. Geithner, según parece, superó por muy poco a Larry Summers, que había sido el último secretario del Tesoro de Bill Clinton y deseaba recuperar su antiguo trabajo. No deja de ser irónico, ya que Geithner había seguido a Summers ascendiendo en el escalafón del Tesoro durante la Administración Clinton, comenzando como su asistente personal en 1993 y terminando como uno de sus subsecretarios en 2000; hasta ese momento siempre había sido su subordinado.

Este hecho parecía ser un posible problema cuando Obama dio una vuelta de tuerca más y nombró a Summers su asesor económico a nivel nacional, como director del Consejo Nacional de Economía (NEC). Todo el mundo sabía que Summers era un hombre brillante, y él mismo estaba siempre dispuesto a recordárselo a quien lo olvidase; pero aun siendo una de las personas más inteligentes del mundo, no estaba entre los mejor organizados, y también era áspero, autoritario y beligerante. Es posible que semejantes rasgos de personalidad no fuesen los ideales para el papel de director del NEC, quien se supone que debe ser el «corredor de Bolsa honesto» que medie entre todos los conflictos de intereses y las



personalidades existentes en el equipo económico del presidente. Geithner y Summers no tardaron mucho en enzarzarse en disputas, aunque generalmente de forma amistosa; según uno de sus colegas de Administración, «[Larry] veía a Tim como alguien más joven e inexperto, y aunque respetaba su cargo, le consideraba en cierto modo como un estudiante de grado superior que necesitaba comentarios y críticas».

Como director de presupuesto, Obama designó al economista Peter Orszag. Aunque sólo tenía cuarenta años, Orszag había acumulado ya una valiosa experiencia como director de la Oficina Presupuestaria del Congreso, y era un reconocido experto en presupuestos federales, especialmente en el ámbito sanitario, lo que resultaría ser muy útil. El nombramiento suscitó aplausos casi unánimes; según *The Washington Post*, «En el Capitolio, las reacciones ante el ascenso de Orszag rozaron el éxtasis bipartidista».<sup>58</sup> Pero no pasó mucho tiempo antes de que Orszag y Summers prácticamente se declarasen la guerra.

Completando el cuarteto de consejeros economistas, Obama escogió a Christina, *Christy*, Romer, catedrática de la Universidad de California Berkeley, que al igual que Bernanke era una experta en la Gran Depresión, para presidir el Consejo de Asesores Económicos (CEA). Romer era prácticamente una desconocida en Washington, y ella misma no conocía la ciudad; tampoco tenía ninguna relación previa con Obama, al contrario que Austan Goolsbee, que había sido su principal asesor económico durante su campaña electoral y que se vio extrañamente relegado en favor de Romer.

El *Dream Team* comenzó muy pronto a tener pesadillas: Orszag chocó en repetidas ocasiones con Summers y fue el primer miembro del cuarteto en dejar su puesto (en julio de 2010); Romer, que demostró tener mucho temple y agallas en un trabajo con poco poder de decisión, le siguió unos meses después (el periodista Ron Suskind informó de ella que se sentía «cada vez más aislada en su trabajo, excluida por Summers de los debates más amplios», aunque al marcharse declaró que Summers era uno de sus mejores amigos, lo que arruinó su reputación de persona honesta), y el propio Summers dejó la Casa Blanca a finales de año. Los tres se habían dejado la piel trabajando en sus puestos. Tan sólo Geithner, el primus inter pares, duró dos años más, e incluso aguantó más allá de las elecciones de 2012.

El cuarteto mencionado parecía completar la estructura del equipo, ¿verdad? Pues no. Obama añadió posteriormente un conjunto de «zares» con responsabilidades especiales en áreas cruciales de política económica y que no respondían directamente ante Geithner, Summers ni Orszag. Concretamente, Nancy-Ann DeParle fue nombrada zarina del área de la sanidad,<sup>59</sup> y Carol Browner pasó a ser la zarina de energía y cambio climático. Sin duda dos personas con talento y experiencia, pero ¿acaso la sanidad, la energía y el clima no son asuntos que atañen a la política económica? ¿Cómo podían DeParle y Browner estar al mando si existían un secretario del Tesoro y un director del NEC? Muy buena pregunta, a la que Summers, según parece, no dudaba en responder que no lo estaban.

Finalmente, estaba el comodín, Gene Sperling. Sperling, que había ocupado el cargo supremo en el NEC durante la segunda Administración Clinton, ocupó una posición en el Tesoro que podría definirse como «pez gordo sin función definida», un puesto específicamente creado para concederle un sitio en cualquier mesa de deliberaciones. Oficialmente, era consejero del secretario, pero en la práctica a Sperling se le concedió una especie de licencia de trashumancia, lo que le permitía presentarse en cualquier reunión y tratar de influir en los asuntos que le diese la gana. Y al ser una inagotable fuente de energía que podía trabajar más y aguantar más que casi cualquier otro, Sperling escogía casi todo, naturalmente. Cuando Summers dejó su puesto, Sperling tomó el relevo.

Era un equipo con mucho talento, de eso no había duda. Pero la actitud de Summers, que se comportaba como un elefante en una cacharrería, era preocupante, y con Geithner y Summers en los dos primeros puestos, todo parecía —y probablemente lo era— demasiado pro Wall Street para el momento. Además, los participantes estaban situados en un organigrama infernal. ¿Cómo conseguía funcionar? Orszag reveló más tarde a Suskind que no funcionaba: «Creo que parte del problema era que las líneas organizativas estaban tan enmarañadas desde el principio que nadie estaba muy seguro de su propio papel o de cuál era su supuesta función. ¿Cuál es el equipo de economía? ¿Cuál es el equipo de sanidad?».

Aún quedaba otro problema, que atormentaría al gobierno una y otra vez: en un momento traumático y de profunda ansiedad económica, con nuevas políticas apareciendo aquí y allá a la velocidad del rayo, ¿quién iba a ser el principal portavoz económico de la Administración? ¿Quién explicaría las cosas a la gente? Reconstruir la economía iba a suponer un esfuerzo titánico, largo, duro y complicado. ¿Quién poseía la suficiente elocuencia y perseverancia como para proporcionar una narrativa coherente a una ciudadanía asustada y desorientada?

El secretario del Tesoro es la opción obvia en la mayoría de las administraciones, pero todo el mundo se dio cuenta rápidamente de que, pese a sus múltiples talentos, Geithner era y es un orador horroroso. Si se le mete en una habitación donde poder interactuar con un pequeño grupo, se le pide que improvise sobre la marcha y se le dan problemas enrevesados que resolver, brilla con luz propia; yo mismo he sido testigo de ello en numerosas ocasiones. Pero si se le pone ante un micrófono con un apuntador electrónico y una gran audiencia tras las cámaras, se pone más tieso que un palo; su discurso entrecortado y torpe sencillamente no funciona, y su diminuta estatura tampoco ayuda.

¿Summers, entonces? En tanto que antiguo profesor, sin duda podría ofrecer discursos coherentes y bien organizados, repletos de adjetivos aliterados, llamativos adverbios y metáforas cargadas de significado; y podría hacerlo sin necesidad de notas (recordemos que es una persona brillante). Pero lo cierto es que los discursos de Summers siempre resultaban una mezcla de arrogancia y malas pulgas, por lo que pese a su enorme valía entre bambalinas la Administración se mostraba muy reacia a servirse de él como imagen pública. Por otro lado, puede que Orszag deseara el papel, o puede que no, pero el caso es que no se lo ofrecieron. Así pues, fue Romer la encargada de llevar a cabo esta labor en mayor medida que cualquier otro miembro del equipo económico; pese a que la presidenta del CEA era el miembro con menor autoridad del cuarteto, era supuestamente la más tecnócrata de todos y nunca había tenido relación con Obama.

En realidad, el puesto de portavoz principal en materia de política económica recayó en *políticos* <sup>60</sup> como David Axelrod —que no eran los mejor preparados para ello— o en el propio presidente Obama, lo que

significaba que realmente nadie lo quería. Durante la crisis y el período posterior, el joven y elocuente presidente pronunció un número sorprendentemente reducido de discursos sobre la economía y sus políticas económicas. No es de extrañar, por tanto, que el pueblo estadounidense nunca lo «pillase» realmente: nunca se formó una imagen mental clara de cómo se habían visto inmersos en semejante lío, nunca entendió cómo se suponía que las políticas de Obama les iban a sacar de él, y nunca se tragó el argumento de que la situación hubiese sido mucho peor sin los estímulos, el TARP y todo lo demás. Por el contrario, para muchos ciudadanos la «Obamanomía» no era más que un batiburrillo incoherente, y sin mucho éxito por cierto. El presidente y el país entero acabarían pagando este fracaso a la hora de comunicar, educar y convencer.

## **¿Rayo láser o perdigonada dispersa?**

Durante la transición, y aún tras el discurso de investidura, el 20 de enero de 2009, el pueblo estadounidense prestó mucha atención a su economía en proceso de desintegración. Por supuesto, había dos guerras en marcha y otros temas apremiantes, pero no cabía duda de qué era lo que ocupaba las mentes de la ciudadanía: en las memorables palabras de James Carville, «era la economía, estúpido». Según una encuesta de Gallup publicada justo antes de la toma de posesión, aproximadamente el 76 por ciento de los encuestados escogió la economía, el desempleo o la «falta de dinero» como el problema más importante al que se enfrentaba la nación; en comparación, la principal preocupación no económica, la guerra de Iraq, tan sólo alcanzaba el 13 por ciento. Estos datos no deben sorprender, pues después de todo había un desastre económico en pleno desarrollo; los estadounidenses se habían visto forzados a interpretar contra su voluntad el papel de extras en una mala película, por lo que se encontraban buscando desesperadamente a un héroe tipo John Wayne que acudiese en su ayuda. ¿Cómo les salvaría el dinámico nuevo presidente de la caída en barrena a la que se habían visto abocados? Porque podía sacar conejos de su chistera, ¿verdad?

Bill Clinton, el anterior presidente demócrata, se había comprometido durante su transición a «centrarse como un rayo láser sobre la economía», lo que contribuyó a enmarcar y definir su presidencia. Al parecer Barack Obama no deseaba tener las limitaciones de ese marco, pues pretendía alcanzar mucho más, incluyendo el ámbito de la sanidad; por ello, no realizó tal declaración. Y eso lo perjudicó.

No es que centrarse como un rayo láser sobre la economía hubiese dejado a Obama mucho tiempo libre para practicar su *swing* en el campo de golf. El nuevo presidente debía sacar la economía de la recesión más profunda desde la década de los treinta, presumiblemente con un gran paquete de estímulos fiscales. Tenía que asegurarse de que la economía crecía con la suficiente rapidez como para crear empleos, empleos y más empleos, pues desde el Día de Lehman en septiembre de 2008 se habían perdido cerca de 3 millones de puestos de trabajo, y aún desaparecerían otros 4,3 millones antes de que las nóminas tocasen fondo por fin en febrero de 2010.

Contenga el aliento: el presidente también tenía que aplicar numerosos torniquetes a la hemorragia del sistema financiero y después cuidarlo hasta que recuperase la buena salud, entre otras cosas usando lo que quedase del odiado TARP; al mismo tiempo, tenía que hacer frente al inminente tsunami de ejecuciones de hipotecas de viviendas, que amenazaba con dejar a millones de familias en la calle; seguidamente, casi seguro que tenía que desarrollar y proponer una reforma completa del sistema de regulación financiera, que había fracasado estrepitosamente, con espantosas consecuencias, en su labor de protección del país y sus habitantes, y además necesitaba un plan para rescatar a los Tres Grandes fabricantes de automóviles o al menos limitar los efectos colaterales de su defunción. Vale, ya puede respirar.

Ésta era una lista de tareas pendientes mucho más complicada que la heredada por Clinton, y prácticamente cada uno de los apartados requería que Obama lograra hacer aprobar una legislación realmente controvertida en un Congreso extremadamente beligerante y partidista. Además, dicha lista incluía únicamente los temas *económicos* que no quedaba otro remedio que intentar solucionar —los *obligatorios*, podría decirse—, pero también estaban los temas *opcionales*, incluidos algunos tan importantes y complejos como la

reforma del sistema sanitario, que había sido un punto crucial en la campaña de Obama, y las políticas sobre energía y cambio climático, que también tenía muy presentes. Y aparte de todo esto, también había muchos temas no tan opcionales *fuera* de la esfera económica, como las guerras en Iraq y Afganistán (que no parecían terminarse nunca), lo que pudiese hacerse con Pakistán, la finalización de las torturas y el cierre de Guantánamo, la inmigración ilegal y mucho más.

Todo lo mencionado supondría una sobrecogedora lista de tareas para un político veterano con una larga experiencia ejecutiva, una extensa red de contactos en Washington y un profundo conocimiento sobre el funcionamiento burocrático del Congreso; desde luego, se trataba de la agenda política más complicada a la que había tenido que enfrentarse un presidente recién elegido por primera vez desde la que tuvo Franklin D. Roosevelt en 1933. Pero en enero de 2009, todo ello cayó en las manos de un presidente joven y novato cuya experiencia política a nivel nacional consistía en apenas dos años como senador antes de entrar en campaña. Tan sólo cuatro años y medio antes, Barack Obama había estado enseñando derecho en la Universidad de Chicago y prestando servicio en la Asamblea Legislativa del estado de Illinois.

El nuevo presidente tomó muy pronto una fatídica decisión, que a la postre acabaría por definir su mandato presidencial: iba a intentar ser un presidente transformador. No se limitaría a las tareas pendientes, sino que por el contrario prestaría atención también a otras cosas que igualmente la requerían (¿No era éste el principio de Emanuel? «Nunca se debe desaprovechar una buena crisis»). O, por situarlo bajo una luz menos favorable, adoptaría una táctica de perdigonadas, intentando acertar a todo al mismo tiempo, en lugar de «centrarse como un rayo láser en la economía». Geithner no se mostró de acuerdo con la táctica de su nuevo jefe, y le insistió: «Su logro principal debería ser prevenir otra Gran Depresión». A lo que Obama respondió: «Eso a mí no me basta».

En muchos sentidos, fue una decisión admirable. Por ejemplo, todos los presidentes demócratas desde Harry Truman en 1947 habían realizado un gran esfuerzo por lograr la implantación de un sistema sanitario universal, todos ellos sin éxito. ¿Sería éste el momento por fin? (Lo era). Y en ese caso,

¿dejaría Obama pasar la ocasión? (No lo hizo). Pero los historiadores debatirán durante años si fue una decisión acertada. Un asistente de la Casa Blanca confesaría posteriormente: «Nadie se imaginó que tendríamos que reunir toda la fuerza de la Administración y dedicarla al sistema sanitario, tanto de forma privada como pública, pero eso es lo que finalmente tuvimos que hacer». Deberían de haberlo sabido.

Entre sus muchos efectos secundarios, la decisión de Obama de intentar hacerlo todo simultáneamente suponía que su atención personal y la de su Administración debían dispersarse en un sinnúmero de complejos asuntos. Significaba que los circuitos del Congreso se sobrecargarían y que el nuevo presidente vería cómo su capital político se iba consumiendo en un vasto conjunto de problemas, lo que creó confusión entre la ciudadanía acerca de lo que Barack Obama realmente deseaba conseguir. ¿*Qué* figuraba exactamente en la agenda de este nuevo presidente? «Todo» no es una respuesta válida. Y, en relación con los temas de este libro, la ausencia de un objetivo concreto y definido tuvo como consecuencia que los estadounidenses nunca se hicieron una idea clara de la estrategia económica del presidente Obama (*Pero vamos a ver, ¿en qué nos ayuda un sistema sanitario universal a salir de la recesión?*).

Y aún existía otro enorme problema, que, en realidad, más bien era una barrera insuperable. El *candidato* Barack Obama había declarado su intención de superar el amargo partidismo existente durante los años de Clinton y Bush hijo, afirmando que deseaba llegar a ser un presidente *pospartidista*: «Si seguimos pensando que podemos continuar usando el mismo manual partidista en el que simplemente ponemos en entredicho el patriotismo de nuestro oponente para ganar las elecciones, el pueblo de Estados Unidos saldrá perdiendo. La situación es demasiado seria para este tipo de política». Tras las elecciones, un asistente de la Casa Blanca reveló a Noam Scheiber que «todos estábamos convencidos de que el voto ciudadano era tan fuerte [...] que los republicanos tendrían que hacerse bipartidistas».

Aún hoy me apena semejante ingenuidad. Un tango bipartidista requiere dos partes, y el bando republicano del Congreso no tenía ningunas ganas de bailar. Por el contrario, tal y como confesaría más tarde con pasmosa honestidad el líder del grupo minoritario del Congreso, Mitch McConnell

(republicano por Kentucky): «El objetivo más importante que queremos conseguir es que el presidente Obama no gobierne más de un mandato». Cuando el *presidente* Obama se encontró con el Congreso de Estados Unidos en enero de 2009, el Partido Republicano estaba armado hasta los dientes y listo para presentar batalla.

## **Mientras tanto, en la Reserva Federal...**

En Constitution Avenue, ubicación de la sede de la Fed, no había rencillas entre republicanos y demócratas, aunque sí continuaban las discusiones habituales entre halcones, siempre pendientes de la inflación, y palomas, angustiadas por el desempleo. Sin embargo, a finales de 2008, la agenda política de la Fed estaba muy clara: Bernanke y sus colegas seguían centrando sus esfuerzos en hacer todo lo que estuviese en su mano para rescatar el renqueante sistema financiero y amortiguar el golpe de la recesión.

La reunión del FOMC celebrada el 16 de diciembre de 2008, la última de la Administración Bush, marcó un hito en el desarrollo de la crisis. Durante los tres meses que habían transcurrido desde el Día de Lehman, la frágil economía estadounidense había rodado hacia el desastre y la Fed había emprendido numerosas acciones drásticas, la mayoría de las cuales no agradaban a los halcones del Banco Central. Antes de esta reunión, se especuló ampliamente acerca de lo que la Fed debería, podría o iría a hacer a continuación.

Se barajaban tres posibilidades. La primera era una política de mercado abierto convencional; aunque el tipo de interés de los fondos federales ya había descendido hasta un ultrarreducido 1 por ciento, el FOMC aún podía reducirlo más (los mercados pensaron que un recorte de 50 puntos básicos era lo más probable). En la segunda, el comité podría intentar reducir los tipos de interés a largo plazo comprometiéndose a mantener el tipo de interés «a un día» en niveles bajos durante mucho tiempo, lo que algunos denominaron la «política de la boca abierta»; la idea se basa en la *teoría de las expectativas de la curva de rendimiento*, que se detalla en el siguiente recuadro. Y la tercera consistía en que la Fed podría continuar incrementando su balance,



que ya había crecido desde los 924.000 millones de dólares en la semana anterior a la quiebra de Lehman hasta 2,26 billones el 11 de diciembre. ¿Cuál sería la opción que acabaría escogiendo la Fed?

## LA TEORÍA DE LAS EXPECTATIVAS DE LA CURVA DE RENDIMIENTO

La idea de que los tipos de interés a medio y largo plazo dependen de las creencias (o expectativas) sobre el posible valor futuro de los tipos de interés a un día (como el de los fondos federales) se denomina Teoría de las expectativas de la curva de rendimiento, y es la base de aquellas políticas de la Reserva Federal que establecen compromisos de forma implícita o explícita sobre los futuros tipos de interés.

Veamos un ejemplo sencillo: si el dinero a un día cuesta hoy un 2 por ciento (anualizado), y el mercado espera que ese dinero a un día cueste mañana un 3 por ciento, ¿cuánto debería costar hoy el dinero a dos días? Piénselo. Si usted pide dos préstamos a un día consecutivos, su coste medio esperado será del 2,5 por ciento: el 2 por ciento del primer día más el 3 por ciento del segundo día dividido entre dos; pero si, por el contrario, pide usted prestado a dos días, el tipo de interés solicitado también debería ser del 2,5 por ciento, ya que dos estrategias simples de préstamo de dinero a dos días deberían costar lo mismo.

Ahora, amplíemos este razonamiento a un período de tiempo más largo: el tipo de interés a un año debería ser aproximadamente el promedio de todos los tipos de interés a un día esperados durante los siguientes 365 días, el tipo a dos años debería ser el promedio de tipos de interés a un día esperados durante los próximos 730 días, y así sucesivamente. Tome buena nota del papel crucial de las expectativas sobre el futuro a la hora de determinar los tipos de interés a largo plazo actuales.

Cuando la Fed declaró en diciembre de 2008 que mantendría los tipos de interés de los fondos federales en valores próximos a cero «durante algún tiempo», instiló en la mente de los participantes del mercado la creencia de que estos tipos de interés se mantendrían cerca de cero durante... ¿cuánto tiempo? Nadie lo sabía exactamente, porque la frase «durante algún tiempo» es bastante imprecisa, pero sin duda abarcaba al menos de tres a seis meses; esto debería haber causado el descenso de los tipos de interés a un día esperados durante esos tres a seis meses. De igual forma, cuando la Fed declaró en agosto de 2011 que mantendría los tipos de los fondos cerca del 0 por ciento durante casi dos años, los tipos de interés a un día esperados deberían haber descendido también hasta casi el 0 por ciento durante al menos dos años. En cierto modo, los anuncios de la Fed influyen sobre los tipos de interés a medio y largo plazo.

Finalmente se utilizaron las tres opciones: según el propio FOMC, decidió emplear «todas las herramientas disponibles» para luchar contra la recesión, aunque por supuesto Bernanke iba creando esas herramientas según las iba necesitando. Para empezar, el tipo de interés de los fondos federales fue recortado, pasando del 1 por ciento a una horquilla entre 0 y 25 puntos básicos, lo que constituyó su mayor recorte en veintiséis años y sin duda más de lo que los mercados esperaban. Durante el siguiente año, el promedio del tipo de interés efectivo sobre fondos federales fue de 16 puntos básicos.

En segundo lugar, el acta resumen de la reunión añadió palabras de compromiso: «La situación de debilidad de la economía probablemente garantice unos niveles excepcionalmente bajos de tipos de interés de fondos federales durante algún tiempo». Traducción: «Amigos, vamos a mantener el tipo de interés de los fondos dentro de ese margen durante bastante tiempo». Dos reuniones más tarde, el FOMC cambió la frase «durante algún tiempo» por «durante un período de tiempo prolongado», que duraría hasta agosto de 2011, momento en el que modificó su compromiso y lo alargó «al menos hasta la segunda mitad de 2013», y posteriormente a períodos aún más prolongados.

En tercer lugar, el FOMC prometió más ampliaciones de su balance, y en varios frentes: se aseguraría de «incrementar sus compras de deuda corporativa y de títulos financieros de base hipotecaria», así como de «evaluar los potenciales beneficios de la compra de Bonos del Tesoro a más largo plazo» (en la jerga de la Fed, esto significaba que finalmente así lo harían) y, además, comenzaría a adquirir activos privados acogándose al Servicio de préstamos para compra a corto plazo de títulos basados en activos (TALF) «a principios del próximo año» (las compras del TALF comenzaron el 3 de marzo de 2009).

Era el triplete perfecto. Los mercados se levantaron y vitorearon la agresiva respuesta de la Reserva Federal, el S&P 500 se elevó un 5 por ciento ese mismo día y los halcones de la Fed siguieron su camino gritando y pataleando (en su fuero interno); las nefastas perspectivas estaban superando con creces su habitual celo por el control del dinero. La buena noticia era que

Bernanke y las palomas del FOMC habían asumido firmemente el control, y la mala que la Fed estaba a punto de quedarse sin munición. Las miradas se volvían hacia las políticas *fiscales*.

## **Planificación de estímulos fiscales**

El equipo de transición de Obama se ocupó de formular planes para un gran paquete de estímulos fiscales que en última instancia se convertirían en la Ley estadounidense para la reinversión y la recuperación, de 2009 (ARRA), la «Ley de Recuperación», para abreviar.

El año anterior, el presidente Bush había promulgado un modesto paquete de estímulos fiscales; incluso el título del proyecto de ley incluía la palabra «estímulo», que por entonces el grupo republicano aún no consideraba un término peyorativo. En febrero de 2008, con el aumento del riesgo percibido de recesión, el Congreso aprobó la Ley de estímulos económicos, y el presidente se apresuró a firmar su inclusión en la legislación vigente. Esta ley adoptaba el remedio estándar que la Administración Bush empleaba para todo, fuese cual fuese el problema: el recorte fiscal. En este caso concreto, la mayoría de los contribuyentes de Estados Unidos recibió un único reembolso fiscal de entre 300 dólares y 600 dólares para individuos, y de entre 600 dólares y 1.200 dólares para matrimonios, y, como de costumbre, también se establecieron diversos recortes fiscales para empresas, cuyo objetivo era incentivar la inversión. El coste estimado anual del paquete fue de cerca de 150.000 millones de dólares, aproximadamente el 1 por ciento del PIB.

Durante el debate sobre ese proyecto de ley, algunos economistas liderados por Larry Summers, por entonces aún un simple (pero ruidoso) ciudadano, desarrollaron un sugestivo nuevo catecismo de cara a la elaboración de cualquier programa de estímulos: tal programa debería ser oportuno, dirigido y temporal (en inglés, *Timely, Targeted, Temporary*), por lo que dicho catecismo pasó a conocerse como las Tres T. Estas Tres T serían un tormento para Summers y sus colegas de la Administración Obama sólo un año más tarde.

*Oportuno* quería decir que el estímulo o incentivo debía actuar con celeridad. Esta máxima chocaba contra la idea favorita de algunos demócratas: el gasto de dinero en infraestructuras públicas. La construcción de carreteras y puentes puede ser maravillosa para hacer méritos ante los ciudadanos, pero según muchos economistas liberales simplemente no encaja en un paquete de estímulos a corto plazo, pues su ritmo de implantación es demasiado lento y no puede acelerarse. Si los ingenieros dicen que el tiempo necesario para construir un puente es de dos años, pero se insiste en acortarlo a seis meses, ¿usted lo cruzaría con tranquilidad?

*Dirigido* se refería a que el programa debería tener un fuerte impulso agregado en la demanda por cada dólar no recibido por el gobierno en su recorte fiscal. El gobierno, después de todo, tenía en sus manos un problema de déficit presupuestario, y el gasto de dinero público en ámbitos sin mucha demanda agregada no lograría otra cosa que incrementar este déficit sin estimular la economía lo suficiente.

*Temporal* era algo obvio, y virtualmente inherente a la idea misma de estímulo fiscal. Los estímulos no pretenden ni aumentar el tamaño del sector público (tal y como afirmaban algunos de sus críticos) ni reducir la base de ingresos (tal y como deseaban algunos de esos mismos críticos). Por el contrario, la idea básica tras los estímulos fiscales es estimular a corto plazo la demanda agregada y *después desaparecer*. De esta forma, se puede estimular la economía cuando sea necesario sin dañar las perspectivas presupuestarias a largo plazo, que incluso entonces eran espantosas.

Aunque la cantidad exacta no se sabe con seguridad, existen pocas dudas de que los reembolsos fiscales de 2008 fueron para la economía estadounidense como una pequeña vacuna en el brazo. Pero tras las elecciones, a medida que la economía se deslizaba hacia lo que ya comenzaba a parecer un abismo, esa «pequeña» vacuna resultó ser claramente insuficiente, por lo que durante la transición el equipo de Obama comenzó a planificar un paquete de estímulos fiscales mucho más importantes, con vistas a presentarlo como una de las primeras medidas de la nueva Administración. Como dijo Goolsbee en noviembre en el programa de CBS News «Face the Nation»: «Ya está bien de titubeos; ahora empieza lo serio». Traducción: «Un estímulo del 1 por ciento del PIB no es más que calderilla».

Muy pronto, los planes de estímulos de Obama comenzaron a provocar feroces disputas internas y a tener más agujeros que un colador; lo cierto es que no pasaron de globos sonda. Es probable que el equipo de transición no tuviera ni idea de lo que estaba a punto de venírsele encima; parafraseando nuevamente a Barney Frank, el compromiso nacional sobre bipartidismo no duró más que un día; o incluso menos: la era del buen rollo había terminado incluso antes de la toma de posesión de Obama.

Según informes de la prensa, el presidente electo Obama pretendía solicitar un paquete de estímulos por valor de entre 700.000 y 800.000 millones de dólares, en torno al 5 por ciento del PIB. Los republicanos decían que era demasiado, pero liberales como Paul Krugman (de forma pública) y Christy Romer (en privado) afirmaban que era demasiado poco. A medida que arreciaba el debate en el seno de la Administración en espera, es posible que las críticas enfrentadas procedentes de la izquierda y la derecha hicieran sentir a Obama que se encontraba más o menos en el punto correcto.

Una parte sustancial de los estímulos propuestos tomaría la forma de recortes fiscales, aunque más progresivos que los implantados por el presidente Bush. Por ejemplo, el presidente electo deseaba (y consiguió) un crédito fiscal denominado «Trabajo Rentable» que se abonaría a aquellos empleados que ganasen demasiado poco como para pagar impuestos sobre la renta pero a los que sí se les descontasen impuestos de la nómina. Los republicanos se mofaron de la idea, tachándola de «beneficios sociales». (Un momento, ¿acaso los impuestos sobre las nóminas no son *impuestos*?) Otra parte de los estímulos planeados irían a parar al gasto en infraestructuras, cosa que tampoco agradó al bando republicano; se trataba de gasto por parte del gobierno, no de recortes fiscales. Y una importante tercera parte sería la ayuda a las administraciones estatales y locales, con el fin de que no se vieran obligadas a recortar tanto sus nóminas y aumentar tanto sus impuestos; los republicanos también se opusieron a esto, asegurando que tal cosa no estimularía la economía. (¿Cómo? ¿Los empleos del gobierno no son *empleos*?)

Aparte de todo esto, tenemos las mencionadas Tres T. A pesar de algunas críticas externas, fuego amigo incluido, la Administración en espera arguyó que la necesidad de estímulos probablemente sería mucho menos

*temporal* que en pasadas recesiones, ya que ésta parecía ser más larga y más profunda (razonable). Esto, a su vez, hizo del gasto en infraestructuras un candidato más plausible para servir de estímulo (razonable también). Incluso si el gasto se extendiese hasta los dos años, era muy probable que la economía siguiese necesitando apoyo en 2011, por lo que el gasto en infraestructuras seguiría siendo *oportuno*. Además, según declaró el equipo de Obama, concentrarían los dólares de estímulo en proyectos de puesta en marcha «inmediata».<sup>61</sup> (Error: nunca debe creerse a un gobernador o alcalde que afirma que la puesta en marcha de un proyecto es inmediata.) En breve hablaré de *dirigido*.

## **El escabroso camino hacia la Ley de Recuperación**

La Cámara de Representantes apoyó al nuevo presidente con entusiasmo; de hecho, sus miembros habían debatido los detalles con el equipo de transición de Obama. Con la amplia mayoría demócrata surgida de las elecciones de 2008, guiada con mano firme por la portavoz Nancy Pelosi, el Congreso aprobó el proyecto de ley sobre estímulos el 28 de enero de 2009, por un holgado margen de 244 a 188. Pero ni uno solo de los votos a favor vino del bando republicano. Ni uno solo. Los republicanos tachaban *cualquier* gasto procedente del gobierno como sospechoso de derroche, y consideraban que salvar un empleo gubernamental era salvar algo que no lo merecía. La Administración Obama apenas llevaba ocho días en el poder, pero esto era un presagio de lo que estaba por llegar.

La lucha en el Senado —donde, como Harry Reid había explicado a Hank Paulson, se necesita una mayoría cualificada del 60 por ciento hasta para tirar de la cadena en los baños— era mucho más dura. Pese a estar en minoría, el grupo republicano del Senado amenazó con emplear tácticas obstruccionistas para forzar enormes concesiones por parte de Obama y los demócratas, incluyendo entre ellas un abanico de recortes fiscales a las empresas que el presidente no deseaba y que era muy probable que no estimularan excesivamente la economía. A cambio, la «cooperación» ofrecida consistió en exactamente tres votos, que no son muchos pero

resultaron ser esenciales. Después de no poca discusión para limar las discrepancias entre Congreso y Senado, la votación final en este último fue de 60 a 38. La concesión para la ARRA fue finalmente de 787.000 millones de dólares, más o menos el 5,5 por ciento del PIB, aunque sucesivas reestimaciones por parte de la CBO elevaron la cifra final hasta los 830.000 millones.

A lo largo del escabroso camino hacia la aprobación de la Ley de Recuperación ocurrieron varios hechos reseñables: dos resultarían ser precursores de lo que ocurriría en el futuro, dos crearían símbolos perniciosos y otros dos obstaculizarían seriamente toda posibilidad de futuros estímulos fiscales.

## *Los presagios*

El primer indicador de lo que sucedería en el futuro próximo fue la inmediata ruptura del bipartidismo. ¿He dicho *ruptura*? Bueno, en realidad el bipartidismo no llegó siquiera a formarse. Las dos primeras letras de *bipartidismo* implican la necesidad de *dos* partes, pero el presidente Obama nunca tuvo un compañero de equipo en el otro lado. Al parecer poco dispuesto a creer que los republicanos pudiesen ser tan obstinados, el nuevo presidente les tendió la mano una y otra vez, y a cambio no recibió prácticamente nada.

Éste fue el segundo presagio: Obama, nuevo en el cargo y en Washington, demostró ser un pésimo negociador, regalando todo su capital a cambio de unas pocas migajas. Él pretendía agradar, mientras que sus oponentes pretendían destruir, y por ello los resultados de las mesas de negociación eran muy poco equitativos. Recordemos que por entonces el bando republicano no controlaba ni la Casa Blanca, ni el Congreso ni el Senado, y sin embargo obtuvo numerosas concesiones. Tanto los vanos intentos de alentar un bipartidismo por parte de Obama como su flexibilidad en las negociaciones serían puntos recurrentes en su Administración. Los

republicanos cosecharon un gran éxito político interpretando el papel de «Partido del No», mientras que los demócratas comenzaron a considerar a Obama como un «capitulador» en serie.

## *Los símbolos*

Un efecto negativo de la campaña contra la Ley de Recuperación fue el desprestigio del buen nombre del estímulo, e incluso del concepto en sí mismo. Daba lo mismo que los recortes fiscales implantados por Bush en 2008 se incluyesen en la Ley de *estímulos* económicos; antes de que se hubiese secado la tinta del proyecto de ley sobre estímulos de 2009, los republicanos ya lo estaban tachando de equivocado, fútil, ineficaz, plagado de concesiones superfluas, incluso de ser un paso hacia el socialismo. Casi inmediatamente después de la aprobación de la ley, el grupo republicano comenzó una campaña para conseguir su revocación, y si bien carecía de los votos necesarios para ello, sí logró dar una mala imagen a los estímulos en general y a la Ley de Recuperación en particular. Cuando la economía necesitó un mayor apoyo en 2010, 2011 y 2012, ningún político se atrevió siquiera a emplear el término «estímulo»; se había convertido en una palabra tabú de ocho letras, como dos palabrotas de cuatro letras.<sup>62</sup>

El otro símbolo fue el número 7, o más bien *700.000 millones*. La Ley de Recuperación se tasó en un primer momento, y de forma errónea, en 787.000 millones de dólares, y la legislación del TARP, aprobada sólo cien días antes, había recibido 700.000 millones (aunque en realidad gastase mucho menos). Ambas cifras eran bastante similares y comenzaban por el número 7, coincidencia que invitaba a la confusión. Dado que el TARP seguía siendo vilipendiado por todo el mundo, en poco tiempo la ciudadanía comenzó a pensar que el proyecto de ley sobre estímulos había regalado 700.000 millones de dólares a los banqueros; por ejemplo, una encuesta de la CNN de 2010 reveló que el 54 por ciento de los estadounidenses pensaba que los estímulos ayudaban a los banqueros y a los inversores en lugar de a la



clase media. La realidad es que los estímulos o estímulos fiscales aprobados tenían poco que ver con el bienestar de los banqueros e inversores (el TARP sí, por supuesto). Fue un caso clarísimo de condena por asociación errónea.<sup>63</sup>

Debo confesar que la primera vez que escuché la teoría sobre esta confusión de cifras similares, propuesta por un astuto y veterano congresista, la rechacé por ridícula. ¿Acaso alguien confundía a J. D. Drew, entonces extremo derecho de los Boston Red Sox, con el número 7 a la espalda, con el inmortal Mickey Mantle, de los New York Yankees? Pero a medida que escuchaba esa misma idea en boca de otros políticos —todos ellos mucho más conocedores de la realidad y de la gente corriente que nosotros los economistas— comencé a creer en ella, pues después de todo los estadounidenses suelen prestar mucha más atención al béisbol que a las políticas públicas. No habría supuesto mucho esfuerzo incrementar el volumen del paquete de estímulos hasta, pongamos por caso, los 802.000 millones de dólares, eliminando así la confusión, y en cualquier caso al final llegó a una cifra aún mayor. Pero en aquel momento, ¿quién podía habérselo imaginado?

## *Los obstáculos*

Como ya se ha mencionado, una de las Tres T requeridas era que el estímulo fuese *dirigido*: un estímulo bien diseñado podría producir un gran beneficio por cada dólar. Pero en lo que se refiere al *empleo*, el paquete de estímulos de 2009 no pasaba del notable. Permítame el lector explicar por qué.

La filosofía básica en la que se basa la creación de empleos por medio de estímulos fiscales podría denominarse «crea y aparecerán»: crea un PIB más grande y aparecerán más empleos; funciona porque para producir más bienes y servicios se necesita más mano de obra. Pero esto resulta caro por una sencilla razón: Estados Unidos es un país rico, con una fuerza de trabajo altamente productiva (concretamente, en 2010 cada empleo con nómina suponía un valor añadido para el PIB de aproximadamente 112.000 dólares); si los estímulos creasen empleos *medios* mediante el crecimiento del PIB de acuerdo con ese valor medio, cada nuevo empleo creado costaría más o

menos esos 112.000 dólares de PIB. No es una coincidencia, tal y como veremos en breve, que esta cifra se aproxime bastante al coste por empleo estimado por la Administración Obama y otros diseñadores macroeconómicos para el paquete de estímulos de 2009. Es importante destacar que un coste de 112.000 dólares por empleo no implica que el paquete estuviese mal diseñado, y por ello yo le pongo un notable en lugar de un suspenso. Para crear empleos de forma más barata, los responsables políticos deben tomarse la molestia de *dirigir* esta creación de forma explícita.

¿Cómo? Una forma, que la Administración Obama consideró pero finalmente rechazó, se denomina *crédito fiscal para nuevos empleos* (NJTC). Bajo este plan, se ofrecería a las empresas un crédito fiscal anual de, por ejemplo, 5.000 dólares por cada empleado que *añadiesen* a su plantilla; si el coste medio por empleado es de 50.000 dólares al año, el efecto equivale a recortar los salarios un 10 por ciento. La evidencia estadística muestra claramente que las entidades contratan a más empleados cuando los salarios son menores, lo que desde luego no constituye una sorpresa para nadie. Y las estimaciones del momento sugerían que el coste del NJTC por empleo creado se situaría en la horquilla de los 35.000-40.000 dólares, lo que haría de él un instrumento casi tres veces más eficiente que los estímulos fiscales ordinarios.

Sin embargo, la futura Administración decidió *no* incluir al NJTC en su plan de estímulos, a pesar de ser un recorte fiscal para las empresas, algo que los republicanos supuestamente adoran.<sup>64</sup> ¿Por qué no? En parte, porque había que lidiar con ciertas cuestiones técnicas bastante delicadas, como por ejemplo asegurarse de que las empresas no se beneficiaban del crédito fiscal por contratar a Paul tras haber despedido a Peter. Pero según parece la razón principal fue que la idea fue recibida con muy poco entusiasmo por la comunidad empresarial, que se mostraba escéptica respecto de la validez del NJTC. Muchos empresarios comunicaron al presidente electo y a sus asesores que su implantación no les induciría a contratar a más trabajadores. Y un recorte fiscal para las empresas sin el apoyo de estas últimas está muerto antes de nacer.

Pero muy poca gente comprende que estas objeciones no socavan la eficacia de la propuesta. Hay que fijarse en que el coste estimado de cada nuevo empleo creado a partir del NJTC es, por ejemplo, de 40.000 dólares, pese a que el crédito fiscal es de tan sólo 5.000 dólares por empleo, lo que implica que el crédito se «desperdicia» en siete de cada ocho casos. Pues bien, incluso con una «tasa de fracaso» tan alta, el NJTC es casi tres veces más eficiente creando empleo que un estímulo fiscal ordinario. Pero el argumento es demasiado sutil; intente explicarle eso a un político que recibe un apoyo insignificante por parte de los empresarios de su distrito, empresarios que prefieren recibir efectivo que no les ate a ningún compromiso.

El segundo gran obstáculo fue una herida autoinfligida. El 10 de enero de 2009, en respuesta a las crecientes críticas, el equipo económico de transición de Obama publicó un estudio sobre los posibles efectos de su programa de estímulos propuesto, elaborado conjuntamente por Christy Romer y Jared Bernstein, quien pronto se convertiría en el principal asesor económico del vicepresidente Joe Biden. Romer y Bernstein se sirvieron de métodos convencionales, similares a los de la CBO y de otros diseñadores macroeconómicos keynesianos, y llegaron a conclusiones convencionales. En particular, aunque ciertamente sujeto a un gran margen de error, estimaron que a finales de 2010 el paquete de estímulos habría incrementado el PIB real en un 3,7 por ciento y habría salvado o creado cerca de 3,7 millones de empleos. Haciendo cálculos, esto suponía unos 118.000 dólares por empleo, lo que se aproximaba mucho a la media antes mencionada; en otras palabras, su estimación era creíble, no una fanfarronada, y no sugería milagros.

Pero su error fue el siguiente: tradujeron esta ganancia estimada de empleos en una reducción de la tasa de desempleo hasta alcanzar el 7 por ciento para el último trimestre de 2010, en lugar del 8,8 por ciento estimado sin estímulos. De hecho, afirmaron que con el programa de estímulos la tasa de desempleo nunca superaría el 8 por ciento. *¿Que nunca superaría el 8 por ciento?* Aunque en aquel momento no lo sabían, en enero de 2009 ya alcanzaba el 7,8 por ciento, y llegaría hasta el 8,9 por ciento sólo tres meses

después, mucho antes de que cualquier programa de estímulos pudiese tener efectos apreciables. La cifra del 8 por ciento era una estupidez desde el principio.

¿Qué ocurrió? Pues que durante la transición entre presidentes, tanto el PIB como la tasa de empleo estaban cayendo sin freno, por lo que la predicción básica de Romer-Bernstein estaba obsoleta incluso antes de ser publicada. La estimación analítica suponía que los estímulos reducirían la tasa de desempleo aproximadamente 1,8 puntos porcentuales (del 8,8 por ciento al 7 por ciento) para el último trimestre de 2010, lo cual era razonable.<sup>65</sup> Pero la tasa *real* de desempleo en dicho período resultó ser del 9,6 por ciento, *estímulos incluidos*, y posteriormente alcanzaría un pico de un horrible 10 por ciento, no de un 8 por ciento.

Semejante error era muy grande y la Administración pagó un elevado precio por ello; concretamente, el grupo republicano usó la estimación de Romer-Bernstein del 8 por ciento de desempleo máximo como «prueba» de que los estímulos habían fracasado. La tasa máxima real fue del 10 por ciento, ¿no es cierto? Pues sí, así fue, pero en ausencia del paquete de estímulos es muy probable que hubiese estado más cerca del 12 por ciento. Sin embargo, era casi imposible convencer de ello a una ciudadanía escéptica que estaba sufriendo un alto desempleo, y aún menos a una oposición política hostil cuyo único objetivo era poner al gobierno en evidencia. La estimación del 8 por ciento de tasa máxima de desempleo fue utilizada una y otra vez para martillar insistentemente a la Administración Obama en general y al programa de estímulos en particular. Aunque desacertadas, las críticas fueron efectivas; tanto que incluso Mitt Romney apeló a ellas en la campaña electoral de 2012.

De todo esto puede extraerse una moraleja para los responsables políticos y para los técnicos que trabajan para ellos: nunca se deben *sobreestimar* los posibles logros; ante la duda, lo mejor es *subestimarlos*. Si los dos economistas hubiesen afirmado que el desempleo tocaría techo en el 10 por ciento *con* los estímulos o el 11,8 por ciento *sin* ellos —o mejor aún, se hubiesen limitado a hablar de una *reducción* del 1,8 por ciento sin mencionar más cifras— las críticas a su trabajo y a los propios estímulos habrían sido menores.

Este consejo está basado también en mi propia experiencia personal. Como miembro del primer Consejo de Asesores Económicos del presidente Clinton, yo estaba a cargo del pronóstico económico que planteamos a toda prisa en enero de 1993. Pecando de exceso de prudencia, elaboramos una predicción *totalmente desacertada*, pues desde 1993 hasta 1998 todos y cada uno de los ámbitos de la economía estadounidense tuvieron mejores resultados que lo predicho. Sin embargo, jamás he recibido la más mínima crítica ante semejante desacierto, y lo que es más importante, tampoco Clinton. Como la economía iba estupendamente, a nadie le importó mucho una predicción que se quedó corta; si, por el contrario, la economía hubiese ido *peor* de lo predicho, se hubiesen desatado todos los infiernos, como ocurrió después de 2009.

## **La Ley estadounidense de reinversión y recuperación**

La Ley estadounidense de reinversión y recuperación (ARRA) fue aprobada por el Congreso el 17 de febrero de 2009, apenas cuatro semanas después del comienzo de la Administración Obama. Un trabajo rápido, aunque el proceso fue doloroso, y para cuando se aprobó la Ley de Recuperación, cualquier rastro de bipartidismo que pudiera haber estado latente en el Partido Republicano había desaparecido totalmente. En cifras aproximadas, el proyecto de ley era un tercio recortes fiscales; un tercio gasto nuevo, como subsidios de desempleo e infraestructuras, y un tercio ayuda a los estados y los gobiernos locales, en especial para pagar las facturas de Medicaid (programa de seguros médicos proporcionados por el gobierno a la gente necesitada).

En términos de las Tres T, la ARRA obtuvo un buen resultado. *Oportuna*: la Ley fue aprobada con celeridad, cerca de los peores meses de la recesión, y el gasto aumentó rápidamente (empezando de cero en el mes de febrero, el gasto en estímulos ascendió a más de 100.000 millones de dólares en el segundo trimestre de 2009, lo que supone un incremento anual de unos 400.000 millones). *Dirigida*: como ya se ha mencionado, la ARRA tenía un

promedio de resultados muy ajustado. *Temporal*: la tasa de gasto realizado bajo la ARRA alcanzó su nivel máximo durante el segundo y el tercer trimestre de 2009, y después comenzó un declive gradual, de forma que a finales de 2011 era ya insignificante.

¿Funcionó la Ley de Recuperación según lo esperado? Aún hoy existen opiniones divididas al respecto. El estudio elaborado por Zandi y por mí, publicado en julio de 2010 y que alcanzó una gran difusión, argumentaba que sí lo hizo; como era de esperar, por tal afirmación fuimos alabados por los demócratas y denostados por los republicanos (si se busca en Google «Blinder Zandi» se obtienen decenas de miles de entradas, ¡y no todas ellas favorables!). Nuestras estimaciones numéricas se correspondían razonablemente con las ofrecidas por otros estudiosos de la macroeconomía de tradición keynesiana, como la CBO, Macroeconomic Advisers e IHS Global Insight. Su mecanismo es sencillo: un mayor gasto gubernamental (o menores impuestos) incrementa la demanda total en la economía, y dado que las empresas deben producir más para hacer frente a esta mayor demanda, contratarán para ello a más empleados. Muy simple, ¿verdad? Pues según parece no, ya que varios economistas afines a la derecha política no estaban de acuerdo: entre otras cosas, argumentaron que nuestros modelos estaban basados únicamente en datos *pasados* (eso es cierto; ¿qué otros datos hay?) y que no tuvimos en cuenta lo que *realmente sucedió* tras la aprobación de la ARRA, sino que nos limitamos a incluir las disposiciones del paquete de estímulos en un modelo del pasado (cierto también).

Un estudio de febrero de 2011 llevado a cabo por dos economistas políticamente independientes, James Feyrer y Bruce Sacerdote, del Dartmouth College, abordó estas críticas, evaluando la efectividad del gasto en estímulos de 2009 en comparación con lo que *realmente* sucedió con la tasa de empleo en los estados y condados que recibieron cantidades distintas de dinero de la ARRA. Por tanto, su metodología no tenía nada que ver con los modelos macroeconómicos keynesianos basados en datos históricos, y sí mucho que ver con lo que realmente ocurrió en aquellos lugares en los que se invirtió dinero para estímulos.

Para las partes de gasto de la ARRA (no los recortes fiscales) estimaron un coste de 170.000 dólares por empleo creado, cifra bastante por encima de nuestra estimación pero dentro del margen de error. Sin embargo, Feyrer y Sacerdote destacaron que la efectividad del gasto dependía notablemente de la materia que se examinase. En concreto, estimaron que las becas educativas concedidas a los estados apenas creaban nuevos empleos, y si se las excluía, el resto del gasto en estímulos podía crear empleos por menos de 100.000 dólares cada uno. Por tanto, mi interpretación de sus estimaciones es que afirman que los modelos macroeconómicos no estaban muy lejos de la diana, y los autores piensan lo mismo.

No obstante lo dicho, el hecho de que el desempleo se elevase por encima del 8 por ciento sigue siendo usado, *incluso actualmente*, como «prueba» de que el paquete de estímulos fracasó. Durante las vitriólicas batallas sobre el presupuesto de 2011, el bando republicano aseveró una y otra vez que el incremento del gasto gubernamental «destruye empleos». ¿Cómo, me he preguntado siempre, es siquiera posible que tal cosa pueda realmente suceder? Si el gobierno federal compra algo a un contratista privado, ¿de qué forma está *destruyendo* empleos? ¿Cómo podría un gobierno gastar 800.000 millones de dólares y no crear empleo, aunque lo intentase?

El problema es que en el discurso político nunca se llega muy lejos con argumentos hipotéticos del tipo «hubiese sido mucho peor». En 2009 y 2010 el pueblo tenía ante sus ojos un gran paquete de estímulos y una economía terriblemente débil: los republicanos les aseguraron que lo primero era la causa de lo segundo, y los demócratas defendieron mal su posición, o tal vez no la defendieron en absoluto.

## **La explosión del déficit presupuestario**

Existe otra línea de ataque a la Ley de Recuperación, que afirma que fue la causante del aumento del déficit presupuestario federal. Esto es aritméticamente cierto, por supuesto, pero la acusación ignora deliberadamente la tercera de las Tres T, esto es, que el gasto en estímulos es

inherentemente *temporal*. Según las estimaciones de la CBO, la ARRA causó un incremento del déficit presupuestario federal de 183.000 millones de dólares durante el año fiscal (AF) 2009, de 405.000 millones en el AF 2010 y de 145.000 millones en el AF 2011 (que finalizó el 30 de septiembre). Para el año fiscal 2012 el impacto presupuestario estimado por la CBO es de sólo 49.000 millones de dólares, y otros 49.000 millones para cada uno de los AF desde 2013 hasta 2019. Todos estos cálculos son lo que se conocen como estimaciones estáticas, pues no incluyen ningún tipo de valoración de la repercusión de los estímulos sobre un incremento del PIB, y en consecuencia sobre un aumento de los ingresos fiscales; por tanto, el impacto real del déficit es aún menor.

Y sin embargo, el déficit federal se infló desde el 3,2 por ciento del PIB durante el año fiscal 2008, una cifra bastante normal, hasta un asombroso 10,1 por ciento del PIB en el AF 2009. ¿Por qué? Tal y como muestra la tabla 8.1, la parte del león del incremento deficitario provino de las pérdidas de recaudación pública y de los incrementos en los pagos por «garantía de ingresos», atribuibles a la contracción de la economía y a los esfuerzos del gobierno para revivirla por medio de la ARRA y el TARP.

**TABLA 8.1 Alarma de déficit (cambios en el presupuesto federal, 2008-2009, en miles de millones de dólares)**

<b>Categoría</b>	<b>Presupuesto AF 2008</b>	<b>Presupuesto AF 2009</b>	<b>Variación de déficit</b>
Déficit total	459	1.413	<b>+954</b>
Ingresos fiscales, excluyendo la ARRA	2.524	2.174	+350
Ingresos fiscales de la ARRA	0	-69	+69
TARP	0	152 <sup>a</sup>	+152
Gasto público de la ARRA	0	114	+114
Garantía de ingresos <sup>b</sup>	261	350	+89
<b>Total</b>			<b>+774</b>

a. En realidad, el «gasto» del TARP no era gasto, ya que prácticamente todo se acababa recuperando, pero también elevaba el déficit registrado.

b. La garantía de ingresos incluye categorías como compensación por desempleo, ingresos suplementarios, programas de nutrición y las partes reembolsables de algunos créditos fiscales. Parte de esto era gasto de la ARRA. Fuente: Oficina de Presupuesto del Congreso, *Previsión económica y presupuestaria: Años fiscales 2011-2021*, enero de 2011.



Bien, todo tiene su explicación. Pero un déficit de billones de dólares seguía siendo algo inconcebible para la mayoría de los estadounidenses, y lo *sentían* como un enorme error. Estados Unidos no es Grecia, ni Argentina, y su gobierno simplemente no puede permitirse tener un déficit presupuestario del 10 por ciento del PIB. Con unos niveles aún estratosféricos en 2010 y 2011, buena parte de la a menudo brutal contienda política se vio consumida por debates fuertemente partidistas sobre quién debía cargar con las culpas por el déficit y sobre la forma de reducirlo rápidamente. En 2011, algunos republicanos incluso exigieron un equilibrio presupuestario *inmediato*, bien mediante la negativa a elevar el techo de deuda nacional o bien aprobando una enmienda que desde la Constitución obligase a mantener el presupuesto equilibrado. Pensemos en las implicaciones de esto: el presupuesto del año fiscal 2011 tenía un déficit que rondaba los 1,3 billones de dólares, cerca del 9 por ciento del PIB, y un rápido descenso casi seguro que habría causado una profunda depresión. Sin embargo, esta política tuvo numerosos defensores.

Decir que los debates sobre los presupuestos de 2010 y 2011 tuvieron un sabor profundamente antikeynesiano sería un descarado eufemismo. Si alguien hubiese logrado alzar de su tumba al gran señor de Cambridge, seguramente éste habría mascullado que no se puede elevar los impuestos o reducir el gasto gubernamental cuando la economía está en plena recesión, sino que se debe hacer exactamente lo contrario. Además, se habría sorprendido mucho al saber que en el año 2011 aún había dudas sobre esta cuestión. La Tierra no es plana. La Luna no está hecha de queso. La evolución de las especies es real. Y no se estimula la economía a corto plazo recortando el gasto público.<sup>66</sup>

## El ataque a la prima de riesgo

El crédito es un sistema según el cual una persona que no puede pagar consigue que otra persona que tampoco puede pagar garantice que sí puede.

CHARLES DICKENS

El crédito es un cobarde: cuando las cosas van bien y los riesgos de los préstamos son bajos se pavonea ante todo el mundo para que se le vea bien, pero corre a esconderse cuando dichos riesgos suben. Dado que el crédito es un elemento crucial en cualquier economía moderna, tal actitud supone un problema, y tras el Día de Lehman se convirtió en uno muy agudo. Si se pretendía evitar una Gran Depresión II, se debían reducir considerablemente las percepciones de riesgo, y ello implicaba un ataque con toda la artillería a la *prima de riesgo* de los créditos.

¿A la qué? La *prima de riesgo* (o margen, o *spread*) es una parte crítica del coste de los créditos. Sólo el gobierno de Estados Unidos puede pedir prestado al tipo de interés súper bajo del Departamento del Tesoro, mientras que todo el resto de los estadounidenses tiene que pagar más. El margen o prima adicional de interés (sobre los Bonos del Tesoro) que posee un préstamo concreto o un título financiero de renta fija determina lo que a la gente corriente o al mundo de los negocios les cuesta de más solicitar un préstamo.

El notable crecimiento de la prima de riesgo sobre tipos de interés ocurrido en 2008 fue una de las características más asombrosas y preocupantes de la crisis financiera. De hecho, los aficionados <sup>67</sup> se sirvieron de la prima de riesgo como un práctico baremo para medir la severidad de la crisis. Por consiguiente, los esfuerzos de la Reserva Federal para reducir la prima de riesgo constituyeron uno de los aspectos más críticos de su batalla contra la enfermedad financiera. Muchas de las acciones de emergencia adoptadas por la Fed en su intento de enderezar el sistema financiero fueron diseñadas, de una forma u otra, con el objetivo de reducir la prima de riesgo; de hecho, aunque la gente tardó un tiempo en darse cuenta, las frases «reducir la prima de riesgo» y «arreglar el sistema financiero» llegaron a ser casi sinónimas. Los altísimos márgenes existentes durante el Pánico de 2008 eran algo más que el canario en la mina de carbón: eran el gas metano, que debía ser eliminado si el sistema financiero deseaba volver a respirar libremente.

## **Todo está en la prima de riesgo**

¿Por qué es tan importante la prima de riesgo sobre tipos de interés? Cualquier tipo de interés —sea de un préstamo para un coche, una hipoteca o un bono corporativo— puede ser formulado como una suma del correspondiente tipo *sin riesgo* (aquel al que el Departamento del Tesoro estadounidense puede pedir prestado para el mismo período) más una *prima de riesgo* o *margen*. Por ejemplo, el 26 de abril de 2011 AT&T, compañía prestigiosa y solvente donde las haya, emitió unos nuevos bonos a diez años con un tipo de interés asociado del 4,45 por ciento; dado que la rentabilidad de los Bonos del Tesoro a diez años ese mismo día era del 3,34 por ciento, el margen o prima de riesgo (sobre dichos bonos) era del 1,11 por ciento, o 111 puntos básicos. Si este margen hubiese sido mayor, como lo era durante la crisis, AT&T habría tenido que pagar más por obtener dinero a diez años. Y si yo mismo hubiese ido a los mercados ese día para pedir prestado ese dinero a diez años (¡he ahí un pensamiento imaginativo!), habría tenido que ofrecer mucho más que el 4,45 por ciento de interés debido a que mi solvencia

crediticia no es tan buena como la de AT&T (en realidad, puede que sí lo sea, pero eso los compradores de bonos no lo saben). Por tanto, la prima de riesgo sobre los tipos de interés es un factor crucial del coste real de los préstamos.

La prima de riesgo subió como la espuma durante la crisis financiera, y con ella los costes de los préstamos, para aquellos que pudiesen pedir prestado, claro. En realidad, la situación era un poco más complicada que eso, puesto que los tipos de interés del Tesoro *cayeron* cuando los asustados inversores buscaron refugio en los Bonos del Tesoro estadounidenses. Por poner un ejemplo extremo, durante el pánico posterior a la quiebra de Lehman en 2008, la rentabilidad de esos Bonos del Tesoro a seis meses se redujo desde un 1,8 por ciento el 12 de septiembre hasta un bajísimo 0,82 por ciento el 10 de octubre, a medida que los inversores huían hacia un lugar seguro; por el contrario, durante esas mismas cuatro semanas, el tipo de interés de los efectos comerciales (CP) a seis meses de las compañías financieras se elevó desde el 2,75 por ciento hasta el 3,82 por ciento. Resultado, la prima de riesgo sobre los Bonos del Tesoro se disparó de los 95 puntos básicos (275 *menos* 180) a los 300 puntos básicos (382 *menos* 82), un pasmoso incremento de 205 puntos básicos. Sin embargo, dado que la rentabilidad de los Bonos del Tesoro cayó en 98 puntos, en realidad el tipo de interés de los CP tan sólo aumentó 107 puntos básicos, lo que redujo el grado de angustia.

Los análisis estándar sobre política monetaria *convencional* —los que se suelen enseñar en los libros de texto y con los que crecieron los bancos centrales— consideran en general que los márgenes o primas de riesgo son *constantes*. Cuando la Reserva Federal reduce los tipos de interés *sin riesgo*, como los de los fondos federales y los Bonos del Tesoro, los tipos de interés *con más riesgo*, como los préstamos corporativos y al sector de la automoción, deben supuestamente seguir el ejemplo.<sup>68</sup> La historia en la que los economistas basamos nuestros modelos estadísticos sigue la misma pauta. El gráfico 9.1 muestra la evolución de los tipos de interés de los Bonos del Tesoro a diez años (línea de abajo) y de los bonos corporativos Baa de Moody's (línea de arriba) durante el período entre enero de 1980 y junio de 2007, justo antes del comienzo de la crisis. El *margen* entre estos dos tipos de

interés es la *distancia* entre ambas líneas, y el hecho de que parezcan más o menos paralelas demuestra que la prima de riesgo no cambió mucho durante esos veintisiete años.

GRÁFICO 9.1 Cuando los tipos de interés eran normales (tipos de interés sobre Bonos del Tesoro y bonos corporativos, 1980-2007)



Pero los años 2008 y 2009 fueron completamente diferentes, pues los márgenes subieron primero hasta la estratosfera y posteriormente bajaron hasta las profundidades abisales. El gráfico 9.2 muestra dos ejemplos, en los que hay que señalar que, al contrario que en el anterior, se muestran únicamente los *márgenes* y no los dos tipos de interés subyacentes de forma separada (la parte derecha de este gráfico corresponde a los dos tipos de interés del gráfico 9.1). En circunstancias normales, las líneas de ambas partes del gráfico serían más o menos planas, representando primas de riesgo constantes. Pero nadie se atrevería a decir que los años 2007-2009 fueron normales.

GRÁFICO 9.2 Prima de riesgo sobre los Bonos del Tesoro, a corto y a largo plazo, 2007-2012



Buena parte de la política monetaria *no convencional* está diseñada para modificar la prima de riesgo, concretamente para *reducir* unos márgenes que han sido empujados al alza por, pongamos por caso, el miedo a la falta de liquidez. Esto es exactamente lo que la Reserva Federal se propuso llevar a cabo en 2008 y 2009, con un éxito nada desdeñable. La reducción del crecimiento de la prima de riesgo equivalía a apaciguar los terribles miedos sobre falta de liquidez e insolvencia que por entonces atenazaban a los mercados. Con el fin de comprender cómo realizó el gobierno este truco, comenzaremos por preguntarnos de dónde procede la prima de riesgo de los tipos de interés.

## Comprendiendo la prima de riesgo

A la hora de pedir un préstamo, la gran mayoría de los prestatarios pagan considerablemente más que el Departamento del Tesoro de Estados Unidos. Una razón es la liquidez comparativa. El mercado de Bonos del Tesoro estadounidense es el más grande, más amplio y de mayor alcance del mundo, y también el más *líquido*: si eres un intermediario de fondos de alto riesgo, un tesorero corporativo, un gerente de fondos de pensiones o simplemente alguien muy rico que necesita mover grandes cantidades de dinero en poco

tiempo, los mercados del Tesoro ofrecen una liquidez inigualable. Se pueden comprar y vender enormes sumas en cuestión de minutos a precios pactados. Por ello, son los preferidos de los grandes operadores monetarios, y los Bonos del Tesoro se comercian a precios más altos —y por tanto con rentabilidades más bajas— que otros títulos financieros.

Pero ésta es la razón menos importante a la hora de explicar la prima de riesgo sobre tipos de interés. La más importante es la ausencia absoluta del más mínimo *riesgo crediticio* cuando se presta al Tesoro de Estados Unidos. La posesión de títulos financieros emitidos por el Tesoro equivale a tener el dinero bien guardado en el banco; literalmente, ya que el Tesoro es el principal soporte de la FDIC. Ningún otro título financiero carece por completo de riesgo en los mercados que operan con dólares, ni siquiera las deudas del minúsculo grupo de corporaciones que aún hoy mantienen la calificación de AAA.<sup>69</sup> La porción de margen adicional de interés que compensa al prestamista por el riesgo crediticio —que es la porción más significativa en el total del tipo de interés— refleja las pérdidas esperadas por los propietarios de los bonos, por lo que, por ejemplo, si el propietario de unos bonos corporativos asume una probabilidad del 10 por ciento de perder cada año el 20 por ciento del dinero invertido, el *margen* o *prima de riesgo* de esos bonos debería aproximarse al 10 por ciento del 20 por ciento, es decir, al 2 por ciento.

Cuando hablé de la burbuja de bonos puse el énfasis en que los márgenes pueden reducirse demasiado, y ése fue el problema en 2005-2006. Pero también pueden crecer demasiado, tal y como mucha gente afirma que sucedió durante el Pánico de 2008. Cuando los márgenes son «exagerados» (según la denominación de los profesionales del mercado), los préstamos se vuelven prohibitivamente caros, el flujo de créditos se interrumpe y las economías se ven seriamente amenazadas. Primas de riesgo muy grandes a menudo suponen un acusado descenso en las transacciones, pues los mercados se secan. La mayoría de las operaciones extraordinarias de rescate financiero deben entenderse como esfuerzos para reducir unos márgenes excesivos, y por tanto mitigar el colapso de préstamos que habitualmente les acompañan.

Existen tres maneras básicas para reducir primas de riesgo excesivas, que no son en modo alguno excluyentes entre sí. Primera: el gobierno puede tomar medidas para atenuar las percepciones sobre los riesgos, ya se trate del riesgo procedente de la economía en su conjunto o del riesgo procedente de la posesión de unos títulos financieros concretos. La mejora de la imagen macroeconómica es el principal ejemplo de lo primero, y es lo que se supone que deben lograr las políticas monetarias y fiscales expansionistas; y mitigar el problema de las ejecuciones hipotecarias inmobiliarias y los desahucios es un buen ejemplo de lo segundo. Segunda: el gobierno puede garantizar deudas, de forma que los inversores no tengan que asumir el riesgo crediticio, o al menos no mucho. Tercera: el gobierno puede comprar parte de los títulos financieros de alto riesgo, *incrementando* con ello sus precios y *reduciendo* su rentabilidad. Durante la crisis, el gobierno estadounidense llevó a cabo las tres acciones.

Un ejemplo muy claro de la tercera forma —la compra de activos— fue el ya mencionado Programa de Financiación de Efectos Comerciales (CPFF) de la Fed, el cual fue específicamente diseñado para reducir el margen extremo mostrado en la parte izquierda del gráfico 9.2 —entre los efectos comerciales de las compañías financieras y los Bonos del Tesoro— mediante la compra de CP. Como se puede ver en dicho gráfico, la medida funcionó a las mil maravillas. Las inyecciones de capital a los bancos impulsadas por Hank Paulson tenían como objetivo, al menos en parte, garantizar a las contrapartes que era seguro prestar a los bancos, y de esta forma reducir el riesgo percibido en el seno del mercado interbancario, lo cual también tuvo los resultados apetecidos. El Programa de Garantía Temporal de Liquidez (TLGP) de la FDIC fue implantado con el fin de permitir a las grandes instituciones financieras la emisión de bonos a largo plazo con primas de riesgo más pequeñas sobre los Bonos del Tesoro, medida que logró eliminar literalmente el riesgo de estos activos. Y así sucesivamente: todo empezaba y acababa en los márgenes.

La Fed pasó de la primera a la segunda fase en su lucha contra la crisis cuando abandonó los rescates de emergencia ad hoc a instituciones financieras para centrarse en el objetivo más amplio de atacar a la prima de riesgo, empezando con el CPFF en octubre de 2008. Sin duda fue un paso



importante: cuando los esfuerzos del Banco Central pasaron de *salvar instituciones en apuros* (Bear Stearns, AIG, Citigroup, etc.) a *salvar mercados en apuros* (efectos comerciales, títulos financieros hipotecarios, etc.), estaba dejando de intentar contener los daños y comenzando a intentar curar la enfermedad. Un cierto número de las iniciativas reductoras de primas de riesgo puestas en marcha por la Fed se engloba en el ámbito de las *políticas monetarias no convencionales*.

## **Políticas monetarias no convencionales: un breve panorama**

Las políticas monetarias *convencionales* consisten en conseguir el incremento o la reducción del tipo de interés de los fondos federales (un tipo carente virtualmente de riesgo) con el fin de regular el estado de la demanda agregada, objetivo que normalmente la Reserva Federal lleva a cabo vendiendo o comprando títulos financieros del Tesoro (sin riesgo) en el mercado abierto. Cualquier otra acción emprendida por el Banco Central, incluyendo cualquier variante de políticas de flexibilización cuantitativa (*quantitative easing, QE*), puede ser considerada como una política monetaria *no convencional*. Y desde 2008 la Reserva Federal ha realizado muchas acciones no convencionales.

¿En qué circunstancias recurriría un banco central a políticas monetarias no convencionales? Principalmente cuando ya ha agotado (o casi) el impacto de las convencionales, es decir, cuando el tipo de interés de tal política se aproxima a cero. Las políticas monetarias no convencionales pueden resultar complicadas, pero sus objetivos son muy simples, pues pueden ser: *a)* estimular la demanda agregada; *b)* reparar el dañado sistema financiero, recuperando así la demanda agregada, o *c)* combatir el pánico financiero, limitando con ello el daño a la demanda agregada. ¿Se percibe un cierto patrón en todo esto?

Dado que las políticas financieras no convencionales incluyen cualquier acción que sea, precisamente, *no convencional*, éstas pueden tener una variedad infinita de formas y alcances. ¿Cuáles empleó la Fed, y por qué? Y

¿ante cuáles se mostró reticente?

## *Establecer un compromiso verbal*

Tal vez la política monetaria no convencional más simple no es otra que *comprometerse verbalmente* a mantener los tipos de interés a corto plazo en un nivel reducido durante un extenso período de tiempo. Aparte de pronunciar unas pocas palabras, el Banco Central no tiene que hacer nada, pues es el mercado el que hace todo el trabajo por él. Recuerde la idea básica: prometiendo mantener bajos los tipos de interés federales durante bastante tiempo, la Fed puede provocar la caída de los tipos de interés a medio y largo plazo porque estos tipos reflejan las expectativas de la dirección que tomarán estos fondos en el futuro. Por ejemplo, en septiembre de 2012 la Fed se comprometió a mantener el tipo de interés de los fondos federales en niveles ultra bajos «al menos hasta mediados de 2015»; sólo con decir esto, los tipos de interés a más largo plazo comenzaron a caer.

He aquí un sencillo ejemplo de cómo funciona dicha política. Supongamos que la Fed desea reducir el tipo de interés a *dos años* hasta el 1 por ciento. Puede lograrlo prometiendo mantener el tipo de interés *a un día* (el tipo de los fondos federales) en ese 1 por ciento *durante al menos dos años*. Si los inversores confían en tal promesa, una estrategia de inversión consistente en la compra de fondos federales durante 730 días consecutivos tendría una rentabilidad esperada del 1 por ciento anual, exactamente igual que otra estrategia diferente: comprar un Bono del Tesoro a dos años y conservarlo hasta su vencimiento. Por consiguiente, los compromisos verbales establecidos por la Fed —siempre que se *crea* en ellos— pueden reducir los tipos de interés a largo y medio plazo.

La Fed se sirvió de tales compromisos verbales tanto durante como después de la crisis. Como se mencionó en el capítulo anterior, el FOMC prometió en diciembre de 2008 mantener el tipo de interés de los fondos federales en una horquilla situada entre 0 y 25 puntos básicos «durante algún tiempo», y tres meses después modificó su declaración a «durante un largo período de tiempo». El FOMC mantuvo esas palabras hasta agosto de 2011,

cuando sustituyó el poco preciso «largo período» (¿cuánto tiempo era eso, exactamente?) con un compromiso más concreto: mantendría los tipos bajos «al menos hasta mediados de 2013». Esta decisión se desmarcó considerablemente de las prácticas anteriores de la Fed, ya que prácticamente dejaba las manos del FOMC atadas durante casi dos años, un compromiso que varios miembros del propio FOMC calificaron de reprobable.<sup>70</sup> En septiembre de 2012 extendió aún más su compromiso hasta mediados de 2015. Todas estas decisiones tenían el mismo objetivo: reducir los tipos de interés a medio plazo.

Hay que señalar que un compromiso verbal que desee tener éxito debe incluir dos ingredientes clave: que la promesa resulte creíble, y que la teoría de las expectativas sobre la estructura temporal —que sostiene que los tipos de interés a largo plazo son promedios de los tipos *esperados* a un día— debe ser aproximadamente cierta. Y es ahí donde aparecen las malas noticias: montañas de pruebas empíricas demuestran que la teoría de las expectativas, aunque lógica sobre el papel, en la práctica no funciona excesivamente bien, pues no es lo bastante sólida como para apoyarse en ella con firmeza. Dicho esto, en los años 2009, 2011 y 2012 sus resultados fueron al menos aceptables.

### *Elevar el objetivo inflacionista*

Una clase muy diferente de política monetaria no convencional, sugerida hace unos años por Paul Krugman para el caso de Japón y más recientemente por Ken Rogoff (y Krugman de nuevo) para Estados Unidos, es elevar el objetivo sobre la tasa de inflación establecido por el Banco Central. La idea es que son los tipos de interés *reales*, y no los *nominales*, los que más importan a la hora de tomar decisiones sobre el gasto. Dado que el tipo de interés real es el nominal *menos* la tasa esperada de inflación, una inflación esperada *más alta* debería conducir a unos tipos de interés reales *más bajos*.

A diferencia de otras políticas monetarias no convencionales, el establecimiento por parte del Banco Central de un objetivo inflacionista más elevado en teoría no afecta en absoluto a la *prima de riesgo*, sino que más

bien intenta empujar a la baja a toda la estructura de tipos de interés reales. Veamos un ejemplo realista. Supongamos que el tipo de los fondos federales está fijado en cero y que la inflación esperada es del 2 por ciento, aproximadamente su nivel actual; en ese caso, el tipo de interés real de los fondos de la Fed es de *menos* 2 por ciento, y no puede reducirse más porque el tipo nominal no puede caer por debajo de cero. Pero si la Fed lograra que los participantes del mercado tuviesen una expectativa de inflación del 4 por ciento, entonces el tipo real bajaría hasta *menos* 4 por ciento.

Sobre el papel, esto tiene sentido, pero la mera idea no provoca más que rechazo y desprecio entre los bancos centrales, que son alérgicos a mostrar afecto por una inflación más alta, incluso aunque el romance sea sólo temporal. ¿Crearían los mercados que efectivamente se trata de algo temporal? Además, un banco central puede encontrar bastantes dificultades a la hora de alcanzar una inflación mayor cuando la economía se encuentra en depresión. De hecho, una de las reacciones ante la sugerencia de Krugman sobre Japón en 1998 fue: ¿Cómo diablos podría el Banco de Japón hacer una promesa creíble sobre la creación de una inflación del 4 por ciento, si ya se las veía y deseaba para lograr siquiera el 1 por ciento? Ni el Banco de Japón en 1999-2000 ni la Fed en 2011-2012 se mostraron receptivos ante la sugerencia de aumentar el objetivo de inflación.

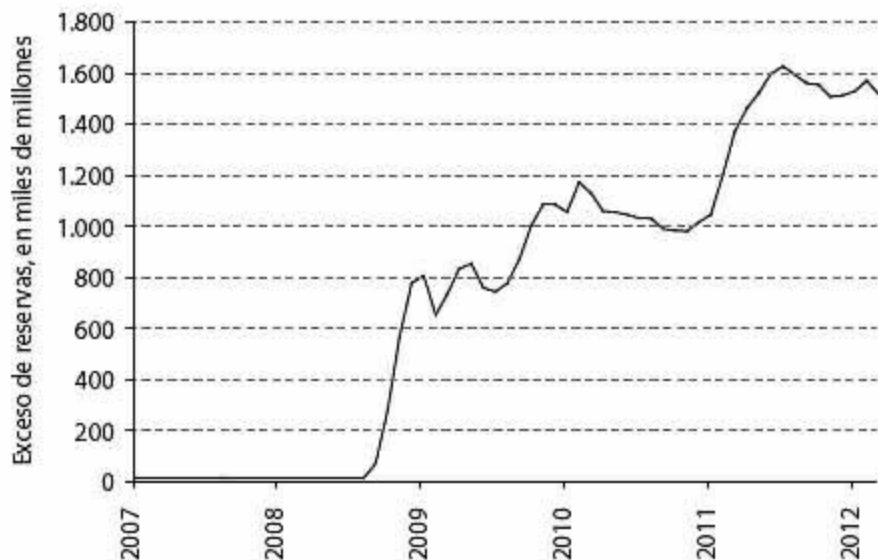
### *Reducir el tipo de interés pagado por las reservas*

Una tercera forma de política monetaria no convencional es la reducción del tipo de interés que la Fed paga a los bancos por su exceso de reservas, tal vez incluso hasta una cifra *negativa*, lo que supondría cobrar una tarifa por el mantenimiento de ese exceso de reservas. Esta opción requiere una explicación, empezando con algo de vocabulario. (¡Lo siento!)

Los bancos mantienen depósitos de reserva —básicamente, cuentas corrientes— en la Fed. Estas cuentas corrientes suponen una cantidad de efectivo ocioso que actualmente puede proporcionar a los bancos hasta 25 puntos básicos por año. Parte de este dinero ocioso se encuentra en esa situación porque la Fed *obliga* a los bancos a mantener reservas equivalentes

como mínimo al 10 por ciento de los depósitos de transacciones de sus clientes. Por ejemplo, cada vez que alguien deposita 1.000 dólares en su cuenta corriente, la ley obliga al banco a añadir un mínimo de 100 dólares a su depósito de reservas, y toda reserva que *supere* ese requerimiento legal se denomina *exceso de reserva*. En condiciones normales, los bancos mantienen un exceso de reserva próximo a cero, pero el período posterior al Día de Lehman fue cualquier cosa menos normal; por el contrario, fue un período en el que los bancos crearon una montaña de exceso de reservas, tal y como muestra claramente el gráfico 9.3. En él puede apreciarse que el exceso previo a la quiebra de Lehman Brothers era insignificante, y que posteriormente explotó.

GRÁFICO 9.3 Una nueva montaña (exceso de reservas, 2007-2012)



Los estudiantes de Introducción a la Economía aprenden que las reservas adicionales de los bancos son la base de la expansión múltiple de la oferta monetaria, que a su vez es la base de la expansión múltiple de los préstamos bancarios. Si este hubiese sido el caso tras septiembre de 2008, el volumen de préstamos se habría disparado. Pero no fue así. Por el contrario, el exceso de reservas se quedó en forma de depósitos inactivos en lugar de ser empleados para crear dinero y crédito, y es ahí donde surge la idea de reducir el tipo de interés pagado por exceso de reservas: resulta lógico que si

la Fed consigue que el mantenimiento de exceso de reservas resulte menos atractivo, los bancos conservarán una cantidad menor, y esto, a su vez, pondrá en circulación un dinero hasta ese momento ocioso, con la consiguiente creación de liquidez y crédito. El pago de un menor interés sobre el exceso de reservas no reduciría la prima de riesgo de forma *directa*, pero si la economía mejora, esos márgenes adicionales comenzarían a caer en todas partes.

Hasta la fecha, la Reserva Federal ha rechazado siempre esta opción, para lo cual ofrece dos razones (y en este punto puedo ofrecer seguridad absoluta, pues he discutido el tema una y otra vez con los miembros del FOMC, hasta el momento sin éxito). Una es que la reducción del tipo de interés sobre el exceso de reservas es un instrumento político poco sólido. Tal vez sea así, pero eso no es realmente un argumento en contra, dado que el resto de las armas de la Fed tampoco tienen excesiva fuerza. Además, varios portavoces de la Reserva Federal, empezando por el presidente Bernanke, han enfatizado en repetidas ocasiones la importancia de *eleva*r el tipo de interés sobre las reservas como herramienta para inducir a los bancos a *conservar* sus excesos de reservas; ¿por qué, entonces, no se considera la *reducción* de ese mismo tipo de interés una forma de incentivar a los bancos para *deshacerse* de ellas?

La segunda razón es que la supresión de los intereses sobre las reservas diezmaría la industria de los fondos mutuos en el mercado monetario. ¿Por qué? Porque buena parte del dinero saliente de los depósitos de reserva de los bancos sería invertido en los activos más seguros y con mayor liquidez disponibles en los mercados, como en los Bonos del Tesoro, conduciendo así su rentabilidad hacia el 0 por ciento a medida que subía su precio. Dado que la gestión de un fondo mutuo del mercado monetario cuesta unos pocos puntos básicos, dichos fondos y otras disposiciones similares podrían quedarse sin actividad si la rentabilidad de los Bonos del Tesoro se aproximase a cero. Este argumento sonaba mucho más convincente antes de que la rentabilidad de los Bonos del Tesoro rozase virtualmente el 0 por ciento y aun así los fondos mutuos de los mercados monetarios sobreviviesen de todas formas.

## *Garantizar un tipo de interés a más largo plazo*

Puede entenderse por política monetaria convencional la *garantía* de un tipo de interés específico a un día —el tipo de los fondos federales— mediante la compra o la venta de reservas según sea necesario. Por extensión, la Fed podría comprar o vender Bonos del Tesoro a seis meses, pongamos por caso, en la cantidad necesaria para forzar al tipo de interés del Tesoro a mantenerse en, por ejemplo, 15 puntos básicos; o bien podría comprar o vender Notas del Tesoro a dos años para mantener el tipo a dos años en, digamos, el 1 por ciento; o podría comprar o vender Bonos del Tesoro a diez años para forzar al tipo a diez años a no superar el 1,5 por ciento, y muchas otras posibilidades. El objetivo sería reducir la prima de riesgo entre, por ejemplo, el tipo de interés de los fondos federales y otro tipo a más largo plazo.

En principio, la Fed puede fijar cualquier tipo de interés que desee en la cifra que desee, *si* está dispuesta a comprar o vender la cantidad necesaria del título financiero correspondiente; de hecho, durante y después de la segunda guerra mundial, fijó los tipos de interés de los bonos gubernamentales en niveles extremadamente bajos. Pero tal acción implica que el Banco Central pierde el control sobre la cantidad exacta de títulos financieros que posee y sobre el volumen de reservas bancarias que crea, que es exactamente lo que ocurrió en dicha guerra. ¿Por qué? Porque para forzar la caída de un tipo de interés de un bono hasta un nivel establecido, el Banco Central debe estar dispuesto a comprar cuantos bonos sean necesarios para asegurar el éxito de su acción, un volumen de compra que no puede saber anticipadamente. Lo primerísimo que aprenden los miembros de los bancos centrales es que *nunca jamás* hay que perder el control sobre su balance, ya que esto puede provocar a su vez la pérdida de control sobre las reservas bancarias y la oferta monetaria.

Dicho esto, la Fed perdió *un poco* el control sobre su balance cuando instauró la «QE3» en septiembre de 2012. Lo cual nos lleva a...

## **Variedades de flexibilización cuantitativa**

El arma no convencional favorita de la Fed ha sido siempre la *flexibilización cuantitativa* (QE), un término que engloba una gran variedad de formas de uso del balance del Banco Central para mejorar las condiciones financieras. Puesto que la Fed ha desplegado esta arma en múltiples ocasiones y en numerosas formas, es necesario dedicarle un poco de tiempo.

Dado que la flexibilización cuantitativa puede tomar numerosas formas, la tabla 9.1 ofrece una simple clasificación de dos por dos. Las operaciones de flexibilización cuantitativa pueden modificar la *composición* del balance del Banco Central (columna de la izquierda) o su *tamaño* (columna de la derecha), mientras que los activos comprados por dicho Banco Central para llevar a cabo el ajuste pueden ser títulos financieros *gubernamentales* (o *Bonos del Tesoro*, en la fila de arriba) o títulos *privados* (fila de abajo).<sup>71</sup> Y, por supuesto, son muchos los activos específicos que pueden englobarse dentro del término general «títulos financieros privados», lo que nos proporciona el esquema de clasificación mostrado en la tabla 9.1. Tal y como sugiere dicha tabla, la Reserva Federal ha probado todas y cada una de las cuatro alternativas desde que comenzó la crisis en el otoño de 2008.

**TABLA 9.1 Cuatro variedades de flexibilización cuantitativa**

	<b>Composición</b>	<b>Tamaño</b>
Bonos del Tesoro	Pre QE; Operación Twist	QE2; parte de la QE1
Títulos privados	QE0	Mayoría de la QE1; QE3

Los primeros cambios importantes en la *composición* del balance de la Fed (el recuadro superior izquierdo de la tabla) se produjeron durante las semanas y los meses posteriores al Día de Bear Stearns en marzo de 2008. Al ver a muchas instituciones financieras luchando desesperadamente por lograr algo de liquidez, la Fed vendió parte de sus depósitos de Bonos del Tesoro extremadamente líquidos y adquirió en su lugar otros activos menos líquidos, como préstamos a los bancos. De esta forma, dichos bancos podían obtener la liquidez que deseaban mediante la posesión de un volumen mayor de Bonos del Tesoro, mientras que la Fed, cuya necesidad de liquidez es mucho más reducida, podía poseer un volumen menor. En esta temprana fase de la crisis,



la Fed estaba conceptualizando erróneamente el alboroto financiero como algo puramente técnico, y por tanto no merecedor de una respuesta de política monetaria que incentivase las reservas bancarias y la oferta monetaria. Lo que pretendía era incrementar la liquidez de los mercados financieros *sin* incrementar las reservas, convirtiéndose a efectos prácticos en el proveedor de liquidez en última instancia; aún no intentaba modificar los tipos de interés.

## FLEXIBILIZACIÓN CUANTITATIVA

Normalmente, un banco central expande la política monetaria mediante la reducción de los tipos de interés a un día; en Estados Unidos, el tipo de interés de los fondos federales. Pero ¿qué ocurre si el Banco Central reduce a cero este tipo de interés —o prácticamente, tal y como hizo en diciembre de 2008— y la economía aún necesita más estímulos? ¿El Banco Central cierra sus puertas y se toma unas largas vacaciones, o por el contrario intenta hacer alguna otra cosa?

Empezando por el Banco de Japón en los años noventa, un cierto número de bancos centrales, entre los que destaca la Fed, han recurrido a alguna forma de expansión cuantitativa. El nombre deriva de la idea según la cual la flexibilización estándar de la política monetaria funciona sobre el precio, sobre el coste de pedir dinero prestado, por lo que cuando ese precio cae, las cantidades relacionadas — como el volumen de reservas bancarias, la oferta monetaria y los préstamos bancarios— teóricamente se incrementan; de hecho, si se recuerdan los principios básicos de economía, supuestamente se incrementan en cantidades múltiples, puede que hasta tanto como diez veces más. Una vez que se agota la vía del *precio* (esto es, el tipo de interés), el Banco Central aún puede incrementar de forma directa las reservas bancarias, dinero y crédito, generalmente mediante la compra de activos. De esto trata la flexibilización cuantitativa: la idea es canalizar una cantidad cada vez mayor de reservas hacia los bancos, a un precio muy próximo a 0, esperando que el exceso de reservas incentive a los bancos a hacer uso de ellas (por ejemplo, para financiar nuevos préstamos).

¿Funciona? Tal vez, aunque puede que no de esa forma. Mientras los bancos se limiten a coger sus nuevas reservas y meterlas en sus cuentas en la Fed, ni la oferta monetaria ni el crédito bancario podrán crecer. Los bancos no harán otra cosa que acumular enormes balances de dinero ocioso en forma de exceso de reservas, tal y como han venido haciendo desde septiembre de 2008. En ese caso, los analistas

necesitan centrarse en el otro lado del libro contable: aquello que la Fed *compra* con las nuevas reservas; mediante la compra de ciertos activos, el Banco Central puede lograr el aumento de los precios y la reducción de las rentabilidades.

Nadie excepto yo mismo ha considerado esa operación como un caso de flexibilización cuantitativa, y por eso en la tabla 9.1 lo llamo «Pre QE». Pero realmente sí que es una forma primigenia de QE, ya que alteró la composición del balance de la Fed de forma bastante notable, y de hecho hubo un tiempo en que los funcionarios de la Fed comenzaron a preocuparse por la posibilidad de que se agotasen los Bonos del Tesoro susceptibles de ser vendidos.

De forma similar, bajo la denominada Operación Twist, iniciada por el FOMC en septiembre de 2011 y posteriormente renovada en junio de 2012, la Reserva Federal vendió Bonos del Tesoro a corto plazo y compró una cantidad equivalente de Bonos a más largo plazo, de forma que, nuevamente, la Fed modificó sólo la *composición* de su balance, no su tamaño. El objetivo de esta operación era reducir las rentabilidades de los Bonos a más largo plazo en relación con los títulos financieros a corto plazo, es decir, reducir las primas temporales.<sup>72</sup>

La QE0 del recuadro inferior izquierdo de la tabla 9.1 se refiere a diversos episodios anteriores de flexibilización cuantitativa, tan anteriores, de hecho, que por entonces nadie los llamaba QE. Especialmente, hemos visto que la Fed comenzó a comprar efectos comerciales (CP) en octubre de 2008 con el fin de insuflar algo de vida en el moribundo mercado de los CP. La QE0 estaba claramente dirigida hacia la prima de riesgo; concretamente, hacia la prima de los CP sobre los Bonos del Tesoro. Esta operación de emergencia constituía una QE porque para llevarla a cabo la Fed modificó su balance e incrementó las reservas bancarias mediante la compra de activos del sector privado.

La QE1, compuesta de compras masivas, por parte de la Fed, de bonos y MBS de Fannie Mae y Freddie Mac entre noviembre de 2008 y marzo de 2010, supuso una operación mucho más importante, cuantitativamente hablando. Fue precisamente esta operación la que introdujo en Estados Unidos la expresión «flexibilización cuantitativa», acuñada por los japoneses.

Pero lo que actualmente denominamos QE1 incluyó también compras por valor de 300.000 millones de dólares en Bonos del Tesoro (recuadro superior derecho). Al igual que el programa de CP, la compra a gran escala de MBS entre 2008 y 2010 tenía un propósito claro: en este caso, reducir la prima de riesgo de los MBS sobre los Bonos del Tesoro. Y funcionó. La QE3 de finales de 2012 fue esencialmente una repetición de la parte de MBS de la QE1.

La QE2, limitada a compras de títulos financieros del Tesoro a medio y largo plazo —600.000 millones de dólares— fue anunciada en diciembre de 2010 y duró hasta junio de 2011. Su objetivo era reducir los tipos del Tesoro a más largo plazo y, con ellos, también otros tipos de interés. Ningún tipo de activo privado fue incluido en la operación, y sin embargo la QE2 resultó ser curiosamente el más controvertido de los programas de QE. Poco después de ser anunciado, Bernanke y la Reserva Federal sufrieron ataques de procedencias tan diversas como la derecha política del país, Sarah Palin incluida, y el ministro de Finanzas alemán Wolfgang Schäuble, quien debería habérselo pensado mejor antes de abrir la boca; puede que incluso fuera lo que impulsó al gobernador de Texas, Rick Perry, en aquel momento uno de los posibles candidatos a la carrera presidencial por el Partido Republicano, a considerar las políticas de Bernanke como «casi traidoras». ¿Traidoras? ¿Acaso ayudaban a los enemigos de la nación?

Cuando defendí a Bernanke y a la Fed en una columna de *The Wall Street Journal*, yo mismo fui blanco de los ataques de Palin, quien afirmó: «Ya es hora de “refudiar”<sup>73</sup> la idea de que este peligroso experimento consistente en crear de la nada 600.000 millones de dólares, sin nada que lo apoye, solucionará mágicamente los problemas económicos». Parecía como si Palin y sus acólitos acabasen de descubrir que los bancos centrales crean dinero y se hubiesen dado cuenta de que no les gustaba.

El furor suscitado por la QE2 fue motivo de sorpresa y confusión entre los responsables políticos de la Fed, puesto que por un lado era menos radical que, por ejemplo, la QE1 (después de todo, los bancos centrales habían comprado y vendido bonos del gobierno desde mucho tiempo atrás), y por otro se había insinuado la posibilidad con mucha anticipación, por lo que los mercados apenas se alteraron cuando fue anunciado oficialmente. Sin

embargo, el furor político fue ruidoso y duradero, y algunos analistas incluso consideran que logró que la Fed fuese más tímida durante un tiempo a la hora de considerar nuevos QE. Este debate suscita una cuestión básica: ¿Qué problema hay en que el Banco Central incremente el tamaño de su balance? Existen varias posibles respuestas, pero la principal objeción gira en torno a la inflación.

Las críticas comienzan recordando que las políticas monetarias expansionistas *convencionales* pueden llevar a un incremento de la inflación. Consideremos el muy simplificado balance de la Reserva Federal que muestra la siguiente tabla 9.2. Cuando la Fed adquiere títulos financieros del Tesoro o activos privados *y no contrarresta estas adquisiciones mediante la venta de otros activos*, su activo total crece; esto no es más que aritmética pura y dura. Pero si los *activos totales* se incrementan, también debe hacerlo el *pasivo total*, y en la misma cantidad; esto es contabilidad básica. En la mayoría de los casos, un gran volumen de reservas bancarias hace las veces de elemento compensatorio. En circunstancias normales, estas reservas adicionales conducen a un mayor volumen de préstamo, a una mayor oferta monetaria, a una economía en expansión y, por último, a una inflación más elevada. De ahí la sabiduría popular: el incremento de las reservas bancarias es, en última instancia, inflacionista. Economía básica de primero de carrera.

**TABLA 9.2 Balance simplificado de la Reserva Federal**

<b>Activos</b>	<b>Pasivo y valor neto</b>
Títulos financieros del Tesoro • Bonos • Pagarés	Divisas
Activos privados	Reservas bancarias
Préstamos	Depósitos del Tesoro
	<b>Valor neto</b>

Pero ¿qué pasa si las circunstancias no son normales? ¿Qué pasa si los bancos se limitan a dejar que esas reservas adicionales se acumulen en forma de *exceso* de reservas, que es exactamente lo que han hecho desde el Día de Lehman? En ese caso, nada del resto tiene lugar: la oferta monetaria no se

incrementa, ni tampoco el volumen de préstamo bancario, por lo que la política monetaria «expansionista» no expande la economía en absoluto. ¿Y por qué los bancos se limitarían a sentarse encima de montones de exceso de reservas? Principalmente porque les da miedo conceder préstamos.

Teniendo esto en mente, veamos algunas cifras recientes. Los gráficos 9.4 y 9.5 muestran la evolución de la oferta monetaria (medida por el M2) y del volumen total de préstamos desde 2008. En el gráfico 9.4 puede apreciarse que la oferta monetaria creció modestamente desde el Día de Lehman, a un ritmo de algo menos del 7 por ciento anual. Pero eso constituye apenas una minúscula fracción del incremento de las reservas bancarias, que crecieron ¡treinta y cuatro veces más! Reservas de nueva creación, cuya mayor parte se mantuvo y mantiene ociosa en los balances de los bancos. El gráfico 9.5 muestra que el volumen total de préstamos bancarios se hundió considerablemente y que aún hoy continúa por debajo de su nivel en 2008. Con el préstamo bancario herido de muerte, resulta difícil imaginar cómo podría la flexibilización cuantitativa resultar inflacionista.

**GRÁFICO 9.4 Sin prisa pero sin pausa (oferta monetaria según definición del M2, 2008-2012, en miles de millones)**

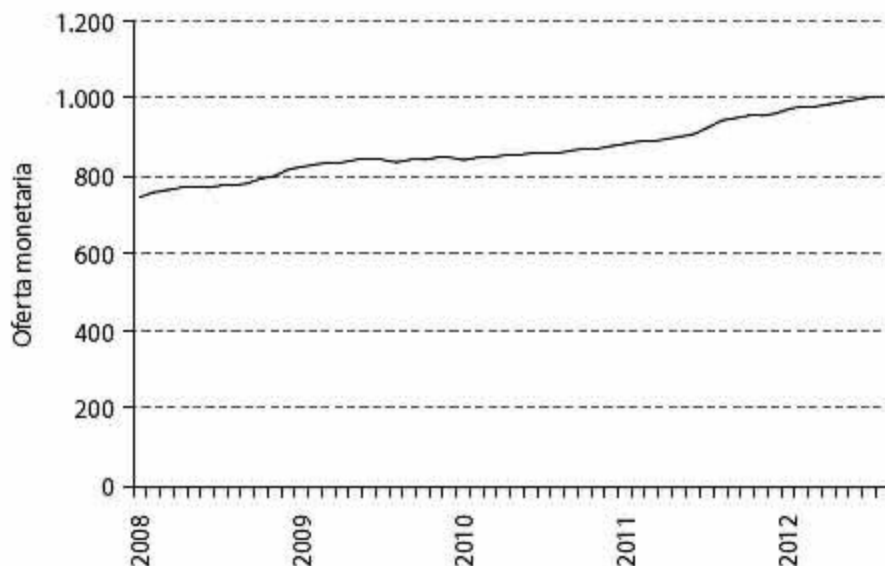
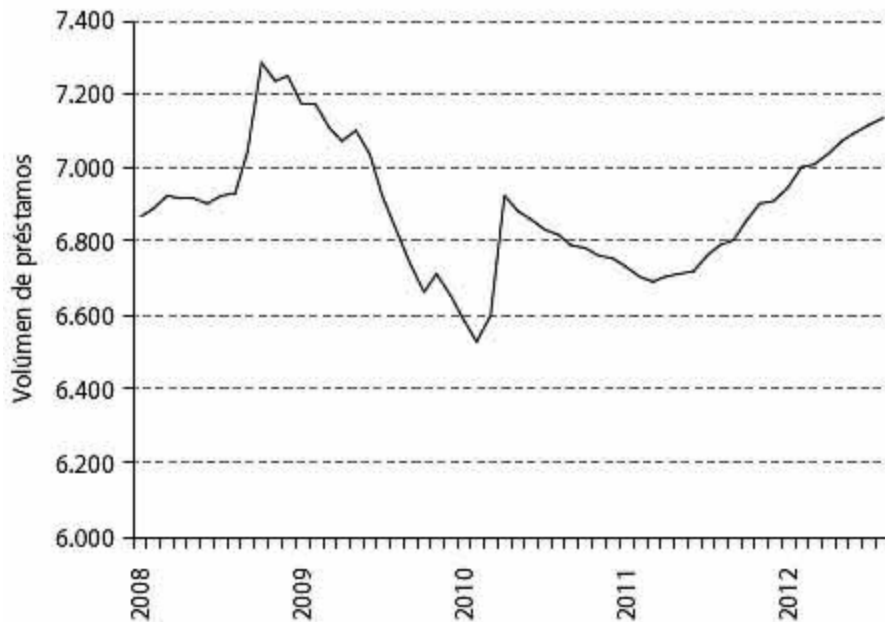


GRÁFICO 9.5 **Prestamistas reticentes (volumen total de préstamos bancarios, 2008-2012, en miles de millones)**



Los críticos argumentan que esta situación anormal no durará eternamente, y por supuesto tienen razón: *en algún momento* los bancos decidirán que vuelve a ser seguro lanzarse al agua y pondrán en funcionamiento sus excesos de reservas; por tanto, estos excesos, aunque por el momento estén ociosos, se consideran combustible para la inflación *futura*. Pero ¿cuándo, exactamente? Los inflados depósitos de reservas antes ilustrados (en el gráfico 9.3) se mantienen desde hace más de cuatro años, y no muestran signos de disminuir. A medida que la situación se vaya normalizando y los bancos comiencen de nuevo a preferir la concesión de préstamos al mantenimiento de exceso de reservas, la Fed podrá empezar a retirarlas. Apostar a que las compras de activos a gran escala acabarán provocando un aumento de la inflación equivale a apostar por la futura incompetencia de la Reserva Federal.

Algunos de los críticos de la Fed hacen tal apuesta sin pensárselo dos veces. Yo no. Aunque la Reserva Federal no es infalible, ni mucho menos, lo cierto es que revertir las compras de los QE no es tan complicado, por lo que resulta difícil imaginar cómo podría meter la pata hasta tal punto (aunque sí

podría, lo admito, meterla un poco). Todo cuanto la Fed tiene que hacer se limita a *vender* lo que previamente ha *comprado*, y si no puede vender los activos lo suficientemente rápido, siempre puede lograr que los bancos mantengan su exceso de reservas durante más tiempo aumentando el tipo de interés que paga por ellas. Bernanke y compañía deberían ser capaces de reducir el balance de la Fed sin despeinarse siquiera.

Existe un segundo riesgo, que guarda relación con el primero. Si la Reserva Federal permite que la oferta monetaria de Estados Unidos se incremente a un ritmo demasiado rápido, el valor del dólar en los mercados internacionales puede caer. Un dólar más débil facilita que las empresas estadounidenses vendan sus productos a los extranjeros, lo cual es positivo; pero también dificulta que las entidades extranjeras vendan sus productos en Estados Unidos, cosa que a dichas empresas no les parecería tan positivo. Los críticos que plantean esta objeción esgrimen una razón válida, pero de escasa importancia.

En primer lugar, el vínculo entre la oferta monetaria y el tipo de cambio de divisas no es precisamente muy sólido; de hecho, en ocasiones parece funcionar al revés: a veces, un crecimiento monetario más rápido provoca una apreciación del dólar. En segundo lugar, este argumento implica que Estados Unidos *no* puede desarrollar su propia política económica por miedo a que a otros países no les guste; eso sería sin duda una sorpresa para el Congreso de Estados Unidos, que nunca ha dado a la Fed semejantes instrucciones.

Un tercer argumento invocado contra la flexibilización cuantitativa es el riesgo de que el Banco Central pueda incurrir en pérdidas procedentes de su cartera de activos. Si el Banco Central posee únicamente Bonos del Tesoro a muy corto plazo, su cartera es virtualmente inmune a las pérdidas porque los precios de estos Bonos apenas se ven afectados por las fluctuaciones de los tipos de interés. Sin embargo, a medida que la Fed se aventura cada vez en mayor medida con títulos del Tesoro a más largo plazo corre un riesgo creciente de incurrir en pérdidas de capital si aumentan los tipos de interés. Y si está en posesión de activos del sector privado, como ocurre con sus enormes depósitos de MBS, se expone además a un posible riesgo de impago.

¿Son relevantes las pérdidas del Banco Central? Lo más probable es que no, pues al contrario que un banco privado, un banco central puede desarrollar su actividad normal incluso con un valor neto negativo, y de hecho algunos ya lo han hecho. Pero un banco central sin un colchón de capital es potencialmente vulnerable si algún año no consigue los ingresos suficientes para cubrir sus gastos, pues en tal caso el banco depende de los fondos gubernamentales, y si el gobierno le es hostil, su independencia puede verse comprometida. No es necesario decir que es muy poco probable que la Reserva Federal se encuentre en semejante tesitura en un futuro próximo y previsible: su valor neto actual supera los 55.000 millones de dólares, y sus beneficios netos (la mayor parte de los cuales se destinan al Tesoro) oscilan entre los 75.000 y los 80.000 millones de dólares *al año*.<sup>74</sup> Esto es comparable a los beneficios combinados de la totalidad de las industrias petrolera y química. ¡El enemigo no está a las puertas de la Fed!

## **Lanzando los dados: las pruebas de estrés**

Como hemos visto, prácticamente todas las variedades de QE están dirigidas hacia la reducción de las primas de riesgo o márgenes, sean *márgenes de riesgo* de títulos financieros privados sobre Bonos del Tesoro, sean *márgenes de madurez* (primas de riesgo temporales) de los títulos del Tesoro a largo plazo sobre los a corto plazo. Lo mismo ocurre con todo un plantel de medidas de rescate financiero implantadas por el Tesoro, la FDIC, la Fed y otras agencias, según lo detallado en los anteriores capítulos. Las dos partes del gráfico 9.2 sugieren que todo ello funcionó: las primas de riesgo proporcionan una medición objetiva, numérica y realista de la situación del mercado financiero, y a comienzos de 2009 comenzaron a reducirse con rapidez.

Sin embargo, por el camino surgieron algunos contratiempos. Uno de ellos tuvo su origen en los días previos a la primera votación negativa de la Cámara de Representantes sobre el TARP, ocurrida el 29 de septiembre de 2008, tras la que el mercado bursátil se derrumbó, primero por la noticia de que el TARP *podía* fracasar y después por el hecho de que *efectivamente*



fracasó. La prima de riesgo entre los CP a tres meses de las compañías financieras y los Bonos del Tesoro a tres meses se elevó 138 puntos básicos entre el 25 de septiembre y el 6 de octubre, y tras esta fecha permaneció a un nivel elevado durante algún tiempo.

Un segundo contratiempo destacable fue provocado por el desafortunado discurso de «ciervo deslumbrado» pronunciado por el secretario del Tesoro Geithner el 10 de febrero de 2009, tan sólo veinte días después del inicio de la Administración Obama. Pobre Geithner. El día anterior, durante una rueda de prensa televisada en todo el país, el presidente lo situó involuntariamente bajo una enorme presión al afirmar que su secretario del Tesoro proporcionaría en su intervención del día siguiente todos los detalles del plan bancario y financiero del gobierno. El problema era que esos detalles aún no estaban listos, por lo que cuando Geithner se enfrentó a la prensa aquel 10 de febrero debió de sentirse como si le hubiesen lanzado al foso de los leones sin espada ni escudo. Ese mismo día surgieron los rumores, y el mercado bursátil se desplomó un 5 por ciento, no a causa de *malas* noticias, sino debido a que éstas no fueron *suficientemente buenas*. Y posteriormente la situación no hizo sino empeorar: los precios bursátiles continuaron cayendo durante un mes, completando una aterradora caída del 22 por ciento hasta que finalmente alcanzaron su punto más bajo.

En uno de esos momentos irónicos de la historia, fue el presidente Obama quien adivinó la llegada de ese punto más bajo con una exactitud de apenas unos días, cuando el 3 de marzo sugirió en una rueda de prensa que «los índices de beneficios y ganancias están empezando a alcanzar el punto en que la compra de acciones es una inversión potencialmente provechosa, si se tiene una perspectiva a largo plazo». Supongo que fue un comentario improvisado más que una previsión bien meditada sobre el mercado —lo que en todo caso no deja de ser un oxímoron—, pero el caso es que aquello sonó a que el presidente estadounidense estaba aconsejando a los estadounidenses que comprasen acciones. Y resultó ser un consejo fabuloso, pues el índice S&P 500 alcanzó su mínimo sólo cuatro días más tarde. De hecho, ni siquiera era preciso tener «una perspectiva a largo plazo» para beneficiarse del sabio consejo de Obama: ¡Durante el año siguiente, el mercado bursátil creció como la espuma más de un 60 por ciento!

Sin embargo, la mayor ironía, y la más importante, sobre el vilipendiado discurso de Geithner el 10 de febrero es que *realmente* anunció lo que resultaría ser el paso decisivo que pondría fin a la fase más aguda de la crisis financiera. Me refiero a las cacareadas pruebas de estrés sobre diecinueve grandes instituciones financieras, fruto de la unión de esfuerzos de los cuatro organismos de regulación bancaria, liderados por la Reserva Federal.<sup>75</sup> Una vez completadas estas pruebas de estrés y publicados los resultados, el resto vino rodado con apenas percances. He aquí lo que dijo el secretario Geithner tras anunciar las pruebas:

En primer lugar, vamos a requerir a los bancos que se sometan a unas exhaustivas y cuidadosamente diseñadas pruebas de estrés, por utilizar el término médico, pues deseamos que sus balances sean más transparentes y fuertes. Y vamos a apoyarlos en este proceso proporcionando un nuevo programa de fondos de capital para aquellas instituciones que lo necesiten.

Esta última frase es muy importante, y merece la pena destacarla: «Vamos a apoyarlos en este proceso proporcionando un nuevo programa de fondos de capital para aquellas instituciones que lo necesiten». Era una promesa, sí, pero también una amenaza: todo banco que no superase las pruebas de estrés y que no pudiese conseguir capital nuevo por su cuenta iba a recibir una inyección de capital del Departamento del Tesoro estadounidense, acompañada de muchas condiciones. Efectivamente, el «Día de Libre Mercado» de Barney Frank era cosa del pasado. Ahora, el gobierno de Estados Unidos apoyaba sólidamente a estas diecinueve instituciones, todas ellas demasiado grandes o demasiado interconectadas para dejarlas quebrar.

Esto tranquilizó a los mercados. Pero ¿qué pasaba con el riesgo moral? En un punto tan delicado de la historia, daba la impresión de que a prácticamente nadie le preocupaba mucho, probablemente porque existían otros riesgos mucho más acuciantes de los que preocuparse, como por ejemplo el posible colapso de la totalidad del sistema financiero estadounidense, cosa que Geithner estaba absolutamente decidido a evitar.

He aquí como se suponía que debían funcionar —y como efectivamente funcionaron— las pruebas de estrés: los reguladores diseñarían una situación hipotética particularmente adversa que se extendiese durante dos años; tras un cierto tira y afloja con los bancos, dichos reguladores fijarían las tasas de pérdidas por préstamos que los bancos deberían asumir en unas condiciones macroeconómicas tan apremiantes; se permitiría a los bancos contrarrestar estas pérdidas proyectadas con la suma de todos los beneficios esperados durante dicho período de dos años; el resultado neto de cada banco sería la estimación de su ganancia o pérdida de capital para los siguientes dos años; y, basándose en tal estimación, los reguladores juzgarían si el capital de cada banco era suficiente para superar las adversidades.

Muy poca gente podía imaginarse en su momento cuán importantes llegarían a ser las pruebas de estrés, pero muchos observadores se percataron del gran riesgo de la apuesta. Si las necesidades estimadas de capital establecidas por las pruebas parecían sospechosamente bajas, como posteriormente ocurrió con las practicadas en Europa, los mercados podían llegar a la conclusión de que el gobierno estaba ocultando problemas más profundos, o peor aún, que estaba perdiendo el contacto con la realidad; y en ese caso, los mercados entrarían en estado de pánico. Por otra parte, si las necesidades de capital de los bancos fijadas por las pruebas de estrés parecían estar fuera de su alcance, los mercados concluirían que el sistema bancario se dirigía directamente hacia el desastre o hacia la nacionalización; y, también en este caso, el pánico invadiría los mercados. La única forma en la que las pruebas de estrés calmarían las preocupaciones de los mercados era que las cifras estuviesen, como en el cuento de Ricitos de Oro y los tres osos, *en su justa medida*.

Estos riesgos fueron largamente debatidos en el seno de la Administración Obama, con el director del NEC, Summers, particularmente preocupado, y el secretario Geithner y su lugarteniente, Lee Sachs, presionando para avanzar en esa dirección. Al final, la Administración y la Fed dieron justo en el blanco.

Tras la publicación de los resultados de las pruebas de estrés el 7 de mayo de 2009, diez de las diecinueve instituciones bancarias recibieron la orden de aumentar su capital. No obstante, en la mayoría de los casos el

déficit de capital era lo suficientemente pequeño como para no plantear problemas a las capacidades recaudatorias de los bancos. La excepción más notable fue GMAC, que debía aumentar su capital a más del doble, lo que por otra parte no fue una gran sorpresa, puesto que muchos préstamos sobre automóviles se habían malogrado y además la entidad se había aventurado imprudentemente en el sector de las hipotecas *subprime*. Sumando los incrementos solicitados a los diecinueve bancos, el déficit total de capital fue de «sólo» 75.000 millones de dólares, una cifra que no parecía tan grande si se la comparaba con los 180.000 millones del rescate de AIG, los 700.000 millones del TARP y los 787.000 millones del proyecto de ley de estímulos. De esos 75.000 millones de dólares, 34.000 millones correspondían a Bank of America, por lo que el GMAC y BofA fueron los dos únicos niños verdaderamente problemáticos. El mensaje del gobierno estaba meridianamente claro: los grandes bancos de Estados Unidos volvían a ser de fiar, y se podía operar con ellos sin miedo.

Las cifras de capital en sí fueron relevantes, pero los detalles que acompañaron el informe de la Fed tuvieron al menos la misma importancia, detalles sobre la forma en que se llevaron a cabo las pruebas de estrés, y detalles sorprendentemente precisos sobre la situación de cada banco. Dado que los datos de supervisión bancaria normalmente se custodian como si fuesen secretos nucleares, estos íntimos detalles sobre cada uno de los bancos sometidos a las pruebas creó un nivel totalmente nuevo de transparencia, y además, importante también, las cifras fueron juzgadas como creíbles. Sin duda, los reguladores dieron con la *justa medida*, y la confianza comenzó a reinstaurarse. De hecho, el valor bursátil de las acciones de la mayoría de las diecinueve instituciones bancarias se incrementó tras el anuncio de los resultados.

## **El fin del principio**

Muy poca gente se dio cuenta en el momento, pero las exitosas pruebas de estrés supusieron un punto de inflexión: señalaron el fin de la fase más aguda de la crisis financiera y el comienzo de la vuelta a la normalidad; aunque sólo

el comienzo. En poco tiempo, el mundo dejó de preocuparse por la supervivencia de los grandes bancos estadounidenses, y poco después estas instituciones comenzaron nuevamente a generar beneficios.

Las pruebas de estrés aliviaron mucho estrés. Pero, por supuesto, no hicieron nada para reestructurar el sistema financiero ni la forma en que el gobierno lo regulaba. Seguidamente nos ocuparemos de este tema.

## Parte IV

---

# **El camino hacia la reforma**

## **Se ha roto, arreglémoslo: la necesidad de una reforma financiera**

Hay que tener mucho cuidado cuando no sabes adónde vas, porque es muy posible que en tal caso no llegues.

YOGI BERRA

Mientras peleaban por acabar con los atterradoramente elevados márgenes de los tipos de interés, las demenciales diferencias entre precios de oferta y demanda, la dramática evaporación del crédito y otros indicadores de aguda crisis financiera, los funcionarios de la Reserva Federal, el Tesoro, la FDIC y demás entidades se encontraron al mando de un desbordado equipo de servicios médico-financieros de emergencia, despachando ambulancias a un accidente tras otro para evitar que las víctimas, gravemente heridas, muriesen desangradas. A medida que iban llegando a los numerosos siniestros, lo habitual era que las unidades móviles se encontrasen demasiado preocupadas por mantener a los pacientes con vida para pensar en nada más; pero una vez que se aplicaron torniquetes, se detuvieron las hemorragias y se llevaron a cabo los diagnósticos preliminares, el siguiente paso era llevar a los accidentados a los hospitales para una muy necesaria cirugía.

De esta forma, las operaciones de rescate financiero de emergencia de finales de 2008 y principios de 2009 se fueron transformando gradualmente en serios planteamientos sobre una posible reforma financiera. La parte final de la recesión, durante la primavera y el verano de 2009, tenía ya un enorme

historial de accidentes y víctimas; para entonces, se había creado una lista sobrecogedoramente extensa de heridas, aflicciones y enfermedades, que dieron mucho trabajo a legiones de médicos y cirujanos financieros. Por ejemplo: la exagerada propensión de los mercados financieros a la creación de burbujas; el exceso de apalancamiento y la falta de liquidez; la mala actuación de los supervisores de los bancos y demás instituciones financieras; las flagrantes carencias del sistema regulador; el abandono de la responsabilidad sobre el mercado hipotecario nacional y la protección de consumidores ingenuos (posiblemente el caso más indignante, pues si el gobierno hubiese sido tan negligente con el control de la alimentación, decenas de miles de estadounidenses habrían sido víctimas de intoxicación alimentaria); el razonamiento que subyace tras las doctrinas del «demasiado grande e interconectado para dejar quebrar», y que fue puesto en tela de juicio a medida que iban aumentando los costes repercutidos a los contribuyentes; la difícil comprensión de la lógica que llevó al rescate de Bear Stearns en contraposición con el abandono de Lehman Brothers, y la lista sigue y sigue.

Prácticamente todo el mundo parecía estar de acuerdo en que el statu quo anterior ya no servía. Pero ¿qué debían hacer exactamente los cirujanos financieros una vez que tuviesen a los pacientes en las mesas de operaciones? ¿Cuáles eran los objetivos y principios fundamentales que debían guiar la reconstrucción del destrozado sistema financiero estadounidense para asegurarse de que «ello» no volvería a ocurrir? Y, más concretamente, ¿debería Estados Unidos buscar una completa modificación de la totalidad de la estructura financiera, análoga a la desarrollada durante el New Deal, o más bien centrarse en cambios más modestos y graduales arreglando esto, aquello y lo de más allá?

Las tres son muy buenas preguntas, y alguna de ellas había sido sometida a debate durante años. El anterior secretario del Tesoro, Paulson, había puesto en 2007 a todo el personal a su cargo a trabajar en una reforma de la regulación financiera, cuyo fruto principal fue el *Proyecto para una estructura modernizada de regulación financiera*, anunciado en marzo de 2008. El congresista Barney Frank (demócrata por Massachusetts), por entonces recién nombrado presidente del Comité de Servicios Financieros del



Congreso, pronunció una serie de discursos sobre reformas financieras en 2007, a los que siguieron varias intervenciones parlamentarias en 2008; sin embargo, aparte de unos pocos expertos y de un ejército de representantes de grupos de presión, prácticamente nadie se percató de ello. Como es frecuente en un sistema como el estadounidense, con amplios controles y equilibrios de poder, fue necesario el estallido de una crisis para que la necesidad de una reforma financiera pasase a figurar entre los primeros puntos a tratar en la agenda política nacional. Y, una vez más, Estados Unidos se vio obligado en 2009 y 2010 a buscar soluciones dando palos de ciego.

## **¿Detener las burbujas o pinchar las burbujas?**

Antes de 2009, el país había sufrido los importantes desplomes bursátiles de 1987 y 2000, el enorme estallido de la burbuja inmobiliaria en 2006, y el aterrador estallido de la burbuja de los bonos provocado por el anterior. A diferencia de las dos primeras burbujas del mercado bursátil, las dos últimas extendieron la ruina económica mucho más allá de los mercados financieros. Todo esto nos enseñó que los auges y desplomes financieros podían amenazar el tejido económico de la nación, y que por tanto la prioridad absoluta era poner fin a la creación de burbujas, ¿verdad?

Pues no. Como ya se ha dicho, las burbujas ocasionales son probablemente una consecuencia inevitable de los mercados especulativos, y han existido desde que existen dichos mercados. Los humanos, según parece, somos muy propensos al exceso de confianza, al comportamiento en manada, a la injustificada extrapolación de tendencias recientes, y a contagiosas oleadas de pensamiento idealista, todos ellos ingredientes de las burbujas. Parece que estamos programados para producirlas, por lo que intentar hacerlas desaparecer por completo es perder el tiempo. En vez de eso, tal vez deberíamos centrarnos en algo más alcanzable, como intentar reducir su frecuencia y magnitud, o limitar el daño producido tras su estallido; o bien, tal vez incluso más factible, deberíamos diseñar una estructura financiera más sólida que no se venga abajo cada vez que explota una burbuja de cierto tamaño.

## ¿Reformar todo o poner parches?

Diseñar una estructura financiera más sólida no significaba lo mismo para todo el mundo. Las reformas incluidas en el célebre New Deal, implantado tras el crac bursátil de 1929 y el colapso del sistema bancario durante la década de los treinta, eran exhaustivas, profundamente transformadoras, y en algunos aspectos hasta radicales. Entre otras cosas, se crearon varias agencias reguladoras nuevas en aquellos ámbitos donde nunca habían existido, como la FDIC y el SEC, y se estableció una separación clara entre la banca ordinaria, la banca de inversión y el comercio, cambiando por completo el sistema financiero estadounidense. Sin duda, la primera cuestión que debía debatirse era si se iba a optar o no por un enfoque de tanta envergadura.

Veamos un ejemplo: no son pocos los que sostuvieron —y aún sostienen— que la derogación de la Ley Glass-Steagall, instaurada durante la Gran Depresión, fue una de las causas principales de la crisis financiera. Esta ley había separado la banca comercial de la financiera en 1933, alejando así las locas apuestas de Wall Street del serio y tradicional sistema bancario. Sesenta y seis años después, en 1999, la Ley Gramm-Leach-Bliley (GLB) permitió que ambas formas bancarias volvieran a unirse de nuevo, lo que supuestamente corrompió la banca estadounidense y precipitó la crisis. La solución «obvia», según los defensores de esta teoría, no es otra que reconstruir las barreras de la Ley Glass-Steagall.

Pero ¿es realmente cierto? Cada vez que escucho esta idea suelo preguntar a sus defensores que cuál de los numerosos despropósitos que tuvieron lugar antes o durante la crisis se hubiese podido evitar gracias a la Ley Glass-Steagall, y sus respuestas tienden a ser extremadamente poco convincentes. De hecho, rara vez van más allá de señalar la fusión de la que surgió Citigroup, como si Citigroup hubiese evitado el desastre si dicha ley hubiese estado en vigor.<sup>76</sup> Lo cierto es que Citibank ha jugado un papel crucial en prácticamente todos los desastres bancarios ocurridos durante las últimas décadas.

¿Por qué iba a ser diferente la crisis de 2007-2009? Afirmar que la derogación de la Ley Glass-Steagall no tuvo mucha importancia en la crisis puede resultar sorprendente, e incluso antiintuitivo. Sin embargo, piense en

las duras experiencias sufridas por Bank of America, Wachovia, Washington Mutual, e incluso Citigroup que se han analizado a lo largo de lo que llevamos de libro: ninguna de ellas se produjo por sus actividades de inversión —o, al menos, dichas actividades no fueron la razón *principal*—, sino que se produjeron por la peligrosa mezcla del fuerte apalancamiento con las vergonzosas prácticas de préstamo, precisamente lo que ha puesto en apuros a los bancos desde hace siglos.

Otro ejemplo: consideremos los cinco grandes bancos de inversión antes de la crisis, Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Goldman Sachs y Morgan Stanley. Ninguno de ellos fue creado después de la GLB. Ciertamente Merrill poseía un gran banco de depósitos, pero el Banco de Merrill Lynch ya existía desde muchos años antes de la aparición de la GLB, explícitamente autorizado por la Ley Glass-Steagall, y no tuvo prácticamente nada que ver con los problemas de Merrill. Además, las restricciones de la Glass-Steagall tampoco hubiesen evitado ninguna de las travesuras de Bear Stearns, AIG, Countrywide y compañía.

Incluso aceptando que la derogación de la Glass-Steagall haya permitido que Citigroup se hundiese más en el fango de lo que habría ocurrido si se hubiese mantenido en vigor, cosa que me resisto a hacer, la idea de que la desaparición de dicha ley fue una de las causas *principales* de la crisis es una leyenda urbana, un mito. Dicho esto, es cierto que los mitos perduran en el tiempo, y en ocasiones se cobran víctimas. Por su culpa cobró vida la idea de reimplantar las barreras Glass-Steagall cuando se comenzó a considerar una posible reforma financiera, así como la antigua teoría de la «banca estrecha» (*narrow banking*), según la cual no se permitiría a los bancos invertir sus depósitos en otra cosa que no fueran los ultraseguros Bonos del Tesoro. De igual forma, hubo mucho debate sobre la posibilidad de retirar a los bancos la administración de su cartera de activos, e incluso, más en general, a las instituciones «demasiado grandes para dejar quebrar».

Algunos proponían acciones más radicales, como la división de los gigantes financieros en instituciones más pequeñas, de forma que ninguna de ellas fuese (ni pudiese llegar a ser) demasiado grande para dejar quebrar. Otros añoraban y deseaban volver a «los buenos viejos tiempos», cuando los bancos de inversión estaban organizados como sociedades y era el dinero de

los socios el que estaba en juego, huyendo así de las modernas corporaciones financieras que únicamente arriesgan la financiación ajena. Estos últimos, analistas nostálgicos y algunos banqueros de la vieja escuela, deseaban algo muy razonable; pero en el nuevo y complejo mundo de los mercados globales de capital, pocos expertos pensaban realmente que los dispersos genios corporativos pudiesen ser metidos de nuevo en las pequeñas y vetustas botellas de las sociedades.

Pocas o ninguna de estas ideas tan radicales se encontraban sobre la mesa cuando comenzó el verdadero impulso de la reforma financiera, al haber sido rechazadas por los líderes del Tesoro y el Congreso; en lugar de ello, Estados Unidos se disponía a «reparar» su actual sistema financiero. Sin embargo, como veremos, algunas de esas reparaciones fueron mucho más allá de simplemente «poner un parche», pues fueron sustanciales y minuciosas, hasta el punto de que no deberían considerarse simples reparaciones.

Teniendo en cuenta el desgarrador colapso financiero y muchas de las sorprendentes respuestas políticas que se desarrollaron, así como las negativas reacciones ante ambas cosas por parte de la ciudadanía estadounidense, los encargados de la reforma se encontraron ante una lista de tareas extremadamente larga y complicada. Como en la cita de Yogi Berra al comienzo de este capítulo, no sabían adónde ir ni cómo llegar. No me propongo revisar aquí la totalidad del potencial de la agenda de reformas, pues ello ocuparía demasiadas páginas y mataría al lector de aburrimiento, y además no todos los problemas tienen el mismo alcance. Por el contrario, y prometiendo ser breve, lo que ofrezco es una guía de lo más destacado, comenzando con...

## **Arreglando el «demasiado grande para dejar quebrar»**

Casi con toda probabilidad el punto número uno de la lista era la reforma, o tal vez la eliminación, de las doctrinas de «demasiado grande para dejar quebrar» (TBTF) o «demasiado interconectado para dejar quebrar», cuya

aplicación durante la crisis llevó a las autoridades a comprometer cientos de miles de millones de dólares de dinero público para salvar unas compañías privadas muy concretas, prácticamente todas las que se habían portado mal. No hace falta decir que los titulares relativos a los rescates habían provocado considerable repugnancia en la ciudadanía y en el Congreso, y habían puesto de un humor de perros a los legisladores. ¡*Nunca más!* Pero si no se iban a producir más rescates, ¿qué deberían hacer las autoridades?

Una línea de acción cautivadoramente simple es la adopción de una política en la que todas las compañías privadas puedan quebrar, sin importar lo grandes que sean o lo interconectadas que estén, igual que se hizo con Lehman Brothers (*Nos vemos en el tribunal de quiebras, amigos*). Un cierto número de los ayatolás del riesgo moral sostienen que esto es exactamente lo que debería hacerse, pero prácticamente nadie con autoridad para ello se atreve a llevarlo a cabo. Después de todo, lo que ocurrió tras el Día de Lehman no fue muy agradable, ¿verdad?

Otro enfoque consistiría en asegurarse de que ninguna compañía crezca lo suficiente como para llegar a ser demasiado grande para dejarla quebrar. Esta idea ha atraído a algunos partidarios serios y bien posicionados, entre ellos el gobernador del Banco de Inglaterra, Mervyn King, quien declaró en un discurso de 2009 que «si algunos bancos son demasiado grandes para dejar quebrar, entonces, en palabras de un distinguido economista estadounidense, es que son simplemente demasiado grandes». Unos meses después, durante una conferencia de prensa de la Reserva Federal celebrada en octubre, el presidente Bernanke se mostró en desacuerdo: cuando le preguntaron acerca de la opinión de King, expresó su preferencia por «un acercamiento más sutil para no perder el beneficio económico de las compañías (financieras) internacionales multifunción». En la jerga ultra políticamente correcta del mundo de los bancos centrales, aquello podía traducirse por: «Creo que Mervyn se equivoca de medio a medio».

Mi propia opinión se acerca más a la de Bernanke que a la de King, pues pese a que la idea de «mantener pequeñas las empresas» posee una cierta fascinación romántica, también encuentra problemas tanto a corto como a largo plazo. A corto plazo, la historia ha legado a Estados Unidos y a muchas otras naciones un cierto número de instituciones que ya son TBTF, y por

mucho. Por tanto, no basta con declarar que nunca se permitirá que una compañía *llegue a ser* TBTF, sino que más bien debería establecerse si se pueden y se deben dividir aquellas instituciones TBTF *ya existentes*, y en caso afirmativo, cuándo y cómo. En 2009, con un sistema financiero aún bastante inestable, semejante planteamiento parecía extremadamente peligroso.

A más largo plazo, por supuesto, no somos esclavos de nuestra historia, y no cabe duda de que obligar a los gigantes financieros a reducir su tamaño es ciertamente *factible*. La cuestión es, por tanto, si resulta *deseable*, en vista de las diversas necesidades financieras de las grandes corporaciones globales. Bernanke no está solo, ni muchísimo menos, al pensar que no. ¿Es realista esperar que megacompañías como GE, IBM y Apple tengan tratos con bancos de tamaño modesto, o más bien con gigantes como Deutsche Bank, UBS y Banco Santander? La respuesta es obvia. Además, un país tan grande como Estados Unidos tiene compañías gigantescas en prácticamente todas las industrias, e incluso una tan fragmentada como el comercio al por menor tiene a Walmart. ¿Por qué iban las finanzas a ser diferentes?

Una tercera posibilidad para solucionar el problema es aquella en la que finalmente se centró la reforma en Estados Unidos: concebir maneras para lograr el deceso pacífico de una gran institución moribunda, en lugar de caótico como el de Lehman Brothers. Recordemos que la doctrina real no es «demasiado grande para dejar quebrar», sino «demasiado grande para dejar quebrar *con estrépito*», por lo que la acción lógica sería tratar de eliminar el estrépito.

Muchas de las formas para lograr este objetivo se agrupan bajo el grandilocuente título de «Autoridad de resolución», porque se considera que las autoridades «solucionan» los problemas de aquellas instituciones que se encuentren en peligro. La FDIC tiene procedimientos de probada efectividad para solucionar los problemas de los bancos más bien pequeños; pero aparte de Wachovia y de WaMu, que se vendieron más o menos intactos, la FDIC nunca ha intentado aplicar estos procedimientos a un súper banco global, y mucho menos a una institución financiera *no bancaria* como Bear Stearns o Lehman Brothers. Por tanto, se llegó a la conclusión de que se necesitaba un nuevo mecanismo de resolución para tratar con las denominadas *instituciones*

*financieras sistémicamente importantes* (SIFI), sean o no sean bancos. ¿Cómo funcionaría tal mecanismo? La respuesta a esta pregunta ocupó durante bastante tiempo las agudas mentes del mundo legal y financiero.

## **Regulación del riesgo sistémico**

Una vez se empiezan a considerar los posibles mecanismos de resolución, uno se percató rápidamente de que el problema tiene un calado más amplio y más profundo que simplemente proporcionar una alternativa legal a la bancarrota. ¿Debemos realmente esperar hasta que una SIFI esté al borde de la bancarrota? ¿Acaso no es mejor intervenir antes? Además, los problemas sistémicos pueden empezar a manifestarse *antes* de que la SIFI en cuestión se encuentre en la cuerda floja, como de hecho ocurrió en el caso de la crisis de las hipotecas: el riesgo sistémico asociado a las hipotecas *subprime* ya existía mucho antes de que nadie comenzase a preocuparse por la seguridad de Citigroup o Bank of America. ¿Quién habría considerado a New Century Mortgage o incluso a Countrywide como una SIFI? Cuando la manada se mueve temerariamente, todo el mundo está en peligro.

Esta línea de pensamiento condujo a los reformadores a contemplar la necesidad de un *regulador del riesgo sistémico*, un organismo gubernamental encargado del reconocimiento exhaustivo del terreno financiero en busca de riesgos que, en circunstancias adversas, pudieran llegar a ser sistémicamente importantes, y tal vez tomar medidas si se encontraba algo. La mayoría de los reformadores se mostró a favor de la creación de tal organismo. Si en 2005 hubiese existido un regulador de riesgo sistémico, he aquí cómo hubiese funcionado:

El mercado hipotecario residencial de Estados Unidos, junto con la enorme masa de títulos financieros creados sobre él, constituía el mercado financiero más grande del mundo, por lo que lo lógico hubiese sido que existiese un regulador de riesgo sistémico que lo vigilase de cerca. De haber sido así, tal regulador se hubiese percatado de lo que las agencias bancarias pasaron por alto: un gran volumen de hipotecas dudosas, concedidas por prestamistas no bancarios no sometidos a la regulación federal. En ese caso,

el siguiente paso natural hubiese sido investigar la solidez de los títulos financieros elaborados a partir de tales hipotecas, y el regulador *podría haber* detectado las cuestionables calificaciones AAA que las entidades calificadoras estaban esparciendo por todo el país, pero lo que *sin duda hubiese* descubierto eran las enormes concentraciones de riesgo tanto en los balances de los bancos como fuera de ellos. Y, a menos que fuese absolutamente incompetente, el regulador del riesgo sistémico se habría alarmado al enterarse de que una única compañía de seguros (AIG) era la parte vendedora de una exorbitante porción de todas las CDS que se habían emitido, y que la compañía estaba muy lejos de poseer suficiente capital para sostenerlos. Vaya, da la impresión de que la historia podría haber terminado mucho mejor.

Aunque la necesidad de un regulador de riesgo sistémico estaba ampliamente reconocida, seguían existiendo al menos tres grandes preguntas relativas al diseño: primero, ¿cómo reconocer —o incluso definir— el riesgo sistémico? (Respuesta: *difícilmente*.) Segundo, ¿debería tratarse de un *vigilante* de riesgo sistémico, responsable únicamente de dar la alarma cada vez que lo detecte, o de un *regulador* de riesgo sistémico, autorizado también para tomar medidas? Tercero, ¿quién debería asumir la tarea? ¿La Reserva Federal? ¿Alguna agencia nueva? ¿Un consorcio de reguladores? En ninguna de ellas existía acuerdo.

## **Requisitos más exigentes de capital y liquidez**

La crisis sacó a la luz los numerosos defectos del sistema regulador estadounidense. Uno dolorosamente obvio fue que a los bancos y otras instituciones financieras se les había permitido operar con demasiado apalancamiento, o lo que es lo mismo, con un capital propio <sup>77</sup> demasiado escaso. Los requisitos de capital en Estados Unidos eran una mezcla de estándares internacionales (Basilea) para grandes bancos activos a nivel global y reglamentos nacionales, y tras la crisis hubo un acuerdo casi universal sobre la necesidad de que tales requisitos deberían ser más estrictos. Las únicas cuestiones operativas fueron: 1) ¿Cuánto más estrictos?; 2) A



efectos de regulación, ¿qué activos deberían considerarse como capital?; y 3) ¿Debería Estados Unidos esperar a que se produjese un acuerdo internacional en Basilea, o proceder a su gusto? Todo esto eran asuntos ya viejos y familiares. No fáciles de resolver, desde luego, pero familiares.

Sin embargo, existía al menos un nuevo asunto a tratar que antes de la crisis nunca había sido un punto importante de la regulación financiera: los requisitos de liquidez. Otra dolorosa lección que podía extraerse de la crisis financiera era que una *liquidez* insuficiente puede resultar tan fatal para una institución financiera como la falta de *capital*. De hecho, la línea de separación entre las dos a menudo resulta difusa y fácilmente franqueable. Piense en lo siguiente: el hundimiento de Bear Stearns, Lehman Brothers y AIG, ¿fue debido a la insolvencia o a la falta de liquidez? La respuesta no es sencilla. Los reformadores se centraron rápidamente en la aplicación de nuevos requisitos de liquidez como ingrediente clave en la reforma de las regulaciones.

Hay que señalar que unos requisitos legales que exijan una mayor liquidez y un capital más alto pueden provocar una reducción en la rentabilidad de los bancos: un banco que obtiene un beneficio de un 1 por ciento sobre los *activos* obtendrá a su vez una rentabilidad del 15 por ciento sobre el *capital* si su apalancamiento es de 15 a 1; pero si dicho apalancamiento se reduce hasta 10 a 1, el mismo beneficio del 1 por ciento sobre activos se traduce en sólo el 10 por ciento sobre el capital. Y si un banco se ve obligado por ley a mantener un volumen más grande de activos de alta liquidez, como Bonos del Tesoro, con sus bajas rentabilidades, se reducirá su tasa media de rendimiento sobre los activos. Esto no es más que simple aritmética.

En 2009 los traumatizados bancos intentaron desesperadamente meter en su balance la mayor cantidad posible de capital y de activos líquidos. La «disciplina del mercado» —ese maravilloso oxímoron— mantenía el apalancamiento bajo y la liquidez alta, pero era predecible que, a medida que el factor miedo se fuese disipando, la aversión de los bancos hacia los requisitos de capital y liquidez se hiciese cada vez más intensa.

## Negociación bancaria por cuenta propia y la Regla Volcker

Existe el fuerte convencimiento, aunque no por ello necesariamente acertado, de que la negociación por parte de los bancos de sus propias carteras fue una de las principales causas de la crisis financiera. ¿Fue éste realmente el caso? Depende de la definición de negociación por cuenta propia. Si usamos la definición convencional —la compra y venta de activos por cuenta de los propios bancos— existen relativamente pocas pruebas de que la negociación por cuenta propia fuese la causante de los problemas de los grandes bancos comerciales, y los bancos pequeños nunca la practicaron mucho. Si, por el contrario, llamamos negociación por cuenta propia a las funestas decisiones de conservar en sus balances un volumen significativo de sus propios MBS y CDO («comiéndose lo que ellos mismos cocinan»), no hay duda de que la negociación por cuenta propia llevó a los bancos por una senda de rosas directamente hacia el abismo.

En 2009 y los años posteriores, los críticos como el ínclito expresidente de la Fed Paul Volcker arguyeron que los bancos que se benefician del paraguas protector de la garantía de la FDIC no tienen derecho a servirse del dinero de los depositantes para financiar operaciones especulativas que pueden en última instancia acabar siendo pagadas por los contribuyentes. De ahí surge la *Regla Volcker*: los bancos comerciales, garantizados por la FDIC, deberían abstenerse de negociar su propia cartera de activos, y, de forma complementaria, las instituciones financieras como bancos de inversión y fondos de alto riesgo, que llevan a cabo un enorme volumen de negociación por cuenta propia, no deberían ser elegibles para rescates gubernamentales. Esta regla supondría un regreso parcial a la Ley Glass-Steagall.

Volcker tenía razón (¿acaso no la tiene siempre?). No sólo es manifiestamente injusto obligar a los contribuyentes a asumir las pérdidas causadas por las transacciones de un banco, sino que también crea unos horribles incentivos del tipo «cara, yo gano; cruz, tú pierdes». Las apuestas ganadoras benefician a los gerentes y accionistas de los bancos, mientras que las perdedoras, si son lo suficientemente grandes como para amenazar la

solvencia del banco, se trasladan hacia los contribuyentes. ¿Alguien ha dicho «riesgo moral»? Poderosos argumentos, sobre todo viniendo de un hombre que goza del respeto de todo el mundo.

Pero la Regla Volcker tiene serios problemas prácticos: ¿Cómo pueden los reguladores distinguir, en casos concretos, entre la negociación de un banco de su cartera de activos y las transacciones ordenadas por los clientes? (Respuesta: *muy difícilmente*.) ¿Cómo diferenciar las operaciones de cobertura de riesgos, aprobadas por la sociedad, de las vilipendiadas operaciones especulativas? (Respuesta: *únicamente conociendo bien la totalidad de la cartera financiera del banco, e incluso entonces resulta difícil*.)<sup>78</sup> Si se destierra la negociación por cuenta propia de los fuertemente supervisados bancos comerciales, ¿adónde irá? ¿A bancos de inversión menos controlados? ¿A fondos de alto riesgo carentes de toda supervisión? ¿Acaso será el sistema financiero más seguro? (Respuesta: *es difícil de afirmar con seguridad*.) ¿Y qué pasa si una gran institución *no bancaria* con una enorme cartera está al borde de la bancarrota? ¿Se debe seguir el precedente de Lehman y dejar que quiebre? (Respuesta: *no parece una opción muy atractiva*.)

#### NEGOCIACIÓN POR CUENTA PROPIA: ¿SE RECONOCE NADA MÁS VERLA?

A nivel práctico, uno de los principales problemas a la hora de diseñar normas de restricción sobre la negociación por cuenta propia es cómo diferenciar entre las transacciones a beneficio de la propia cartera del banco y las realizadas con otros objetivos, como la creación de nuevos mercados o el servicio a clientes. Fácil, dirá el lector: basta con determinar de quién es el dinero que está en juego, el del banco o el del cliente. Bueno, ése es el punto de partida, pero no es suficiente.

Consideremos este sencillo ejemplo: un banco, actuando como intermediario, recibe el lunes la orden de un cliente de comprar 10 millones de dólares en CDS sobre una CDO de hipotecas *subprime* llamada BS-I. Para satisfacer tal orden, el propio banco asume temporalmente la otra parte de la transacción y vende inmediatamente la CDS a su cliente, aunque después no encuentra un vendedor real de CDS hasta el jueves. ¿Constituye esto creación de mercado para el cliente?

Supongo que sí, pero durante cuatro días el banco ha mantenido una posición corta en la CDS sobre BS-I y era su propio dinero el que estaba en juego. Durante esos cuatro días la transacción tuvo todo el aspecto de una negociación por cuenta propia.

Otro ejemplo: supongamos que, como creador de mercado, un banco ha encontrado con éxito compradores y vendedores de un título financiero; dado que no está implicado directamente en ninguna de las partes del acuerdo, y por tanto no le supone ningún riesgo, claramente no se trata de negociación por cuenta propia. Pero ahora imaginemos que uno de sus clientes desea vender. Si no hay ningún comprador a mano, ¿acaso el banco renuncia a la transacción, o asume el papel de comprador con sus propios fondos, esperando revender el activo en poco tiempo? En este último caso, ¿es esto negociación por cuenta propia? ¿Qué pasaría si no puede volver a venderlo?

En ambos ejemplos, y en millones similares a ellos, es muy probable que el intermediario sepa perfectamente cuándo está operando deliberadamente con los fondos propios del banco y cuándo está intentando no hacerlo. Pero ¿cómo se concibe un sistema regulador de alerta que tenga en cuenta este conocimiento? No es nada fácil, tal y como se puso claramente de manifiesto en 2011-2012, cuando los reguladores intentaron establecer normas detalladas que incluyesen en su seno la Regla Volcker, normas que acabaron formando parte de la Ley Dodd-Frank de 2010.

## **Reorganización de las sillas reguladoras**

Tanto durante la crisis como actualmente, Estados Unidos tenía y tiene un sorprendente surtido de reguladores financieros: dos reguladores federales de títulos financieros (la Comisión sobre los Mercados Regulados y los Títulos Financieros [SEC] y la Comisión de Comercio de Futuros sobre Mercancías Básicas [CFTC]), que se peleaban regularmente entre ellos; cuatro reguladores bancarios a nivel federal (la Fed, la FDIC, la Oficina de Control de la Moneda [OCC], y la Oficina de Supervisión de Entidades de Ahorro [OTS]), que se peleaban menos pero también se solapaban y se pisaban el terreno; cincuenta reguladores bancarios estatales; cincuenta reguladores estatales sobre seguros; etcétera, etcétera, etcétera. ¿Es que no se podía hacer mejor con menos de 106 organismos reguladores? Y, a pesar de esta grotesca

superpoblación, *no* existía un regulador federal de seguros, *ni* un regulador de hipotecas a nivel nacional, *ni* un regulador del riesgo sistémico. ¿Quién diseñó un sistema tan demencial?

El problema era más profundo que una simple limpieza del embrollado mapa organizativo. Debido al *solapamiento regulador*, muchas de las grandes organizaciones bancarias tenían que rendir cuentas simultáneamente a la Fed, la OCC, la FDIC, la OTS y a otros reguladores bancarios estatales, por lo que cuando estos organismos no se ponían de acuerdo, ¿qué se supone que debía hacer el banco? Debido a las *carencias reguladoras*, ninguna agencia estaba a cargo de la vigilancia del mercado hipotecario de Estados Unidos cuando descarriló. Debido al *desbarajuste regulador*, los magos de las finanzas de AIG FP se vieron bajo la supervisión de la desventurada OTS, y las legiones de abogados de la SEC se centraron en la prevención del fraude en lugar de en la seguridad y la solvencia. Y así sucesivamente. Según parece, todo el mundo estaba de acuerdo en que la fragmentación de la labor reguladora necesitaba modificaciones para reducir los solapamientos, solucionar las carencias y asignar cada tarea al mejor preparado para desempeñarla.

Pero en lo que no existía acuerdo era en el *cómo*. ¿Forzando la absorción de la CFTC por parte de la SEC? Los comités de Agricultura del Congreso y el Senado de Estados Unidos, que tenían jurisdicción sobre la CFTC, no quisieron ni oír hablar de ello. ¿Fusionando los cuatro organismos de regulación bancaria en uno solo? No tan rápido, compañero; al final, los cuatro se redujeron a tres (eliminando la fallida OTS). ¿Creando dos reguladores de hipotecas y de seguros a nivel nacional? ¿No vulneraría eso los derechos de los estados? En general, la reorganización de las sillas reguladoras era un terreno de reforma que sólo los valientes y los políticamente ingenuos se atrevían a pisar.

## **¿Cortando las alas a la Fed?**

Uno de los aspectos más extraños de la fase de rescates de emergencia durante la crisis financiera fue el agudo crecimiento de la hostilidad hacia la Reserva Federal. A través de una larga serie de decisiones políticas audaces,

creativas —y, sí, a menudo imperfectas—, la Fed fue crucial para evitar el desastre, y sin embargo, siguiendo al pie de la letra el mantra «Todo acto de bondad debe tener su castigo», el Banco Central de Estados Unidos recibió devastadoras críticas procedentes de todas partes. En una asombrosa encuesta de Gallup, publicada en julio de 2009, se indicaba que la ciudadanía consideraba que la labor de la Fed había sido la *peor* de una lista de nueve organismos federales, ¡incluyendo la Agencia de Seguridad Nacional, la CIA e incluso el IRS (Departamento de Recaudación de Impuestos)! Seis meses después, cuando el presidente Obama nominó a Ben Bernanke para un segundo mandato como presidente de la Fed, treinta senadores votaron en contra. Fue de largo el mayor número de votos negativo recibidos por un presidente de la Fed en la historia de Estados Unidos.

¿A qué se debió semejante furor anti Fed? Para empezar, la Fed era odiada por *gastar* (*prestar*, más bien) miles de millones de dólares procedentes del dinero de los contribuyentes para rescatar a los indignos banqueros. Sí, efectivamente *no* se lo merecían, pero ésa no es la cuestión. Si un vecino se queda dormido con un cigarrillo encendido en la boca y prende fuego a su casa, es culpable y un irresponsable, pero no se desea que perezca en el incendio, ni que las llamas de su casa se propaguen por todo el vecindario. Por ello, lo normal es llamar a los bomberos, aunque ello cueste dinero a los contribuyentes.

Muchos miembros del Congreso se quedaron horrorizados ante el asombroso despliegue de poder mostrado por la Reserva Federal durante la crisis, pues creían firmemente que la Fed se había extralimitado en su autoridad legal, usurpando poderes que pertenecían constitucionalmente al Congreso (como la asignación de fondos), y que la Ley de la Reserva Federal concedía al Banco Central demasiado poder no supervisado que necesitaba ser controlado. Sin embargo, los debates sobre la reforma reguladora apuntaban a otorgar a la Fed aún *más* poder; por ejemplo, como nuevo regulador del riesgo sistémico o como principal supervisor de todas las instituciones financieras sistémicamente importantes, fuesen bancos o no. De ahí la virulenta reacción contra la Fed.

Desde muchas partes llegaron propuestas para cortarle las alas en numerosos aspectos: desposeerla de su tradicional papel como principal supervisor de muchos bancos de pequeño y mediano tamaño; retirarle completamente la potestad de supervisar a los bancos, tal y como varios países europeos habían hecho con sus bancos centrales; limitar o eliminar la autoridad extraordinaria de préstamo que tenía asignada por la Sección 13(3); convertir al presidente del Banco de la Reserva Federal en Nueva York en un cargo político; convertir a todos los presidentes de bancos de la Reserva Federal en cargos políticos; eliminar el derecho de los bancos privados a nombrar a tres miembros de cada uno de los consejos de administración de los bancos de la Reserva Federal; convertir en cargos políticos a todos los miembros de estos consejos; someter las decisiones de política monetaria de la Fed a auditorías por parte del Congreso, y suma y sigue.

Daba la impresión de que se acercaban malos tiempos para la Fed. Y aún no he mencionado otra de sus competencias: la autoridad sobre las leyes de protección del consumidor financiero.

## **Protección de los consumidores**

Desde el comienzo de los tiempos, el engaño al consumidor incauto ha sido un rasgo común del comercio, y no sólo del financiero. ¿No había por ahí un caso sobre una manzana y unos tales Adán y Eva? Pero antes de la crisis muy poca gente podía imaginar que el fracaso en la protección de los consumidores de las prácticas predatorias de préstamo podía alcanzar el tamaño suficiente como para amenazar toda la economía. Ahora sabemos que era una posibilidad muy real.

Aunque la responsabilidad sobre la vigilancia de las leyes de protección del consumidor estaba repartida entre todos los organismos de regulación financiera, el Congreso había asignado a la Reserva Federal la mayor parte de esa competencia. ¿Por qué a la Fed? Tal asignación podía interpretarse de una de dos maneras: o el Congreso confiaba en la apolítica Fed más que en el resto de los organismos bancarios, o el Congreso suponía que la Fed, amiga

del alma de los bancos, no instauraría una protección del consumidor demasiado vigorosa. Elija el lector la opción que más le guste, aunque tal vez ambas opciones sean correctas.

No hay que culpar a la Fed de ninguno de los dos supuestos, pues los encargados de estas tareas eran competentes, creían en su misión y se tomaban su trabajo muy en serio. Sin embargo, todo el mundo sabía que Alan Greenspan, presidente de la Fed hasta 2006, era un autoproclamado libertario, con una filosofía que apostaba por el *caveat emptor*<sup>79</sup> y aborrecía el Estado niñera, aunque lo cierto es que el problema era más profundo y más general que las convicciones personales de Greenspan. Los asuntos de los consumidores están destinados a ocupar la estantería más baja en el armario de cualquier banco central, siempre empequeñecidos por el prestigio y la importancia interna de las misiones principales del banco supervisor: la conducción de la política monetaria, la regulación y supervisión de los bancos y la salvaguarda del sistema de pagos. De hecho, se podría decir — como hicieron muchos— que tenía poco sentido asignar a la Reserva Federal la responsabilidad de proteger a los consumidores, puesto que no suele ser una de las competencias principales de ningún banco central.

En un elogiado artículo de 2007, una profesora de derecho de Harvard llamada Elizabeth Warren propuso la creación de un nuevo organismo regulador denominado Comisión de Seguridad de los Productos Financieros, en una clara alusión a la Comisión de Seguridad de los Productos de Consumo, que se centrara exclusivamente en este tema. En sus propias palabras, «los productos financieros deberían estar sujetos a los mismos controles rutinarios de seguridad que actualmente se exigen antes de poner a la venta cada tostadora, lavadora o sillita infantil para coches que se vende en el mercado estadounidense».

La idea tuvo éxito, atrayendo la atención de muchos legisladores demócratas y del candidato a la presidencia (y posterior presidente) Barack Obama. A medida que iban progresando los debates sobre la reforma financiera en 2009 y 2010, la creación de una oficina de protección del consumidor iba subiendo posiciones en la agenda política. De hecho, el nombre completo de la Ley Dodd-Frank de 2010 es Ley Dodd-Frank de reforma de Wall Street y de *protección del consumidor* (la cursiva es mía).



Desde luego, es muy poco frecuente que una idea de cuento de hadas se convierta en ley en sólo tres años, pero la Oficina de Protección Financiera del Consumidor (CFPB), encargada de proteger a los consumidores de la prestidigitación financiera, logró exactamente eso. Gracias a sus esfuerzos, Warren se convirtió en la pesadilla de la industria bancaria y fue vetada por el Partido Republicano para el puesto de primera directora de la CFPB. En vez de eso, en 2012 llegó a ser senadora por Massachusetts.

## ¿Qué pasa con los derivados?

Empecemos recordando dos visiones radicalmente distintas del papel de los derivados en el sistema financiero, que se asociarán a los nombres de algunas mentes preclaras del mundo de las finanzas.

Recordará el lector que Alan Greenspan, Bob Rubin, Larry Summers y Arthur Levitt no estaban precisamente enamorados de la idea de permitir que la CFTC regulase el mercado de derivados en 1998, y que lograron intimidar a Brooksley Born cuando ésta planteó la idea (posteriormente Levitt se retractó y afirmó que fue una de las peores decisiones que había tomado en su vida). Como secretario del Tesoro en 2000, Summers abogó por la aprobación de la Ley de modernización de futuros sobre mercancías básicas (CFMA), una legislación escandalosa e indignante que *prohibía* la regulación de derivados. Básicamente, la CFMA decretó que en este zoológico no habría guardas de ningún tipo, sino que sería la disciplina de mercado —el viejo oxímoron— la que supuestamente se haría cargo de todo.

Once años después, Bill Clinton volvería la vista atrás con remordimientos y escribiría: «Considero justas todas las críticas que he recibido por no haber convertido la necesidad de regulación de los derivados financieros en un asunto prioritario de interés público». Por supuesto, para su Departamento del Tesoro sí tuvo dicha prioridad; sencillamente, estaba en el bando equivocado.

Warren Buffett y Paul Volcker, por el contrario, no lo estaban. Buffett, por ejemplo, acuñó en 2003 una célebre definición de los derivados, denominándolos «armas financieras de destrucción masiva», y Volcker, que

había denunciado la ingeniería financiera durante años, aseveró con sarcasmo: «La innovación financiera más importante que he visto en los últimos veinticinco años es el cajero automático». En opinión de ambos, los derivados *no* eran muy útiles, pero *sí* muy peligrosos, por lo que sin lugar a dudas deberían estar fuertemente regulados.

Opiniones muy dispares, desde luego, y ambas tienen su parte de verdad, pero después de que cientos o incluso miles de derivados explotasen durante la crisis financiera —comportándose como las armas de destrucción masiva sobre las que Buffett había advertido—, la opinión antirregulación fue derrotada de forma aplastante, al menos temporalmente. A pesar de ello, aún existía un espacio considerable entre el statu quo —que, con la CFMA aún en vigor, era de regulación cero— y la posición de Buffett y Volcker. ¿Qué hacer? Antes de abrazar esta última visión sin mucho sentido crítico, recordemos dos puntos básicos:

El primero es que los derivados pueden ser utilizados para *servir de cobertura ante posiciones de riesgo* (fondos de alto riesgo) o para *especular*. Lo primero es una forma de *reducción o eliminación* del riesgo —algo que presumiblemente no se desea impedir—, mientras que lo segundo es una forma de *creación* de riesgo, que la sociedad puede (o no) querer obstaculizar. Estas dos funciones aparentemente contradictorias de los derivados ponen en entredicho la idea de que «los derivados son arriesgados»; en realidad, depende de cómo se utilicen.

Para ilustrar este punto, consideremos el uso de las permutas de incumplimiento crediticio (CDS). Si yo tengo bonos de GranCorp, puedo reducir el riesgo asumido protegiéndome mediante la compra de un seguro con una CDS, de tal manera que si GranCorp se vuelve insolvente perderé el valor de los bonos pero recibiré el dinero de la CDS; de esta forma, he logrado cubrir mi riesgo. Pero la trampa es que se pueden comprar CDS sobre bonos de GranCorp incluso aunque no se posea un solo bono. Este tipo de CDS al descubierto no es otra cosa que una pura apuesta contra la supervivencia de la compañía, de la misma forma que si Smith asume la otra parte de la apuesta vendiéndome esa misma CDS, está apostando por su supervivencia. Al final, uno de nosotros habrá acertado y el otro se habrá equivocado, pero por el camino se habrá *creado* un riesgo donde antes no lo

había. Por esta razón, algunos reformadores se muestran particularmente hostiles a las CDS al descubierto, argumentando que si un ciudadano cualquiera no puede legalmente comprar una póliza de seguro contra incendios sobre la casa de su vecino y nombrarse a sí mismo beneficiario, ¿por qué se permite a los especuladores adquirir un seguro contra impago sobre unos bonos que no son suyos?

El segundo punto es que la mayoría de las transacciones con derivados son por naturaleza de suma cero: lo que pierde una parte lo gana la otra, y por tanto puede argumentarse que la sociedad en su conjunto no asume ningún riesgo *neto* procedente de los derivados. Retomando el anterior ejemplo, al término de la apuesta, sólo uno ganará la suma establecida (o Smith o yo), y el otro perderá exactamente esa misma suma; el país en su conjunto no será ni más rico ni más pobre tras la apuesta.

Esto es cierto, pero existen complicaciones. Primera, la idea de la suma cero da por supuesta una completa simetría entre ganadores y perdedores. Pero ¿qué pasa si, por ejemplo, el perdedor entra en quiebra? En ese caso, es muy probable que el resto de contrapartes se vea arrastrado al abismo también, lo que puede llegar a crear una reacción en cadena.

Segunda, y en relación con la anterior, la idea de la suma cero también asume que cada parte aporta el aval suficiente para cubrir sus apuestas. Las transacciones con derivados suelen comenzar con un valor cero para ambas partes, pero posteriormente la situación cambia. A medida que las probabilidades de ganar varían a favor de una u otra parte, el perdedor debe supuestamente ofrecer al ganador una garantía que asegure el pago. Si esto no ocurre, al riesgo subyacente previo habrá que sumarle un riesgo crediticio.

Tercera, esta idea pasa por alto un aspecto crítico de los derivados que ya se ha comentado en este libro, y es que a menudo incorporan una enorme cantidad de apalancamiento *implícito* que resultaría difícil crear de forma explícita. Recordemos que el apalancamiento implícito no implica necesariamente la existencia de un préstamo, sino que por el contrario es inherente a la naturaleza del contrato de derivados, como una opción sobre acciones que multiplica tanto las ganancias como las pérdidas.

Cuarta, la idea da por supuesto que ninguna de las contrapartes es un banco respaldado por un seguro de la FDIC, es decir, por los contribuyentes. Si tal asunción no se cumple, puede que terceras partes se vean forzadas a poner el dinero.

Y quinta y última, la idea de suma cero de los derivados asume también que ambas partes están bien informadas y son honestas. Cuando los contratos de derivados son complejos y opacos, y no se comercializan en mercados organizados, se multiplican las probabilidades de que ocurran «accidentes», sea por errores sin mala fe o por engaños deliberados.

Este último punto es crucial. Pensemos en la diferencia entre derivados *estandarizados y negociados en mercados organizados*, y derivados OTC, *personalizados y negociados de forma directa*: en el caso de los primeros, el precio es transparente y está controlado de forma continua; los segundos, por el contrario, no disponen de información sobre precios de mercado ni de un organismo financiero que garantice la existencia del aval correspondiente. Por tanto, la estandarización y el comercio en mercados establecidos conllevan una mayor transparencia, una mejor competencia y unos costes de transacción más bajos, mientras que los productos personalizados OTC suponen costes más altos y beneficios más elevados para los bancos de inversión, lo cual, por supuesto, es la razón por la que pelean con tanto ahínco por mantenerlos personalizados.

En cualquier caso, en 2009 terminó lo que en su momento fue un acalorado debate entre Brooksley Born y «esos personajes»: la reforma financiera incluiría finalmente una mayor regulación de las finanzas. Pero ¿de qué tipo? Parecía claro que los puntos clave serían si se iban a instaurar nuevas restricciones sobre las CDS al descubierto —o incluso su prohibición directa—, y sobre qué partes del comercio de derivados se verían obligadas a empezar a operar en mercados bursátiles organizados. Dado que los derivados OTC suponían una enorme fuente de beneficios para un puñado de grandes operadores, estos gigantes financieros tenían mucho que perder con el cambio, y su ejército de profesionales de la presión política estaba listo para presentar batalla.

## ¿Deberían regularse los fondos de alto riesgo?

La crisis financiera dio a los *hedge funds* (fondos de alto riesgo) una pésima reputación, probablemente peor de la que merecían. Se consideraba que no eran más que unos depredadores por sus ventas en corto; que tenían un apalancamiento excesivo, y por tanto causaban fragilidad financiera, y que facilitaban el comportamiento en manada, tanto durante la burbuja como durante el pánico cuando paró la música. Incluso se llegó a decir que eran repugnantes antros de especulación. Nadie, según parece, sentía el más mínimo amor por ellos, excepto, claro está, sus propios gestores, pues muchos de ellos habían amasado «más dinero que Dios», por utilizar los acertados términos de un popular libro dedicado a este tipo de fondos. Sin duda, alguien que ha obtenido una fortuna tan obscenamente grande de forma tan rápida tiene que ser culpable de *algo*.

Pero los hechos no confirmaron estos severos juicios, aparte del cobro de obscenas recompensas. En primer lugar, la venta en corto probablemente impidió que las burbujas de hipotecas y de bonos estallasen con más fuerza de lo que lo hicieron. ¿Por qué? No porque este tipo de venta fuera socialmente altruista, sino porque se consideraba como el camino hacia la riqueza: la venta en corto es una forma (apalancada) de ejercer presión a favor de la venta de un título financiero, lo que normalmente empuja el precio a la baja.

En segundo lugar, aunque hay excepciones, los fondos de alto riesgo suelen utilizar el apalancamiento en mucha menor medida que los bancos comerciales, y en muchísima menor medida que los bancos de inversión. ¿Por qué? Probablemente porque son sociedades, no corporaciones. Sus gerentes son propietarios que ponen en juego una buena porción de su dinero, y por tanto la mayoría de ellos considera que un apalancamiento de 30 a 1 es imprudente, por no decir una locura.

Es muy cierto que algunos de estos fondos perdieron mucho dinero tras el desastre, y que algunos incluso se arruinaron directamente, pero a diferencia del caso del fondo Gestión de capitales a largo plazo (LTCM) de 1998, ninguno de ellos fue considerado importante a nivel sistémico o

demasiado grande para dejar quebrar en 2008-2009, lo que constituye el tercer punto: los fondos de alto riesgo que quiebran simplemente cesan su actividad, y no esperan ni reciben asistencia por parte del contribuyente.

Mientras no sean lo bastante grandes para ser sistémicamente importantes, su regulación no parece tener mucho sentido, como no sea para impedir fraudes, por poner un ejemplo. Y en todo caso, ¿cómo se pueden regular de forma efectiva cuando la mayoría de ellos están domiciliados en las islas Caimán, un hecho, por cierto, que no contribuye a mejorar su reputación?

Probablemente la propuesta de regulación sobre fondos de alto riesgo más plausible y significativa consistiría en exigirles que informasen a los reguladores acerca de sus posiciones. Los fondos de alto riesgo, sin embargo, detestan esta idea, pues después de todo la discreción suele ser crucial en su modelo de negocio; por no mencionar la agilidad, ya que sus posiciones pueden cambiar muy rápidamente. Todo eso está muy bien, pero en ese caso ¿cómo pueden las autoridades saber, o al menos suponer, si uno o varios de estos fondos plantean riesgo sistémico si ni siquiera conocen sus posiciones? Por ello, en lo que a riesgo sistémico se refiere, la necesidad de alertas reguladoras parecía fuerte, aunque, en el pasado, los fondos de alto riesgo se habían resistido con éxito.

Y es aquí donde surgían las restricciones a la negociación bancaria por cuenta propia derivadas de la Regla Volcker. Numerosos observadores plantearon la hipótesis de que si se adoptase alguna versión de esta Regla, una gran parte de la actividad comercial huiría de los bancos y acabaría recayendo en los fondos de alto riesgo. En consecuencia, el volumen de negocio de estos fondos se haría aún más grande, y por tanto supondrían un mayor riesgo sistémico, al menos en teoría. Si esto ocurriese, resultaba difícil imaginar cómo podría ya evitarse la instauración de alarmas reguladoras.

## **¿Puede regularse la retribución de forma efectiva?**

Uno de los siete grandes villanos que se mencionaron en los capítulos dos y tres son los denominados «sistemas demenciales de retribución», en los que se aludía a los incentivos que tenían los agentes financieros para asumir enormes riesgos. Simplificando hasta el extremo una realidad mucho más complicada, podría decirse que demasiados de estos agentes tenían una cierta filosofía de «cara, gano mucho; cruz, pierdo muy poco»: si sus apuestas resultaban ganadoras, se volvían fabulosamente ricos, y si resultaban perdedoras, era la financiación ajena la que absorbía casi todas las pérdidas, de forma que sus pérdidas personales eran mínimas. Pues bien, he aquí la noticia bomba: si se incentiva a jóvenes inteligentes y amantes del riesgo a jugarse el todo por el todo, muchos de ellos harán exactamente eso.

Un problema conceptualmente similar es el de las comisiones recibidas por los agentes inmobiliarios, que no sólo recibían incentivos por *volumen* de préstamos, en lugar de por *calidad*, sino que a menudo eran también recompensados por vender los productos hipotecarios de mayor riesgo, porque éstos eran los más rentables para la compañía; o más bien los más rentables *siempre y cuando no entrasen en impago*. Muy pocas veces se reclamó la devolución de las comisiones cuando las hipotecas vendidas resultaron ser morosas. Estos problemas de incentivos eran de sobra conocidos en 2009, aunque su solución no resultaba nada fácil.

Para empezar, la decisión de cómo debe estructurar una empresa la retribución de sus empleados no suele ser algo que el gobierno estadounidense considere parte de su trabajo, ni se considera capacitado para llevarlo a cabo. Los contratos de trabajo son acuerdos privados entre los trabajadores y las compañías. ¿Acaso hay alguien en Estados Unidos que piense que el gobierno puede gestionar una empresa mejor que los empresarios?

Por otra parte, no está nada claro que, aun intentándolo, dicho gobierno esté en condiciones de regular la retribución de forma efectiva. Las grandes compañías financieras suelen contratar a sofisticados abogados y contables, así como astutos ingenieros financieros, que sin duda están más que capacitados para inventar ingeniosas formas de esquivar una hipotética regulación sobre la estructura remuneradora; y lo que es peor, algunos de estos rodeos pueden tener efectos secundarios perjudiciales. Podemos

encontrar un desconcertante ejemplo de ello en el desafortunado intento de la Administración Clinton en 1993 de limitar a 1 millón de dólares la deducibilidad fiscal del salario de los ejecutivos de mayor rango *a menos que la retribución estuviese basada en el rendimiento*. El tiro, por supuesto, salió por la culata de forma espectacular. Las opciones sobre acciones explotaron, vinculando aún más el salario de los ejecutivos a la evolución del mercado de opciones a corto plazo, lo que no hizo sino incrementar el atractivo de dicho corto plazo. El mercado bursátil se disparó, y con él el salario de los ejecutivos.

No obstante, tras la crisis hubo un gran número de votantes furiosos por la evolución del salario de los ejecutivos, y especialmente por el de los consejeros delegados, más que por el de los agentes. Su preocupación no tenía tanto que ver con la *estructura de incentivos*, que es lo que traía de cabeza a los economistas, como por las ingentes cantidades de dinero implicadas. La cólera de la ciudadanía estaba mal enfocada en dos dimensiones: por un lado, se dirigía a los consejeros delegados en vez de a los operadores financieros y agentes inmobiliarios, y por otro, se centraba en el *volumen* de los salarios más que en los *incentivos* que creaba. Pero ¿qué importaba eso? La gente estaba que trinaba, y la retribución tenía que ser uno de los principales temas políticos a tratar en la reforma.

## **Amonestación a las agencias calificadoras**

Las agencias de calificación de riesgo planteaban otro tipo de problema de incentivos, a saber: dichas agencias son contratadas y pagadas por las mismas entidades emisoras de los títulos financieros que deben valorar y calificar. Como ya se ha comentado, este modelo de «retribución del emisor» crea una multitud de perversos incentivos para inflar artificialmente las calificaciones, como por ejemplo la posibilidad de negociar para obtener calificaciones más altas y el deseo natural que posee cualquier empresa de satisfacer a sus clientes. La solución obvia a este problema —esto es, que sean los inversores los que remuneren a las agencias calificadoras, en lugar de los emisores— no resulta factible debido al *parasitismo* (llamado también *free-riding*). Hoy en



día, la información circula con demasiada libertad, de manera que si un fondo mutuo contrata y paga a Moody's para que califique un título financiero concreto, en poco tiempo el resto de inversores adquirirá la misma información de forma gratuita; por tanto, ¿por qué iba el primer fondo a molestarse en cargar con toda la factura?

## INFORMACIÓN Y PARASITISMO

En la Era de la Información, la información es uno de los principales factores de producción; desde luego, más importante que la tierra, por poner un ejemplo. Mucha gente se gana la vida produciendo, procesando y analizando información. No obstante, existe un problema de *parasitismo* que amenaza los mercados de información: es tan fácil de conseguir que es muy difícil mantener su propiedad de forma exclusiva; especialmente en la actualidad, pues con la existencia de comunicaciones electrónicas baratas y omnipresentes resulta extremadamente difícil —a menudo imposible— controlar su propagación.

Las calificaciones sobre títulos financieros son sólo un ejemplo entre cientos: el parasitismo hace casi imposible que los gerentes de activos paguen por tales calificaciones. Y las evaluaciones de calidad sobre productos de consumo comparten el mismo problema: una vez que una página web o una revista valora la calidad de una tostadora o de un teléfono móvil, casi todo el mundo puede acceder gratuitamente a esa misma información. De forma más general, la propiedad intelectual con frecuencia resulta difícil, y en ocasiones imposible, de proteger, ya que los bits de información se desplazan por todo el mundo literalmente a la velocidad de la luz, sin mostrar el más mínimo respeto por las fronteras políticas. Es más fácil apropiarse de una contraseña que robar carbón. Cuando los productores de información y otros tipos de productos similares (por ejemplo, organismos de calificación, programadores informáticos, músicos, etc.) no pueden imponer unos honorarios a los *usuarios* de tal información, el mercado no funciona bien.

Los distintos mercados afrontan de formas distintas el problema del parasitismo, mediante patentes, derechos de autor protegidos por ley, encriptación, etc. Pero no existe una solución infalible.

El problema de los incentivos suscita tres tipos de posibles soluciones: una, defendida por el senador Al Franken (demócrata por Minnesota), consiste en asignar las agencias calificadoras de forma aleatoria; de este modo, el emisor pagaría igual, pero no podría elegir el calificador. Una

segunda forma es que un organismo independiente, como la SEC o un mercado bursátil, sea el encargado de contratar y remunerar a la entidad de calificación. Y la tercera sería amenazar a las agencias calificadoras con serias repercusiones legales si otorgan calificaciones poco ajustadas a la realidad.<sup>80</sup>

## **Resucitando las finanzas hipotecarias**

Y luego estaba el gorila de 500 kilos: durante la crisis, la totalidad del sistema financiero hipotecario de Estados Unidos quedó reducida a un montón de escombros; Fannie Mae y Freddie Mac fueron prácticamente nacionalizadas; sus competidores del sector privado desaparecieron virtualmente de la faz de la tierra; la emisión de nuevos MBS, aparte de los de Fannie y Freddie, se paró en seco; la obtención o refinanciación de una hipoteca se hizo extremadamente difícil para todo aquel que no tuviera el historial crediticio de un santo y los activos de un millonario; etc. Todo el sistema financiero hipotecario en su conjunto necesitaba una reconstrucción desde los cimientos.

Pero la mejor forma de llevar a cabo tal reconstrucción no estaba nada clara; ni siquiera hoy lo está. A corto plazo, las dos empresas patrocinadas por el gobierno (GSE) podían continuar funcionando como empresas ya nacionalizadas; tal era el statu quo, y así podía seguir sin problemas, si no se tiene en cuenta el posible incremento en las pérdidas de los contribuyentes.<sup>81</sup> ¿Y a más largo plazo? En 2009 muy poca gente defendía un hipotético retorno al viejo modelo Fannie/Freddie (y actualmente sigue sin haber muchos partidarios), puesto que se había descubierto que era un pernicioso intermediario entre el gobierno y la empresa privada. Además, la estructura de las GSE facilitaba mucho la privatización de las ganancias y la socialización de las pérdidas, y de eso sí que ya no más, por favor.

¿En qué dirección avanzar, entonces? Un posible camino conduciría hacia compañías de seguros hipotecarios de capital estrictamente privado, sin vínculo alguno con el gobierno. Otro supondría que instituciones ciento por ciento gubernamentales asumiesen el control y la gestión de Fannie y Freddie. Algunos, yo entre ellos, pensamos que podría tener cierto sentido la

incorporación de elementos de ambas estrategias: seguros dependientes exclusivamente del gobierno para grupos especiales como, pongamos por caso, prestatarios o veteranos de ingresos bajos o medios, y seguros puramente privados para todos los demás.

También se plantearon soluciones más radicales, como abandonar por completo la idea de que las hipotecas puedan y deban ser titulizadas y vendidas; después de todo, las finanzas hipotecarias solían ajustarse a un modelo más simple en el que los bancos que concedían hipotecas las conservaban hasta su vencimiento o su impago. A modo de pequeño paso en esta dirección, muchos reformadores sugirieron la obligación de «poner la carne propia en el asador», según la cual los bancos emisores o los titulizadores (o ambos) debían conservar un cierto porcentaje de cada cartera hipotecaria, en lugar de venderlo todo a los (a menudo desprevenidos) inversores.

En lo que a la reforma de las finanzas hipotecarias se refiere, había muchas más preguntas que respuestas, y no existían fuerzas políticas o intelectuales lo suficientemente poderosas que alentasen a avanzar en alguna dirección concreta, excepto en la opuesta al statu quo anterior. Después de las espeluznantes experiencias de 2007-2009, prácticamente nadie seguía pensando que el antiguo modelo de GSE debía continuar.

## **Poniendo todo en práctica**

Ésta es mi selección de lo más destacado de la agenda de reformas, que como apunté al comienzo del capítulo no incluye docenas de otros temas, por no decir cientos; una enorme lista que supuso una sobrecogedora agenda de tareas que los reformadores tuvieron que afrontar en los años 2009 y 2010. Y a eso había que añadir las formidables barreras planteadas por el sistema constitucional estadounidense, con sus múltiples controles entre los distintos poderes; el Congreso de Estados Unidos, plagado de partidismos extremos; el impresionante poder de presión de la industria financiera, que por entonces

empezaba ya a recobrar sus fuerzas, y el hecho de que algunos aspectos de la agenda reformista requerían cooperación internacional. Como solía decir mi abuela: *¡Ay, pobre de mí!* <sup>82</sup>

Pero al menos teníamos una hoja de ruta —aproximada, eso sí— proporcionada por la historia. En 1933 las investigaciones Pecora —llamadas así por el astuto y enérgico Ferdinand Pecora, en aquel momento principal consejero del Comité Bancario del Senado— desenterraron un tesoro escondido de datos sobre hechos considerados dañinos para el sistema financiero anterior a la Depresión. Dichos datos, y el apoyo político que contribuyeron a crear, abrieron el camino para reformas financieras fundamentales como la separación entre banca comercial y banca de inversión promovida por la Ley Glass-Steagall, la creación de la FDIC y de la SEC, y mucho más. En la práctica, todo ello supuso una reconstrucción de la totalidad del sistema financiero estadounidense.

Una vez que comenzó a disiparse el polvo provocado por las explosiones de la crisis financiera de 2007-2009, muchos observadores consideraron las investigaciones Pecora como un modelo de lo que debía hacerse a continuación: llevar a cabo una indagación pública y exhaustiva para averiguar qué es lo que se hizo mal, y después servirse de lo aprendido para arreglar todo lo que se hubiese roto. Sin duda, una línea de acción con mucho sentido, pero las cosas ocurrieron de otra manera.

En mayo de 2009, el Congreso de Estados Unidos autorizó la creación de la Comisión de Investigación de la Crisis Financiera (FCIC) para averiguar qué había ocurrido exactamente, comisión que debía presentar su informe definitivo en diciembre de 2010. ¿Sería esto una continuación del «caso Pecora»? Pues no exactamente, porque ahora el Departamento del Tesoro estadounidense no disponía del tiempo para esperar a la presentación del informe final. Tan sólo un mes después de la creación de la FCIC, y por tanto mucho antes de que ésta tuviese tiempo de hacer nada significativo, el Tesoro ya tenía preparado el primer proyecto de reforma financiera, un documento que aceleró notablemente el debate político.

El orden parecía ilógico, pues se estaban prescribiendo medicinas curativas mucho antes de que se llevase a cabo un diagnóstico. Pero el Tesoro creía tener una idea bastante aproximada de las causas de la debacle, y lo que

es más importante, el secretario del Tesoro Geithner, el presidente de la Reserva Federal Bernanke y otras personalidades se percataron de la urgente necesidad de implantar cuanto antes al menos algunos aspectos de la reforma financiera, principalmente una nueva autoridad para la resolución de conflictos. Les preocupaba sobremanera lo que podría ocurrir si se encontrasen frente a otra situación similar a la de Lehman sin más autoridad legal que la que la Fed y el Tesoro habían ostentado en septiembre de 2008. Y con las cicatrices aún frescas, ni Geithner ni Bernanke deseaban averiguarlo.

El viaje hacia la Ley Dodd-Frank no sólo *comenzó* (en junio de 2009), sino que de hecho *terminó* (en julio de 2010) mucho antes de que el *Informe de la FCIC* fuese siquiera presentado. Este viaje de trece meses es el tema principal del siguiente capítulo.

## Descubriendo cómo se hace la salchicha

Hay dos cosas que nunca deberías ver cómo se hacen: las leyes y las salchichas.

Cita atribuida a OTTO VON BISMARCK

Iba a resultar complicado, pero la complejidad no suele asustar al Congreso estadounidense, cuyos miembros están acostumbrados a tratar con proyectos de ley de cientos de páginas. Sin embargo, había un gran inconveniente: al tratarse de algo tan increíblemente complejo como una revisión completa de la regulación financiera, la participación de la ciudadanía sería reducida, y su *comprensión* aún más reducida. Incluso a los mejores periodistas probablemente se les escaparía buena parte del tema. El gran público estaba comprensiblemente disgustado con un sistema que había hundido la economía, pero los cambios deseados por la gente no estaban nada claros.

Los expertos, por supuesto, estaban rebosantes de ideas, aunque expertos diferentes proponían soluciones diferentes, y en ocasiones contradictorias. Sumemos a todo esto tres nuevos puntos: *a)* las cantidades verdaderamente titánicas de dinero en juego; *b)* la tendencia de los intereses especiales fuertemente arraigados a pasar sin miramientos por encima del interés público, y *c)* una Administración muy ocupada por la reforma sanitaria. Parecía que los grupos de presión se iban a poner las botas.

Sin embargo, existía una fuerza política muy potente a tener en cuenta: la intensa indignación ciudadana por una crisis financiera que había tumbado la economía estadounidense. Normalmente, el electorado es un ente somnoliento al que cuesta despertar; pero cuando despierta de mal humor, los políticos corren un gran riesgo si ignoran su ira. Ése era el combate: el sistema estadounidense de gobierno más los grupos de presión contra la extendida repugnancia de los ciudadanos por el sistema bancario. ¿Sería la furia de los votantes, tanto republicanos como demócratas, lo bastante poderosa como para forzar una cooperación entre ambos partidos sobre la reforma financiera? La respuesta no se hizo esperar mucho: *No*.

Aun así, la reforma financiera logró llegar a buen puerto en 2010, pues un buen proyecto de ley se las arregló de alguna forma para lograr la aprobación del Senado. El tema principal de este capítulo es el modo en que sobrevivió la reforma financiera.

## **La agenda**

Cuando el presidente Obama llegó a la Casa Blanca y Tim Geithner tomó las riendas del Departamento del Tesoro, la agenda prevista para la reforma financiera ya era bastante extensa, y crecía cada día más. Para la comodidad del lector, la tabla 11.1 ofrece un sucinto resumen de los temas principales destacados en el capítulo anterior, que a medida que vaya avanzando este capítulo servirá tanto de hoja de ruta como de marcador de objetivos cumplidos.

**TABLA 11.1 La agenda de la reforma reguladora: puntos principales**

<b>Tema / Disposición</b>	<b>Principales puntos del debate</b>
<i>Demasiado grande para dejar quebrar</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Nueva autoridad sobre resoluciones o empleo de tribunales de quiebra?</li> <li>• ¿Fragmentación de instituciones TBTF?</li> </ul>
<i>Regulación del riesgo sistémico</i>	¿Quién debería llevarlo a cabo?
<i>Reforma de la Reserva Federal</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Restricción del poder de la Sección 13(3) de la Fed?</li> <li>• ¿Restricción de los poderes de supervisión y regulación de la Fed?</li> <li>• ¿Mayor responsabilidad política?</li> </ul>
<i>Barreras Glass-Steagall</i>	¿Nueva implantación?
<i>Titulización</i>	¿Cómo regular el mercado?
<i>Requisitos de capital y liquidez</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Cuánto capital más?</li> <li>• ¿Qué hacer con las entidades con operaciones no reflejadas en sus balances?</li> <li>• ¿Cómo medir la liquidez?</li> </ul>
<i>Reforma de las agencias de calificación</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Conversión de las agencias en servicios públicos?</li> <li>• ¿Retribución por terceros?</li> </ul>
<i>Negociación bancaria por cuenta propia</i>	¿Prohibición o restricción?
<i>Entidades reguladoras</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Menos reguladores bancarios?</li> <li>• ¿Fusión entre la SEC y la CFTC?</li> <li>• ¿Creación de un regulador hipotecario nacional?</li> </ul>
<i>Protección del consumidor</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Una oficina nueva e independiente?</li> <li>• ¿Documentos en lenguaje comprensible?</li> <li>• ¿Exigencia de opciones sobre acciones estándar y con buena garantía?</li> </ul>
<i>Regulación de derivados</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Regulación de derivados OTC?</li> <li>• ¿Regulación sobre estandarización, capital, compensación centralizada, y negociación en mercados regulados?</li> <li>• ¿Prohibición de CDS al descubierto?</li> </ul>
<i>Fondos de alto riesgo</i>	¿Deberían regularse? Si es así, ¿cómo?
<i>Retribución de los ejecutivos</i>	¿Cómo controlarla o reformarla?
<i>Rediseño de las finanzas hipotecarias</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Qué viene después de Fannie y Freddie?</li> <li>• ¿Finalización del modelo «originar para distribuir»?</li> <li>• ¿Mejora de los estándares de concesión de créditos?</li> </ul>

*Demasiado grande para dejar quebrar*



El primer punto de la lista, tanto literal como figurativamente, era qué hacer con la doctrina del demasiado grande para dejar quebrar. El país entero y el Congreso —republicanos y demócratas por igual— estaban hartos de tanto rescate, y se había creado una especie de consenso que sostenía que el gobierno necesitaba una nueva autoridad legal para resolver los problemas —léase, *practicar la eutanasia*— de las instituciones financieras más grandes y complejas de forma controlada y pacífica, especialmente las entidades no bancarias (los bancos entraban en la jurisdicción de la FDIC). Tanto Geithner como Bernanke presionaron duramente para conseguir la implantación de la mencionada autoridad, igual que había hecho Paulson antes que ellos. De entre todos los temas importantes que se encontraban sobre la mesa, el de la nueva autoridad de resolución parecía ser el más maduro para lograr el acuerdo bipartidista.

O tal vez no, pues a algunos miembros de la derecha política no les gustaba la idea de conceder tanto poder a los funcionarios electos o a los reguladores. Dichos miembros preferían reenviar todos estos casos a los tribunales de quiebra, donde serían los jueces los encargados de decidir, presumiblemente de manera apolítica, guiados por los precedentes legales existentes. Mantener al margen la política es deseable, al igual que minimizar el riesgo moral; pero, como es probable que el lector se esté preguntando, ¿no se había intentado eso ya con Lehman Brothers? Yo mismo me hice esa misma pregunta por entonces. ¡Sin embargo, había gente muy seria que afirmaba que Lehman fue un buen precedente y que los procedimientos por bancarrota funcionaron bien! A ver, un momento, ¿acaso no hundieron la totalidad del sistema financiero?

Una minoría de la izquierda y otra de la derecha preferían una solución más simple para los casos de TBTF: si no existe ninguna institución financiera sistémicamente importante (SIFI), no hay que preocuparse por resolver los problemas que plantean, ¿verdad? Por tanto, lo que hay que hacer es fragmentar los gigantes financieros. Simple, ¿no? Pues en realidad, tal y como ya hemos comentado, no lo es.

## *Regulación del riesgo sistémico*

Un segundo punto en el que existía un acuerdo significativo era que el sistema de regulación de las finanzas necesitaba un organismo gubernamental con amplios poderes para supervisar la totalidad del panorama financiero, una suerte de guardián contra el riesgo sistémico, con autoridad para cruzar todas las fronteras reguladoras que separaban las jurisdicciones de la Fed, la SEC, la FDIC, etcétera. Pero ¿quién estaba capacitado para realizar este trabajo? Y ¿qué poderes debería tener exactamente este regulador del riesgo sistémico? Como posible primer candidato para el puesto, la Reserva Federal tenía partidarios (por su gran alcance, su cercanía a los mercados, su función de prestamista de última instancia, etc.) y detractores (porque ya ostentaba mucho poder, porque acababa de fracasar estrepitosamente, etc.). Lo que me lleva a...

## *Reforma de la Reserva Federal*

Algunos reformadores pretendían conceder a la Fed más poder y responsabilidades, pero sus críticos deseaban cortarle las alas; por ejemplo, eliminando por completo su autoridad como supervisor de bancos y como protector del consumidor, o imponiendo restricciones más fuertes a su papel de prestamista en última instancia bajo la Sección 13(3), o, como preferían denominarlo, de «rescatador del sistema financiero». ¿Acaso no usurpaban estos rescates la autoridad del Congreso? ¿No estaban algunos funcionarios clave de la Fed, como los presidentes de los Bancos de la Fed en las ciudades, diseñando reformas financieras sin tener un solo gramo de legitimidad política? ¿No era la Fed demasiado independiente, funcionando casi como un cuarto poder del gobierno? ¿No era eso poco democrático?

## *Barreras Glass-Steagall*

Los reformadores, que atribuyeron una parte sustancial de la culpa de la crisis a la derogación de la Ley Glass-Steagall en 1999, deseaban reconstruir el muro entre la banca de inversión y la banca convencional. Otros, sin

embargo, afirmaban que los primeros estaban totalmente equivocados.

## *Titulización*

La cuestión de la Ley Glass-Steagall se confundía con frecuencia con otro tema diferente y más simple: ¿No debería instaurarse algún tipo de regulación sobre el vasto mercado de títulos financieros basados en activos (ABS)? Aunque los detalles no carecían de importancia y resultaron ser polémicos, la respuesta era claramente afirmativa. Una propuesta muy difundida fue la de obligar a los bancos emisores, a los tituladores, o a ambos, a conservar en propiedad un porcentaje de todo lo emitido, convirtiendo parte de la financiación ajena en financiación propia (MOM).

## *Requisitos de capital y liquidez*

Tras la crisis financiera, casi todo el mundo estaba de acuerdo en que los bancos deberían operar con colchones de capital y liquidez más grandes, pero el hecho de estar de acuerdo en principio no implicaba necesariamente un avance significativo. Las dificultades a la hora de *definir* siquiera tanto capital como liquidez son abundantes y muy engorrosas, por lo que en general los acuerdos internacionales de Basilea suponen años de trabajo. Además, el apalancamiento está tan estrechamente vinculado a la rentabilidad bancaria que estos requisitos tocarían un punto muy sensible de la industria, por no hablar de la gran novedad que supondría un acuerdo internacional sobre estándares de liquidez. No, no era nada fácil.

Una idea en la misma línea que circulaba por entonces era imponer unos mínimos de capital y liquidez extraordinariamente altos a las SIFI, una especie de impuesto sobre el tamaño. Por supuesto, esta idea requeriría que los reguladores identificasen a todas estas SIFI, asignándoles por tanto un estatus oficial de TBTF. Algunos críticos mostraron su desacuerdo respecto a esta identificación, tanto por razones de riesgo moral como por la posibilidad de que la asignación de tal etiqueta les proporcionase una ventaja

comparativa injusta: con el apoyo del gobierno, podrían pedir prestado a menor coste en los mercados de capital. Los partidarios, por su parte, argumentaron que mayores requisitos de capital y una regulación más férrea supondrían por el contrario una gran desventaja, y que ser designado como TBTF sería un lastre, no una ventaja o un honor. La verificación en el mercado de esto último se produjo tras la aprobación de la Ley Dodd-Frank, cuando los reguladores comenzaron a elaborar las listas de SIFI: muy pronto quedó claro que las compañías ponían todo su empeño en quedarse *fuera* de las listas TBTF.

## *Reforma de las agencias de calificación*

Ya en 2009 las agencias de calificación crediticia se habían quedado prácticamente sin defensores y su reputación estaba hundida en el fango. Su actuación había sido un completo desastre, y muchos observadores consideraban que el modelo de incentivos inherentes a la retribución por el emisor evaluado era perverso. ¿Qué se podía hacer? Como ya he comentado, existían varias sugerencias pero ningún consenso.

Ahora, tome aliento. Estamos más o menos en la mitad de la lista establecida en la tabla 11.1, y es a partir de ahora cuando vamos a pasar de las cuestiones *moderadamente controvertidas*, en las que el acuerdo bipartidista era al menos concebible, a las cuestiones *súper controvertidas*, en las que resultaba difícil imaginar un acuerdo entre republicanos y demócratas. Comenzando con:

## *Negociación bancaria por cuenta propia*

En los meses previos al estallido de la crisis la toma de riesgos había sido claramente excesiva. Algunos analistas, entre ellos el formidable Paul Volcker y el prestigioso Grupo de los 30, un grupo privado de expertos financieros internacionales encabezados por el propio Volcker, sostenían que

la negociación por cuenta propia de la cartera financiera de los bancos era una de las razones clave de la debacle. Otros, sin embargo, negaban con vehemencia esta afirmación. Como ya se ha dicho, buena parte del debate giró en torno a la definición exacta de negociación bancaria por cuenta propia; en este caso, por desgracia, con frecuencia no se supera la prueba de Potter Stewart: la negociación por cuenta propia *no* se suele reconocer nada más verla.

### *Reorganización de las sillas reguladoras*

Resulta obvio que un sistema que posee tantos y tan diferentes reguladores, y aun así tiene un volumen tan elevado de actividades no reguladas, necesita una cierta reorganización. Por ejemplo, ¿por qué tener *cuatro* agencias bancarias reguladoras a nivel federal en vez de una sola? (¡En breve se enumerarán bastantes razones!) Y ¿por qué se necesitaban *simultáneamente* una SEC y una CFTC —que a menudo peleaban entre ellas— para regular los mercados de títulos financieros? ¿Tenía semejante profusión de agencias alguna base lógica legal o económica, o se trataba sólo de una cuestión de territorio? La respuesta más evidente era política: si se mantienen múltiples reguladores, también se necesitan múltiples comités de supervisión sobre el Congreso, lo que a su vez supone una mina de oro para la financiación de los partidos políticos.

### *Protección del consumidor*

La Fed había fallado claramente en su labor como protectora del consumidor, por lo que merecía que se le retirase el control sobre ello; de todas formas, nunca fue una función esencial de un banco central. Sin embargo, los defensores del statu quo argumentaban que un organismo nuevo e independiente cuya única misión fuera la de proteger al consumidor podría ser demasiado entusiasta y excesivamente duro con los bancos, y por tanto

podría socavar la seguridad y solidez de los mismos. Hay que decir, no obstante, que algunos de estos críticos parecían sentir debilidad por el *caveat emptor*.

## *Regulación de derivados*

La crisis había hecho añicos la visión dominante inicial según la cual los derivados eran algo maravilloso, y por tanto ya nadie sugería siquiera que su regulación podría amenazar la savia vital del capitalismo. La propuesta de prohibición legal de la regulación de derivados se dirigía claramente hacia la papelera de la historia; pero el consenso no iba más allá, pues *cómo* regular *qué* distaba mucho de estar claro. Lo que *sí* estaba claro es que cada detalle podía provocar una disputa partidista, en la que los demócratas se mostraban más proclives a la regulación, y los republicanos menos. La cuestión tenía todo el aspecto de poder degenerar en una guerra abierta. Y así fue.

## *Regulación de fondos de alto riesgo*

Nuevamente, el problema era *cómo* regular *qué*. Recordemos que el término *hedge fund*, o fondo de alto riesgo, describe una estructura legal y no una actividad de inversión concreta. Existen literalmente miles de fondos de alto riesgo, dedicados a prácticamente todas y cada una de las estrategias de inversión que puedan imaginarse. Además, aunque estaba claro que el fracaso en la regulación de derivados causó numerosos problemas, en el caso de los fondos de alto riesgo esta relación causa-efecto no estaba tan clara; de hecho, existían argumentos justificables para imponer sólo unos requisitos de registro e informes periódicos. Sin embargo, la ciudadanía estaba convencida de que estos fondos eran «malvados», tal vez porque generan mucha riqueza para sus administradores.

## *Retribución de los ejecutivos*

A los codiciosos ejecutivos bancarios que se pagaban a sí mismos unas primas escandalosas se los consideraba aún más malvados. En este caso, la ciudadanía tenía motivos para estar furiosa, y las primas de AIG habían añadido aún más carga política al tema de las retribuciones. Pero los obstáculos prácticos e intelectuales que surgían al intentar resolver el problema eran enormes: ¿Podía el gobierno diseñar leyes o regulaciones efectivas que *dijeran* a las empresas cómo retribuir a sus empleados, o cómo *no* hacerlo? Probablemente no, por lo que las soluciones tendrían que venir de los consejos de administración de las propias empresas.

## *Rediseño de las finanzas hipotecarias*

Por último, tenemos el ya mencionado gorila de 500 kilos. El que fuera una vez todopoderoso sistema financiero hipotecario estaba en ruinas: Fannie Mae y Freddie Mac habían sido prácticamente nacionalizados, el resto de los negocios con MBS habían casi desaparecido, las hipotecas eran difíciles de conseguir y la construcción de viviendas se había derrumbado. Pero, por supuesto, el descalabro inmobiliario terminaría antes o después, y la gente volvería a querer construir y comprar casas. Dado que no era posible forzar a todo el mundo a pagarlas en efectivo, Estados Unidos iba a necesitar un nuevo sistema de finanzas hipotecarias, presumiblemente, uno diferente del antiguo basado en GSE, que había hecho implosión con efectos tan devastadores. Pero ¿qué aspecto tendría este nuevo sistema?

## **El Tesoro interviene**

En junio de 2009, el Departamento del Tesoro estadounidense entró en escena presentando un libro blanco de 88 páginas titulado *La reforma de la regulación financiera: unos nuevos cimientos. Reconstrucción de la regulación y la supervisión financieras*. En este libro se incluían todos los puntos de mi lista excepto el último, que fue pospuesto para más adelante, y muchas cuestiones más; en agosto, el Tesoro reforzó su libro blanco con un

largo anteproyecto de ley. A diferencia de algunas de sus grandes iniciativas políticas, en esta ocasión nadie podía acusar a la Administración Obama de seguir el ejemplo de otros o de recibir órdenes del Congreso, pues el Tesoro se encontraba en primera línea, abriendo camino. Sus posiciones sobre las cuestiones principales se resumen en la columna de la derecha de la tabla 11.2.



TABLA 11.2 La propuesta reformista del Tesoro

Tema / Disposición	Principales puntos del debate	Propuesta del Tesoro (2009)
<i>Demasiado grande para dejar quebrar</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Nueva autoridad sobre resoluciones o empleo de tribunales de quiebra?</li> <li>• ¿Fragmentación de instituciones TBTF?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nueva autoridad sobre resoluciones: FDIC como receptor o procurador</li> <li>• No</li> <li>• Testamentos vitales</li> </ul>
<i>Regulación del riesgo sistémico</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Quién debería llevarlo a cabo?</li> </ul>	Creación del FSOC como asesor de la Fed
<i>Reforma de la Reserva Federal</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Restricción del poder de la Sección 13(3) de la Fed?</li> <li>• ¿Restricción de los poderes de supervisión y regulación de la Fed?</li> <li>• ¿Mayor responsabilidad política?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aprobación previa del Tesoro</li> <li>• Incremento de autoridad de supervisión: la Fed regulará y supervisará las SIFI</li> <li>• La Fed recomendará cambios en «su estructura y gobierno»</li> </ul>
<i>Barreras Glass-Steagall</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Nueva implantación?</li> </ul>	No
<i>Titulización</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Cómo regular el mercado?</li> </ul>	Los emisores mantendrán un 5 por ciento de MOM
<i>Requisitos de capital y liquidez</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Cuánto capital más?</li> <li>• ¿Qué hacer con las entidades con operaciones no reflejadas en su balance?</li> <li>• ¿Cómo medir la liquidez?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Más; y las SIFI aún más</li> <li>• Inclusión de entidades con operaciones no reflejadas en su balance</li> <li>• Nuevo estándar de liquidez; más alto para SIFI</li> </ul>
<i>Reforma de las agencias calificadoras</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Conversión de las agencias en servicios públicos?</li> <li>• ¿Retribución por terceros?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Endurecimiento de la supervisión de la SEC</li> <li>• Reducción de uso regulador de las calificaciones</li> </ul>
<i>Negociación bancaria por cuenta propia</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Prohibición o restricción?</li> </ul>	Sin restricciones
<i>Entidades reguladoras</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Menos reguladores bancarios?</li> <li>• ¿Fusión entre la SEC y la CFTC?</li> <li>• ¿Creación de un regulador hipotecario nacional?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Inclusión de la OTS en la OCC</li> <li>• La SEC y la CFTC continúan separadas</li> <li>• No; tan sólo una Oficina de Seguros Nacionales en el Tesoro</li> </ul>
<i>Protección del consumidor</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Una oficina nueva e independiente?</li> <li>• ¿Documentos en lenguaje comprensible?</li> <li>• ¿Exigencia de opciones sobre acciones estándar y con buena garantía?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Agencia de protección financiera del consumidor</li> <li>• Sí</li> <li>• Sí</li> </ul>

TABLA 11.2 (Continuación)

Tema / Disposición	Principales puntos del debate	Propuesta del Tesoro (2009)
<i>Regulación de derivados</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Regulación de derivados OTC?</li> <li>• ¿Regulación sobre estandarización, capital, compensación centralizada, negociación en mercados regulados?</li> <li>• ¿Prohibición de CDS al descubierto?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sí</li> <li>• Regulación en capital, compensación y parte de comercio estandarizado en espacios organizados</li> <li>• No</li> </ul>
<i>Fondos de alto riesgo</i>	¿Deberían regularse? Si es así, ¿cómo?	Información pública de registro y regulación
<i>Retribución de los ejecutivos</i>	¿Cómo controlarla o reformarla?	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Directrices reguladoras</li> <li>• Voz y voto de accionistas sobre retribución de los ejecutivos</li> <li>• Comités independientes de retribución</li> </ul>
<i>Rediseño de las finanzas hipotecarias</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Qué viene después de Fannie y Freddie?</li> <li>• ¿Finalización del modelo «originar para distribuir»?</li> <li>• ¿Mejora de los estándares de concesión de créditos?</li> </ul>	A determinar

El Tesoro propuso una nueva autoridad legal para resolver los problemas planteados por las SIFI, según la cual los funcionarios del Tesoro decidirían el momento de intervenir en una compañía en apuros pero sería la FDIC la que se encargaría de llevarlo a cabo. La FDIC, por su parte, decidiría si permitir la quiebra de la compañía de forma ordenada y pacífica, o ponerla bajo su tutela para rehabilitarla. Hay que destacar el hecho de que la segunda opción podría considerarse como un «rescate», pero no así la primera; un aspecto que retomaremos más adelante. Con el fin de que este nuevo procedimiento de resolución resultase más factible, se obligaría a las SIFI a desarrollar «testamentos vitales» —planes detallados para permitir la extinción pacífica de las diversas líneas de negocio de la organización— y compartirlos con sus reguladores. Sí, ha leído bien: se obligaría a las empresas a desarrollar planes para su propio deceso.

El Tesoro *no* propuso medidas más radicales, como la fragmentación de las grandes instituciones financieras, la reinstauración de las barreras Glass-Steagall o la prohibición de la negociación bancaria por cuenta propia. Geithner y Summers las consideraban ideas perniciosas.

La propuesta del Tesoro también se mostró extremadamente comprensiva con la Fed, lo que no fue una sorpresa dado que Geithner acababa de llegar de la Fed de Nueva York y que Summers deseaba para sí el puesto de Bernanke, por no mencionar que la Fed había hecho un excelente trabajo. El Banco Central fue designado como el regulador de riesgo sistémico, conforme al plan del Tesoro, con el nuevo Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera (FSOC) en calidad de asesor. La Fed también fue nombrada supervisora principal de todas las SIFI, fuesen bancos o no. Únicamente se recomendaron límites menores sobre los poderes de préstamo de emergencia establecidos por la Sección 13(3) para la Fed, y se rechazaron todas las propuestas dirigidas a incrementar su responsabilidad política, como convertir en cargos políticos a los presidentes de los bancos de la Reserva. En lugar de ello, se pidió a la Fed que «proponga recomendaciones [...] para mejorar la relación de su estructura y gobierno con sus poderes y responsabilidades». Traducción: «Se solicitaría a la Fed que se autorreformase».

Sin embargo, el Banco Central dejaría de estar a cargo de la protección del consumidor, cediendo esta competencia a la nueva e independiente Agencia de Protección Financiera del Consumidor (CFPA), creada conforme a las directrices sugeridas por Elizabeth Warren. Por ejemplo, el Tesoro propuso que este nuevo organismo obligase a los bancos a que ofrecieran:

- Instrucciones simples y claras sobre sus productos, similares a las etiquetas de los productos alimentarios, que explicasen sus aspectos más importantes, para facilitar la comparación comercial de un simple vistazo.
- Productos financieros sencillos, directos y fáciles de entender (por ejemplo, para hipotecas residenciales).

— Buenas «opciones automatizadas por defecto», de forma que a aquellas personas que no son capaces de decidirse por ninguna de las demás se les ofrezcan «automáticamente» opciones razonables.

Todas estas ideas se concibieron con el objetivo de facilitar que los consumidores tomaran decisiones inteligentes, o en su defecto, dirigirles automáticamente hacia ellas. Claramente, ni los bancos ni la Fed habían hecho tal cosa con anterioridad.

En lo referente a la seguridad y a la solidez, la propuesta del Tesoro impondría a todos los bancos unos requisitos de capital más elevados y un mínimo de liquidez totalmente nuevo. Y en el caso de las SIFI las condiciones serían aún más duras, pues se las obligaría a mantener más capital como contrapartida a los activos que descuadraban sus balances, así como a conservar un 5 por ciento de todas las carteras hipotecarias que titulizasen. Se forzaría a que al menos *una parte* del comercio de derivados se sometiese a mecanismos de compensación central, a la supervisión de los mercados bursátiles regulados, o a ambas cosas, con la consiguiente imposición de requisitos adecuados de capital y prima de riesgo (el volumen *exacto* resultaría ser un gran campo de batalla). Las CDS al descubierto, sin embargo, no serían prohibidas, ni la retribución de los ejecutivos restringida por ley, sino que el Tesoro solicitaría a los reguladores que incluyesen estas cuestiones como parte de sus evaluaciones de gestión del riesgo.

En el plan del Tesoro brillaban por su ausencia dos grandes temas susceptibles de regulación, aunque por razones muy diferentes.

Primero: el Tesoro decidió remar en pos de la consolidación en materia reguladora. La Oficina de Supervisión de Entidades de Ahorro (OTS), que entre otras cosas se había puesto en evidencia durante el caso de AIG, fue absorbida por la Oficina de Control de la Moneda (OCC), pero eso fue todo: contando con la nueva agencia de protección del consumidor, el número de reguladores bancarios seguiría siendo exactamente el mismo que antes; la SEC y la CFTC no se fusionaron; y tampoco se propuso la creación de un regulador nacional de hipotecas, sino que se suponía que la propia agencia de protección del consumidor se haría cargo de esta tarea.

¿Por qué no se empleó una estrategia más audaz? Pudo ser por cobardía o por sentido común, pero el caso es que la Administración Obama se percató de la existencia de un nido de víboras en el poder legislativo, y evitó pisarlo. Por ejemplo, la CFTC se encontraba bajo la jurisdicción de los comités agrarios del Congreso y el Senado, con los que nunca hay que meterse; si el Tesoro se hubiese involucrado en esta y otras guerras por el territorio de la regulación, lo más probable es que hubiese perdido la partida en el Congreso, desperdiciando mucho capital político por el camino. Aunque el mundo académico criticó duramente al Tesoro por su inacción, en este caso Geithner escogió la opción más prudente. No se suele salir indemne de los ataques a los molinos de viento.

Segundo: el plan del Tesoro dejaba deliberadamente en el limbo el rediseño del sistema financiero hipotecario estadounidense. La razón era muy simple: aún no estaban preparados para proponer uno nuevo. En junio de 2009, los aspectos del diseño de un mundo financiero post Fannie/Freddie eran numerosos y muy complejos, y un plan exhaustivo supondría un enorme volumen de trabajo que los empleados del Tesoro (y otros organismos) ni siquiera habían iniciado. Mientras tanto, Fannie y Freddie, en tanto que virtuales agencias del gobierno, se encargarían de la vigilancia del fuerte. Por cierto, hay que señalar que el decir que el Tesoro remó no es una crítica: Geithner y compañía lograron llevar a cabo un asombroso volumen de trabajo entre la toma de posesión del presidente (20 de enero) y junio de 2009;<sup>83</sup> resulta increíble que sus empleados no se durmiesen por las esquinas de puro cansancio.

## **La reforma financiera se enfrenta al Congreso de Estados Unidos**

Y entonces fue el turno del Congreso. Cuando estábamos en el colegio se nos enseñó una importante lección en la asignatura de sociales llamada «Cómo un proyecto de ley se convierte en Ley». Todos la recordamos: los proyectos de ley se originan en comités del Congreso o del Senado, y posteriormente son debatidos y enmendados en los plenos de ambas cámaras; si obtienen el visto

bueno inicial, otro comité lima las posibles diferencias entre las versiones de Congreso y Senado, y el mismo proyecto se envía de nuevo a ambas cámaras para su aprobación; y si una mayoría vota a favor, se remite al gobierno para su ratificación o veto.

Pues bien, en el caso de Estados Unidos, más nos vale olvidar todo eso. En la práctica, muchos proyectos se originan en la Casa Blanca. Los comités (y gabinetes de los miembros) del Congreso y el Senado a menudo se ven atosigados por grupos de presión que realizan «sugerencias», consiguen acuerdos e incluso redactan borradores legislativos; hasta el punto de que en ocasiones estos grupos actúan como miembros virtuales del Congreso y tienen un poder de veto que rivaliza con el del presidente. Los méritos de cualquier propuesta se ven habitualmente eclipsados por la política, y cuando están en juego enormes cantidades de dinero —como en el caso de la reforma financiera, cuyas cantidades eran alucinantes—, el eclipse es casi inevitable.

Además, tanto entonces como en la actualidad, los republicanos y los demócratas estaban (y siguen estando) en guerra abierta, al igual que el Congreso y el Senado. Este último consiguió mediante tácticas obstruccionistas que fuera necesario lograr una mayoría cualificada del 60 por ciento para enmendar la Constitución, aun contraviniendo el espíritu de los padres fundadores de la misma. Las negociaciones en el Congreso, en el Senado y en la Casa Blanca no se suelen cerrar hasta el último minuto, y la votación final a menudo se lleva a cabo antes de que se haya redactado, y mucho menos leído, el proyecto definitivo. Por esta y por otras razones, las leyes complicadas suelen ir seguidas de cerca por unas «correcciones técnicas» que enmiendan los errores. Como si de salchichas se tratase, no cabe duda.

Sin embargo, la reforma de la regulación financiera acabó llegando a buen puerto en 2010, tras la aprobación de un proyecto de ley de 2.319 páginas bastante bueno, aunque imperfecto, y basado en su mayor parte en la propuesta original del Tesoro de 2009. ¿Cómo pudo ocurrir *eso*? El mérito principal de la aprobación en el Congreso de esta torpe y controvertida ley corresponde a los presidentes de dos comités bancarios, el senador Chris Dodd (demócrata por Connecticut) y el congresista Barney Frank (demócrata

por Massachusetts). La ley aprobada gracias a sus esfuerzos lleva su nombre: la Ley Dodd-Frank sobre la reforma de Wall Street y la protección del consumidor.

Dodd y Frank. Dos liberales demócratas de Nueva Inglaterra. Iguales como dos gotas de agua, ¿verdad? Nada más lejos de la realidad: el repeinado Dodd, con su aspecto de senador de concurso, y el desaliñado y charlatán Frank eran polos opuestos. Ambos eran hábiles legisladores veteranos y se entendían bien trabajando juntos, pero Dodd era más sofisticado y complaciente, mientras que Frank era enérgico, brillante y a veces grandilocuente, aparte de que sus condicionantes políticos también eran completamente diferentes.

Barney Frank representaba a un distrito liberal ultraseguro cerca de Boston, que había votado al Partido Demócrata desde 1946, y pese a ser el chivo expiatorio favorito de la derecha política, en el plano electoral era invulnerable.<sup>84</sup> El Congreso es un organismo ferozmente partidista, en el que en principio la minoría no hace otra cosa que mirar desde la barrera; por ello, el presidente Frank no tenía que preocuparse por el apoyo republicano, y podía estar bastante seguro de que una vez que cualquier tipo de legislación llegase al pleno del Congreso, contaría con el apoyo de la portavoz Nancy Pelosi, que a su vez contaba con los suficientes apoyos como para aprobar lo que fuese.

Sin embargo, en lo referente a la reforma financiera, Frank tenía un bagaje político significativo: era un inveterado y entusiasta defensor de los objetivos de la política inmobiliaria para personas de bajos ingresos desarrollada por Fannie Mae y Freddie Mac. En 2003, por ejemplo, había declarado: «Quiero lanzar los dados otra vez a favor de las viviendas subvencionadas». Unos años más tarde, los dados le traicionaron mostrando los fatídicos ojos de serpiente.<sup>85</sup>

Chris Dodd era el senador más veterano de un estado claramente demócrata, aunque no tanto como el distrito de Frank (desde 1946, Connecticut había aportado seis demócratas y cinco republicanos al Senado de Estados Unidos, aunque desde 1989 todos habían sido demócratas). Dodd tenía que tener muy presentes sus perspectivas de reelección.<sup>86</sup> Además,

desde 2008 le había perseguido la acusación de haber recibido un trato de favor para sus propias hipotecas emitidas por Countrywide, en tanto que «amigo de Angelo» (Angelo Mozilo, consejero delegado de Countrywide).

El Comité Bancario del Senado tenía una fuerte tradición bipartidista, y Dodd tenía una buena relación laboral con su homólogo republicano, el senador por Alabama Richard Shelby. Eso eran las noticias buenas. Las malas eran que los esfuerzos para lograr el consenso bipartidista que Dodd deseaba para su comité podrían demorar interminablemente la elaboración de la ley. Y además luego tendría que enfrentarse a un Senado increíblemente lento, donde el obstruccionismo fijó en el 60 por ciento el porcentaje necesario para la aprobación de la ley.

Por tanto, era previsible que la Cámara de Representantes actuaría en primer lugar. En diciembre de 2009, en una votación muy partidista, se aprobó por 232 a 202 un proyecto de ley sobre el Comité de Servicios Financieros del Congreso muy similar a la propuesta del Tesoro. Entre las diferencias principales respecto del libro blanco del Tesoro podían mencionarse dos modificaciones que finalmente acabaron formando parte de la Ley Dodd-Frank. Una de ellas eliminaba la opción del «tutelaje» a la hora de resolver los casos de los gigantes financieros, dejando la bancarrota como única posibilidad, lo que en esencia suponía una prohibición explícita de los rescates: cuando se quiebra, se quiebra; nada de quiebras *con estrépito*. El Congreso también añadió más de doscientas páginas dedicadas a los estándares de concesión de hipotecas, por ejemplo, la obligación de que los bancos se informasen sobre la capacidad de devolución de los prestatarios (¿realmente hay que recordarle eso a los bancos?) y la prohibición de los préstamos de carácter predatorio.

El Senado se mueve a un ritmo más lánguido. El proyecto de ley relativo al Comité Bancario del Senado requirió una negociación de otros cinco meses, e incluso entonces fue aprobado con una votación enteramente partidista, 59 a 39. Los ímprobos esfuerzos de Dodd para intentar alcanzar un compromiso bipartidista tuvieron pocos frutos ante un Partido Republicano que había adoptado el mantra «de qué se trata, que me opongo»; y con «sólo» cincuenta y nueve votos, el proyecto no estaba a salvo del obstruccionismo. Por otra parte, la versión del Senado también se distanció aún más de la



propuesta original del Tesoro, por ejemplo en la inclusión de la Regla Volcker para prohibir la negociación bancaria por cuenta propia, en ciertos límites a la Reserva Federal y en disposiciones para limitar las tasas de las tarjetas de débito.

La eliminación de las considerables diferencias entre los proyectos del Congreso y el Senado llevó otros dos complicados meses, hasta que ambas cámaras adoptaron finalmente una propuesta definitiva en julio de 2010. Pero las votaciones de 237-192 en el Congreso y de 60-39 en el Senado tan sólo incluían cada una tres votos afirmativos procedentes del Partido Republicano, lo que las convertía en las votaciones sobre legislación de los mercados financieros más partidistas desde que existían registros. A modo de ejemplo comparativo, la exhaustiva Ley federal de mejora de los seguros de depósitos corporativos, que siguió a la debacle de ahorros y préstamos de 1991, fue aprobada en el Congreso por un asombroso margen de 344 a 84, con un abrumador apoyo republicano (135-29), y en el Senado el resultado fue de 68 a 15, con un mayor apoyo entre los republicanos (32-2) que entre los demócratas (36-13). El fortísimo voto partidista en la Ley Dodd-Frank iba contra la historia, lo que no resultó un buen presagio para su futuro.

## **El largo y sinuoso camino**

La columna de la derecha de la tabla 11.3 resume las principales disposiciones de la Ley Dodd-Frank. En general, está bastante claro que replica con bastante fidelidad la propuesta original del Tesoro, pero las diferencias son interesantes por lo que nos dicen acerca de las presiones políticas sobre los miembros del Congreso. A continuación de la tabla se relacionan unos cuantos ejemplos clave.

TABLA 11.3 La Ley Dodd-Frank: disposiciones principales

Tema / Disposición	Principales puntos del debate	Propuesta del Tesoro (2009)	Ley Dodd-Frank (2010)
<i>Demasiado grande para dejar quebrar</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Nueva autoridad sobre resoluciones o empleo de tribunales de quiebra?</li> <li>• ¿Fragmentación de instituciones TBTF?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nueva autoridad sobre resoluciones: FDIC como receptora o procuradora</li> <li>• No</li> <li>• Testamentos vitales</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nueva autoridad sobre resoluciones: liquidación pacífica por la FDIC</li> <li>• Sin rescates por contribuyentes</li> <li>• No</li> <li>• Testamentos vitales</li> </ul>
<i>Regulación del riesgo sistémico</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Quién debería llevarlo a cabo?</li> </ul>	Creación del FSOC como asesor de la Fed	La Fed trabajará para la FDIC
<i>Reforma de la Reserva Federal</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Restricción del poder de la Sección 13(3) de la Fed?</li> <li>• ¿Restricción de los poderes de supervisión y regulación de la Fed?</li> <li>• ¿Mayor responsabilidad política?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aprobación previa del Tesoro</li> <li>• Incremento de autoridad de supervisión: la Fed regulará y supervisará las SIFI</li> <li>• La Fed recomendará cambios en «su estructura y gobierno»</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Límites a la Sección 13(3) en «servicios con amplios criterios de elegibilidad»</li> <li>• Incremento de autoridad de supervisión: la Fed regulará y supervisará las SIFI</li> <li>• Auditorías a servicios especiales de crédito: estudio de la GAO sobre la gerencia de la Fed</li> </ul>
<i>Barreras Glass-Steagall</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Nueva implantación?</li> </ul>	No	No
<i>Titulización</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Cómo regular el mercado?</li> </ul>	Emisores mantendrán un 5 por ciento de MOM	Titulizadores mantendrán un 5 por ciento de MOM
<i>Requisitos de capital y liquidez</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Cuánto capital más?</li> <li>• ¿Qué hacer con las entidades con operaciones no reflejadas en su balance?</li> <li>• ¿Cómo medir la liquidez?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Más. Y las SIFI aún más</li> <li>• Inclusión de entidades con operaciones no reflejadas en su balance</li> <li>• Nuevo estándar de liquidez; más alto para SIFI</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Más. Y las SIFI aún más</li> <li>• Inclusión de entidades con operaciones no reflejadas en su balance</li> <li>• Nuevo estándar de liquidez; más alto para SIFI</li> </ul>
<i>Reforma de las agencias calificadoras</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Conversión de las agencias en servicios públicos?</li> <li>• ¿Retribución por terceros?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Endurecimiento de la supervisión de la SEC</li> <li>• Reducción de uso regulador de las calificaciones</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Endurecimiento de la supervisión de la SEC</li> <li>• Reducción de uso regulador de las calificaciones</li> <li>• Estudio de problemas de incentivos</li> </ul>

TABLA 11.3 (Continuación)

Tema / Disposición	Principales puntos del debate	Propuesta del Tesoro (2009)	Ley Dodd-Frank (2010)
<i>Negociación bancaria por cuenta propia</i>	¿Prohibición o restricción?	Sin restricciones	Regla Volcker
<i>Entidades reguladoras</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Menos reguladores bancarios?</li> <li>• ¿Fusión entre la SEC y la CFTC?</li> <li>• ¿Creación de un regulador hipotecario nacional?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Inclusión de la OTS en la OCC</li> <li>• La SEC y la CFTC continúan separadas</li> <li>• No; tan sólo una Oficina de Seguros Nacionales en el Tesoro</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Inclusión de la OTS en la OCC</li> <li>• La SEC y la CFTC continúan separadas</li> <li>• No; tan sólo una Oficina de Seguros Nacionales en el Tesoro</li> </ul>
<i>Protección del consumidor</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Una oficina nueva e independiente?</li> <li>• ¿Documentos en lenguaje comprensible?</li> <li>• ¿Exigencia de opciones sobre acciones estándar y con buena garantía?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Agencia de Protección Financiera del Consumidor (CFPA)</li> <li>• Sí</li> <li>• Sí</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Agencia de Protección Financiera del Consumidor «dentro» de la Fed pero independiente</li> <li>• No</li> <li>• No</li> </ul>
<i>Regulación de derivados</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Regulación de derivados OTC?</li> <li>• ¿Regulación sobre estandarización, capital, compensación centralizada, negociación en mercados regulados?</li> <li>• ¿Prohibición de CDS al descubierto?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sí</li> <li>• «Central clearing»</li> <li>• Regulación en capital, compensación y parte de comercio estandarizado en espacios organizados</li> <li>• No</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sí</li> <li>• «Central clearing»</li> <li>• Regulación en capital, compensación y parte de comercio estandarizado en espacios organizados</li> <li>• No</li> </ul>
<i>Fondos de alto riesgo</i>	¿Deberían regularse? Si es así, ¿cómo?	Información pública de registro y regulación	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Información pública de registro y regulación</li> <li>• Límites sobre propiedad bancaria</li> </ul>
<i>Retribución de los ejecutivos</i>	¿Cómo controlarla o reformarla?	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Directrices reguladoras</li> <li>• Voz y voto de accionistas sobre retribución ejecutiva</li> <li>• Comités independientes de retribución</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Directrices reguladoras</li> <li>• Voz y voto de accionistas sobre retribución ejecutiva</li> <li>• Comités independientes de retribución</li> </ul>

TABLA 11.3 (Continuación)

Tema / Disposición	Principales puntos del debate	Propuesta del Tesoro (2009)	Ley Dodd-Frank (2010)
<i>Rediseño de las finanzas hipotecarias</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ¿Qué viene después de Fannie y Freddie?</li> <li>▪ ¿Finalización del modelo «originar para distribuir»?</li> <li>▪ ¿Mejora de los estándares de concesión de créditos?</li> </ul>	A determinar	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ A determinar</li> <li>▪ Mejores estándares de concesión de créditos</li> </ul>

## *Autoridad de resolución*

La idea original del Tesoro en la que la FDIC podría dejar quebrar o acoger bajo su tutela a un gigante financiero en apuros fue reemplazada por la opción *única* de la quiebra. Por ello, el Título II de la Ley Dodd-Frank lleva por título «Autoridad de *liquidación* pacífica», en lugar de «Autoridad de *resolución* pacífica». Puede que algunos bancos no fueran demasiado grandes, pero podrían quebrar igual, ya que el Congreso no estaba por la labor de autorizar más rescates en el futuro. Con el fin de enfatizar esto último, la Sección 214 establece claramente que «los contribuyentes no soportarán ninguna pérdida procedente del ejercicio de cualquier tipo de autoridad bajo este título». *Ninguna* pérdida, es decir, *cero*. Para reforzar esta cláusula, el Congreso especificó que todo fondo público no recuperado mediante la venta de activos del banco en peligro de quiebra «correrá a cargo del sector financiero, por medio de cuotas». En otras palabras, como en el viejo anuncio de televisión, el Tío Sam le dijo al sistema financiero: «Me puedes pagar ahora o después». Este lenguaje antirrescate parece muy claro, pero ello no ha impedido que los críticos republicanos de la Ley Dodd-Frank acusen falsamente a la nueva autoridad de *liquidación* de ser un vehículo para futuros rescates, llegando incluso a llamarla un «TARP permanente». Tales acusaciones aún perviven en la actualidad.

## *La Reserva Federal*

Teniendo en cuenta que, al comienzo de la reforma, muchos miembros del Congreso estaban furiosos con la Reserva Federal, la verdad es que la Ley Dodd-Frank permitió que el Banco Central saliese bastante bien parado, aunque no tanto como había propuesto el Tesoro. Es cierto que en vez de permitir a la Fed revisar su propia estructura y forma de gobierno, esa tarea fue asignada al perro guardián del Congreso, la Oficina de Responsabilidad del Gobierno (GAO). Sin embargo, se desestimaron la petición de auditoría sobre la política monetaria de la Fed planteada por el congresista Ron Paul (republicano por Texas), así como la conversión en un cargo político del presidente del Banco de la Reserva Federal en Nueva York.

Posiblemente, lo más destacado fue que la autoridad de la Fed bajo la Sección 13(3) de la Ley de la Reserva Federal para conceder préstamos de emergencia a «cualquier individuo, sociedad o corporación» (según la redacción previa a la Ley Dodd-Frank) se vio restringida a la concesión por medio de «servicios con amplios criterios de elegibilidad» (según la redacción de dicha ley). El objetivo, una vez más, era prohibir los rescates de compañías particulares (como Bear Stearns o AIG) y permitir tan sólo el rescate de la totalidad de una *industria* o de un *mercado* (como los de efectos comerciales o MBS). En la práctica, no obstante, este cambio de política es menos transformador de lo que parece, puesto que si en el futuro la Fed percibe la necesidad urgente de salvar a una compañía financiera de importancia crucial, no le supondría mucho esfuerzo diseñar un programa de préstamo «con amplios criterios de elegibilidad».

## *Titulización*

La intensa presión ejercida por los bancos locales consiguió que el requisito del 5 por ciento de financiación propia en títulos financieros basados en activos (ABS) dejase de recaer en los bancos emisores, como había sugerido el Tesoro, y pasase a los tituladores, a saber los gigantes bancarios y las empresas de Wall Street.

## *Agencias de calificación*

La Ley Dodd-Frank adoptó la inteligente recomendación del Tesoro consistente en eliminar el uso obligatorio de calificaciones crediticias de prácticamente cada ley y reglamento, pero renunció, también igual que el Tesoro, a especificar la forma en que se debía retribuir a estas agencias. En lugar de ello, la nueva ley solicitaba tanto a la GAO como a la SEC que estudiaran «posibles medios alternativos para retribuir a las agencias de calificación de riesgo reconocidas a nivel nacional, de forma que se establezcan incentivos para una asignación de calificaciones crediticias ajustada a la realidad». A la GAO se le concedió un plazo de dieciocho meses, y a la SEC, de tres años. Pues sí que estamos bien; hasta entonces, persiste el sospechoso modelo de retribución por el usuario.

## *Regla Volcker*

Como ya se ha mencionado, la Ley Dodd-Frank incluyó en su texto una versión de la Regla Volcker, haciendo caso omiso de las objeciones del Tesoro y del Consejo Nacional de Economía (NEC). La Sección 619 establece que, salvo en los casos consignados en una lista de excepciones, «una entidad bancaria *a)* no llevará a cabo la negociación por cuenta propia, y *b)* no adquirirá o conservará ninguna participación, sociedad, o cualquier otro tipo de interés relacionado con la propiedad o el patrocinio, un fondo de alto riesgo o un fondo de participación privada». La definición parece bastante clara, pero la lista de excepciones ocupa más de siete páginas, y eso sin contar las disposiciones *de minimis*.

Al principio, tanto Geithner como Summers se opusieron a la implantación de límites legales sobre la negociación bancaria por cuenta propia, pues bajo su punto de vista sería algo a la vez fútil y dañino. Y también sería disparar al blanco equivocado, puesto que la negociación por cuenta propia no fue la causa de los problemas. Pero la hostilidad pública contra los banqueros iba en aumento, alimentada entre otras cosas por las famosas primas de AIG. Durante los últimos meses de 2009, Geithner y

Volcker acercaron sus posturas hasta lograr una versión de la Regla Volcker que ambos estaban dispuestos a apoyar (no así Summers), y que ayudaría políticamente a la Ley Dodd-Frank.

Entonces, en enero de 2010, el republicano Scott Brown, un casi desconocido en racha populista, asombró a toda la comunidad política ganando unos comicios organizados especialmente para ocupar el asiento de senador por Massachusetts, que había quedado vacante por el fallecimiento de Ted Kennedy unos meses antes, después de treinta y siete años en el cargo (asiento que antes había ocupado su venerado hermano JFK). La asombrosa derrota en uno de los estados azules más azules <sup>87</sup> supuso una gran conmoción para los demócratas (y también fue un presagio de lo que les esperaba en noviembre de 2010). La sorpresa electoral de Brown sugería varias cosas al presidente Obama: una era que tenía que cambiar de táctica, ya que «¡ASOMBROSA VICTORIA REPUBLICANA!» era un titular muy malo para sus intereses; otra era que la elección de Brown y la creciente oleada de indignación popular debían convencerle de que su postura sobre la reforma financiera estaba siendo percibida como demasiado cercana a los banqueros. Tal vez Obama debería ser también un poco más populista.

Unos pocos días después, en un impresionante acto organizado por la Casa Blanca y flanqueado por Volcker, Geithner y Summers (entre otros), Obama anunció su apoyo a lo que denominó, para sorpresa del propio Volcker, «la Regla Volcker», cuyo principal objetivo sería evitar negociación bancaria por cuenta propia. Justo tras el anuncio, Volcker no pudo ocultar su perplejidad, pues su idea se había considerado ingenua e inviable durante meses, y se acababa de producir una súbita conversión del presidente. Ni el secretario Geithner ni el director del NEC, Summers, por su parte, parecían especialmente contentos de estar allí, aunque Geithner ya estaba resignado.

## *Protección del consumidor*

La propuesta de crear una Agencia de Protección Financiera del Consumidor (CFPA) se encontró con la sierra radial de la oposición republicana, que parecía más preocupada por proteger a los bancos que a los consumidores, lo

que resultaba increíble tras la debacle de las hipotecas. En el forcejeo político, las propuestas legislativas vinculantes relacionadas con formularios y documentos informativos en lenguaje comprensible, con hipotecas estándar y con buenas opciones de garantía, quedaron eliminadas del proyecto, aunque la CFPA aún podía imponerlas. Y la financiación de la industria automovilística procedente de los concesionarios fue excluida de las prerrogativas de la agencia, supongo que no por razones políticas, sino por la gran concentración de dichos concesionarios en todos los distritos electorales.

En un despliegue de creatividad congresual verdaderamente estrambótico, se estableció un compromiso político entre liberales, que deseaban una agencia defensora del consumidor que no tuviera que entregar al Congreso informes anuales, y conservadores, que pretendían mantener la responsabilidad sobre la protección de los consumidores en el seno de las agencias bancarias, que en su opinión no acosarían a los bancos. De acuerdo con lo establecido en este compromiso, se creó la *Oficina* de Protección Financiera del Consumidor (CFPB), ubicada «dentro del sistema de la Reserva Federal» (según palabras de la propia ley). ¿*Dentro*? En realidad, la Fed haría las veces de «casero» de la CFPB y de fuente de financiación, pero carecería de autoridad para intervenir en los negocios de esta última; además, el director de la CFPB sería un cargo independiente nombrado por el presidente que responde únicamente ante el Congreso, y no ante el consejo de administración de la Reserva Federal ni ante su presidente. En alguna parte, Rube Goldberg está sonriendo de oreja a oreja.

## *Los derivados y el proyecto Lincoln*

No hablamos de *Abraham*, sino de *Blanche*. Blanche Lincoln era en aquel momento una senadora demócrata por Luisiana, conocida por sus opiniones políticas no muy orientadas a la izquierda, que se vio inmersa en unas primarias fuertemente disputadas con un competidor procedente de la izquierda, Bill Halter,<sup>88</sup> el asistente del gobernador del estado. Lincoln



también era la presidenta del Comité de Agricultura del Senado, que como recordará el lector tenía jurisdicción sobre la CFTC, y por tanto sobre el mercado de derivados.

Mientras el proyecto de ley Dodd-Frank se abría camino por el Senado en abril de 2010, esperando que el Comité de Agricultura publicase su texto sobre derivados, Lincoln logró dar un golpe maestro al persuadir al comité para que en una votación bipartidista se obligase a los bancos a subcontratar *todas* sus operaciones con derivados, estuviesen o no basados en su propia cartera. El proyecto Lincoln no sólo superó a Volcker en su propio terreno, sino que avanzó en dirección a la reconstrucción de las barreras impuestas por la Ley Glass-Steagall.

La hazaña de Lincoln suscitó grandes titulares y disparó las alarmas en la Casa Blanca, el Tesoro y la Fed, y todos ellos se pusieron en acción para oponerse al proyecto de ley. Incluso Sheila Bair, la sedicente y populista presidenta de la FDIC que a menudo discrepaba de Geithner y Summers, se manifestó en contra del proyecto Lincoln, al igual que el propio Volcker. Como era previsible, la industria bancaria declaró que la aprobación del proyecto supondría una vez más la sentencia de muerte del capitalismo estadounidense. No obstante, al final gran parte de la propuesta de Lincoln sobrevivió en el Título VII de la Ley Dodd-Frank. Chris Dodd no tuvo otra opción, pues necesitaba los votos republicanos en el comité de aprobación; pero los bancos recibieron la autorización para mantener su propia cartera de derivados en permutas (swaps) de tipos de interés y mercados extranjeros, que constituían la inmensa mayoría del negocio. Los grupos de presión bancarios lograron sus objetivos realmente por los pelos.

## **Nada se acaba hasta que se acaba**

El camino hacia la Ley Dodd-Frank duró cerca de trece meses, tuvo como resultado una complicada ley de reforma financiera de 2.319 páginas, y, a lo largo de este arduo camino, los reformadores tuvieron que enfrentarse a las hordas de los grupos de presión bancarios, unas veces con éxito y otras no. Pero, a pesar de lo aprendido en «Cómo un proyecto de ley se convierte en

Ley», la guerra no terminó ni mucho menos cuando el presidente Obama firmó la Ley Dodd-Frank el 21 de julio de 2010; los grupos de presión sacaron su Churchill interno, y proclamaron que lucharían en los comités, que lucharían en el Congreso, que lucharían en las agencias reguladoras, que lucharían en los medios de comunicación, y que jamás se rendirían.

El estilo de regulación estadounidense concedió a estos grupos abundantes oportunidades, ya que en Estados Unidos las leyes que incluyen reglamentos —sobre finanzas, sanidad, medioambiente, o cualquier otro tema— deben superar muchas fases antes de entrar en vigor. En primer lugar, por supuesto, todo proyecto de ley tiene que asumir el reto de enfrentarse al Congreso en un sistema fuertemente controlado entre poderes, que es el proceso que acabamos de ver. Los compromisos y las influencias políticas e industriales están por todas partes.

Sin embargo, independientemente de lo extensa o compleja que sea la ley, inicialmente no es más que un esqueleto. A partir de su aprobación, el contenido de cada estatuto regulador, apenas esbozado y a veces puramente temático, debe ser convertido en una normativa concreta y detallada por los organismos implicados. En el caso de la Ley Dodd-Frank, dichos organismos incluían al Tesoro, la Reserva Federal, la OCC, la FDIC, la SEC y la CFTC; además de la CFPB, por entonces a punto de ser creada. Durante el proceso de «construcción de la regulación», una sola página de la ley puede transformarse fácilmente en docenas de páginas de reglas detalladas.

En principio, el Congreso toma todas las decisiones clave, y los reguladores se limitan a implementar lo decretado. Pero, como siempre, el diablo está en los detalles, y los detalles tienen una gran importancia; en ocasiones, mayor que los principios básicos incluidos en la ley. En la práctica, por tanto, los reguladores acaban tomando numerosas decisiones importantes, y algunas de ellas implican grandes cantidades de dinero. Y los grupos de presión siempre están entre bambalinas con ideas que esperan poder incluir en la normativa; siempre en aras del interés público, por supuesto. Cuando los reguladores son más amigos de las industrias que legisladores, la fase de «construcción de la normativa» ofrece a la industria afectada numerosas oportunidades para modificar la ley a su favor.

Normalmente, el primer paso oficial que se da en el proceso de regulación suele ser la emisión por parte del organismo (u organismos) de una Notificación anticipada de propuesta de regulación (ANPR), en la que se establecen sus objetivos, preocupaciones e ideas, y se invita al público a plantear objeciones. En general, la mayor parte de la ciudadanía no tiene ni idea de lo que está ocurriendo, pero todas las partes interesadas sí la tienen: los organismos oyen hablar de las normativas desde el principio, con mucha frecuencia y con todo detalle, incluyendo opiniones por escrito de los ciudadanos y numerosas comunicaciones extraoficiales. (Aunque es de justicia señalar que estos organismos también reciben presiones de diversos grupos de interés público.)

Una vez que las objeciones y sugerencias han sido digeridas, el organismo u organismos procede/n a elaborar una Propuesta de Normativa, que posteriormente se publica en el *Registro Federal*, invitando a una nueva (aunque generalmente más pequeña) ronda de opiniones. Si existen objeciones significativas, éstas deben ser digeridas también, posiblemente realizando más modificaciones antes de que la Normativa Final sea publicada en el Registro Federal, junto con todas las respuestas a las objeciones.

Permítame el lector servirme de la Regla Volcker para ilustrar con un ejemplo concreto cómo funcionaba este proceso.

A diferencia de muchos otros casos, la controvertida Regla Volcker apareció por primera vez de forma ya bastante detallada como la Sección 619 de la Ley Dodd-Frank, donde ocupaba unas treinta páginas. La fase habitual de ANPR, por tanto, fue reemplazada por un estudio detallado —llevado a cabo por el nuevo Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera (FSOC)— sobre la forma de implementación de la norma. Durante la elaboración de este estudio, completado en enero de 2011, el FSOC sondeó la opinión pública y recibió cerca de ocho mil comentarios. Sí, ha leído bien: ¡ocho mil!

Estos «comentarios» por cierto, no eran observaciones del tipo «me gusta esta norma, excepto la cláusula 15(B)(4)(g), en la que debería decir “con frecuencia” en lugar de “siempre”», sino que a menudo ocupaban veinte, cincuenta, cien páginas o más, por lo que los organismos recibieron cientos de miles de páginas. En vista de esto, no sorprende que les llevase

casi diez meses preparar la Propuesta de Normativa, que apareció finalmente en el *Registro Federal* el 7 de noviembre de 2011; la propuesta tenía una extensión de 127 páginas y fijaba el 13 de enero de 2012 como fecha límite para presentar alegaciones públicas. Cinco días después de esta última fecha, se convocó a todos los reguladores más importantes a una muy publicitada reunión del Comité de Servicios Financieros del Congreso, donde varios miembros del Partido Republicano solicitaron la total anulación de la normativa. Los reguladores persistieron, pero también los críticos: las partes interesadas presentaron más de diecisiete mil alegaciones públicas en esta segunda ronda. En noviembre de 2012 habían pasado veintiocho meses desde la aprobación de la Ley Dodd-Frank y la adopción final de la Regla Volcker ni siquiera se avistaba en el horizonte.

En principio, el proceso que se desarrolla desde la aprobación de una ley hasta la Normativa Final, pasando por la ANPR y la Proposición de Normativa, es admirable: es abierto, democrático, e incentiva la participación de la ciudadanía, que actúa como controlador de los reguladores. El problema es que la mayoría de los comentarios públicos —por no hablar de las actividades entre bastidores— procede de partes *privadas* con fuertes intereses y de sus grupos de presión, no del «público». El engorroso proceso de regulación, por tanto, proporciona abundantes oportunidades para intentar adaptar las leyes a su conveniencia tanto a las partes interesadas con grandes bolsillos como a los legisladores afectos a su causa.

Y eso no es todo. La Ley Dodd-Frank exigía a las diversas agencias reguladoras llevar a cabo o establecer más de doscientos estudios y normas, una tarea colosal que obligaba a estas agencias a contratar más personal, lo que por supuesto implicaba a su vez presupuestos más grandes. Esto proporcionó una nueva arma a los republicanos, arma que recibieron con entusiasmo, deseosos como estaban de lograr la derogación de la Ley Dodd-Frank, hasta ese momento sin éxito: bastaba con volver a decir que no, en esta ocasión a las peticiones de asignación de fondos por parte de la SEC y de la CFTC.<sup>89</sup> Debido a esto, muchas fechas límite de estudios o normas no pudieron ser cumplidas, ya que los reguladores se debatían ante asesinas cargas de trabajo.

Por si fuera poco, los senadores republicanos retrasaron (o directamente se opusieron a) la ratificación de muchos de los principales cargos nominados por el presidente Obama para supervisar el proceso de regulación en el Tesoro, en la Fed, en la FDIC, y especialmente en la nueva Oficina de Protección Financiera del Consumidor, donde los republicanos se negaron en redondo a confirmar a *nadie* como primer director a menos que se modificase la ley a su gusto. Esta intransigencia condujo a una confrontación constitucional en la que Obama hizo por fin uso de su poder presidencial sobre nombramientos para poner a Richard Cordray al frente de la CFPB en enero de 2012, ¡en un momento en que el Senado reivindicaba que estaba aún en sesión parlamentaria! El furor resultante acabó retrasando aún más las ratificaciones.

Increíblemente, la obstrucción republicana a la reforma financiera no llevó a ninguna ruptura política clara, pese a que los datos estadísticos mostraron una y otra vez un amplio apoyo popular a los principios básicos de la Ley Dodd-Frank. Por citar tan sólo un ejemplo, una encuesta elaborada por la empresa Lake Research en julio de 2011 estableció que los votantes a los que se informaba de que «existen propuestas en el Congreso para derogar la ley de reforma de Wall Street» que había «sido firmada como Ley» pero que «aún no ha entrado en vigor», preferían su implementación sobre su derogación en una proporción que superaba el 3 a 1.

En cierto modo, nada de esto sorprende realmente, pues nadie esperaba que la ciudadanía estuviese al tanto de las ratificaciones del Senado o los presupuestos de la CFTC. A medida que decrecía la atención pública sobre la reforma financiera, también lo hacía su influencia sobre el proceso político. La Casa Blanca y los congresistas demócratas podían haber atraído más atención hacia la causa, pero no lo hicieron, por lo que el gran público regresó a su estado habitual de somnolencia mientras los grupos de presión trabajaban por imponer su voluntad.

## **La larga guerra**

La batalla por la reforma financiera continúa, y aún hay normas por escribir, interpretar y reescribir; ya no digamos implementar. Por ejemplo, no se sabrá cómo funciona la nueva autoridad para liquidar gigantes financieros mientras no se haga realmente uso de ella. Y ni siquiera he mencionado las dificultades a la hora de homogeneizar la normativa de Estados Unidos con la de otros países, generalmente diferentes y menos avanzadas en este sentido.

En el frente político, las elecciones de mitad de mandato presidencial celebradas en noviembre de 2010 entregaron el control del Congreso a un Partido Republicano que se mostraba y se sigue mostrando abiertamente hostil a la Ley Dodd-Frank, con muchos de sus miembros abogando claramente por su derogación. Y en el Senado estuvo a punto de ocurrir lo mismo, aunque los demócratas mantuvieron su mayoría con un margen muy pequeño. Poco después, el senador Dodd y el congresista Frank abandonaron sus cargos, dejando a su ley sin sus dos defensores más claros, y el presidente Obama se vio desbordado por tantas cuestiones económicas (el fracaso en la aprobación de los presupuestos, la amenaza de impago de la deuda nacional, el aumento de recortes fiscales en las nóminas...) que dedicó muy poca atención a la Ley Dodd-Frank.

Mientras tanto, un grupo mantuvo su vista fija en la pelota: la industria financiera y sus legiones de activistas de presión, ayudados enormemente por el emblemático veredicto del Tribunal Supremo de Estados Unidos emitido en 2010 y conocido como «Ciudadanos Unidos», que en la práctica autorizaba a las corporaciones a realizar contribuciones ilimitadas a los partidos políticos. El conocido atracador Willie Sutton sabía dónde estaba el dinero (en los bancos), y ahí es donde sigue. Según el Centro de Políticas Responsables, en los años 2009-2012 el gasto en grupos de presión de la industria financiera tan sólo se vio superado por el de los de la industria sanitaria, y en 2012 ocuparon el primer lugar en contribuciones a los partidos políticos; y de acuerdo con la clasificación de este centro, la inmensa mayoría de este dinero fue a parar al bando conservador más que al liberal. Los grandes banqueros estadounidenses rara vez dejan pasar la ocasión de vituperar la Ley Dodd-Frank y de echarle la culpa de todo, desde la dificultad de obtención de un crédito hasta la escasez de empleo, acusándola incluso de ayudar a los competidores extranjeros.

¿Logrará la Ley Dodd-Frank hacer de las crisis financieras algo del pasado? Desde luego que no. ¿Hará que sean más escasas? Tal vez; el tiempo lo dirá. Sin embargo, existen buenas razones para creer que reducirá la severidad y los costes de los futuros excesos financieros. Parafraseando a Benjamin Franklin, la Ley Dodd-Frank proporciona a Estados Unidos un sistema financiero reformado de forma exhaustiva, aunque imperfecta, *si se logra conservar*; en el momento de escribir este libro, esta conservación no es en absoluto segura.

Sin embargo, la Ley Dodd-Frank no hizo el más mínimo intento de arreglar el estropeado sistema financiero hipotecario de Estados Unidos, ni buscó una solución al desastre de las ejecuciones hipotecarias, que aún hoy continúa acosando al sistema financiero del país y actúa como un lastre alrededor del cuello de la recuperación económica. El siguiente capítulo se centra en este problema tan trágicamente persistente.

## El gran descarrilamiento de las ejecuciones hipotecarias

Si fracasas en tu primer intento, vuelve a intentarlo.

Dicho popular estadounidense

El ataque frontal a las primas de riesgo emprendido en los años 2008-2009 por la Reserva Federal, la FDIC y el Tesoro fue un rotundo éxito: sobresaliente. Los esfuerzos para reformar la regulación financiera en 2008-2009 también tuvieron un razonable éxito: notable. Pero el desganoado ataque al problema de las ejecuciones hipotecarias de las hipotecas sobre viviendas, es decir, de los desahucios, diseñado principalmente por los Departamentos del Tesoro de Bush y Obama, obtuvo un éxito mediocre: como mucho un bien, o incluso un suficiente raspado. Y recordemos que todo el desastre financiero comenzó con las hipotecas *subprime*.

Los críticos más severos consideran que los esfuerzos para limitar las ejecuciones hipotecarias fueron un absoluto fracaso. Puede que esto sea excesivamente riguroso, pero ni siquiera las opiniones más favorables les dedican muchas alabanzas, y desde luego nadie considera que tales esfuerzos puedan calificarse de éxito; ¿cómo iban a serlo si algunos expertos predijeron en 2012 que 10 millones de hogares o más se verían involucrados en los procesos de desahucio antes de que todo volviese a la normalidad? Por desgracia, el problema de los desahucios no sólo era *predecible*, sino que de hecho *se predijo* antes de que ocurriera, y pese a ello el número se triplicó



entre 2006 y 2009, e incluso en la actualidad sigue siendo un problema sangrante. Millones de familias que perdieron sus hogares ya han pagado un precio desproporcionado, y más millones lo pagarán.

El coste de no cortar de raíz el problema de las ejecuciones hipotecarias ha sido elevado. Algunas estimaciones establecen que la vivienda estándar pierde alrededor de la mitad de su valor cuando entra en proceso de ejecución; por poner un ejemplo, 100.000 dólares. O dicho de otro modo, se pueden evitar unas pérdidas de 100.000 dólares si el propietario medio y el banco medio son capaces de encontrar una manera de evitar la ejecución estándar. Y esto es sólo el coste monetario, pues a ello hay que sumar el hecho de que los desahucios hipotecarios destrozan vidas, crean propiedades abandonadas y provocan el sufrimiento en vecindarios enteros.

Ver cómo el territorio estadounidense era barrido por una oleada tras otra de ejecuciones hipotecarias era equivalente a presenciar a cámara lenta cómo el descarrilamiento de un tren se cobraba un enorme número de víctimas. Pero a diferencia de la mayoría de los accidentes ferroviarios, el gobierno no era un mero espectador que observaba impotente cómo ocurría ante sus ojos el inevitable desastre; tenía el poder de intentar minimizar las consecuencias; pero, sencillamente, no lo hizo. Las familias desposeídas de sus hogares se llevaron la peor parte, pero de una forma u otra todos hemos sufrido, y seguimos sufriendo, las consecuencias de la debacle del mercado inmobiliario causada por la epidemia de ejecuciones hipotecarias, que a su vez supuso un enorme lastre para la ya renqueante economía.

## **Barreras a la solución: la Profanísima Trinidad**

¿Cómo se permitió semejante cosa? Una primera razón pudo ser el diagnóstico erróneo del problema. Inicialmente, muchísima gente pensó que la causa principal de la inminente oleada de ejecuciones hipotecarias serían los millones de cacareadas hipotecas de tipo de interés variable (ARM), de las que ya se ha dicho que estaban «diseñadas para provocar su impago». La idea era que muchos poseedores de ARM *subprime* se verían incapaces de afrontar sus pagos mensuales una vez que se reajustase al alza el tipo de

interés, al terminar el período de bajo interés inicial empleado para atraer prestatarios; con los precios de las viviendas en caída libre, la refinanciación sería casi imposible, y los crecientes pagos mensuales llevarían a millones de incumplimientos.

Esto es lo que ocurrió hasta cierto punto, especialmente en los primeros compases de la crisis, cuando se dispararon los tipos de interés. Sin embargo, esta situación no duró mucho, pues muy pronto el comienzo de la Gran Recesión, y especialmente los extenuantes esfuerzos de la Reserva Federal para luchar contra ella, provocaron el hundimiento de estos tipos de interés. Un efecto colateral afortunado de que los tipos estuviesen más bajos fue que el temido reajuste antes mencionado o bien no se produjo, o bien acabó reajustando los tipos *a la baja*. En lugar de entrar en un nuevo y valiente mundo de hipotecas ARM susceptibles de explotar a la mínima, se terminó experimentando un gran crecimiento de los impagos por razones ya conocidas: la gente que perdía su empleo y sufría otros contratiempos económicos a menudo no podía seguir pagando sus hipotecas. Era una historia familiar, pero repetida a gran escala.

¿Por qué, entonces, no se pudo «solucionar» el problema de las ejecuciones hipotecarias? Parece ser que existieron tres barreras principales, todas ellas interrelacionadas, y que actualmente siguen existiendo. He aquí la profanísima trinidad, a la que dedicaremos nuestra atención a lo largo de este capítulo:

## *El enorme gasto*

Con millones de hipotecas en peligro, el volumen de dinero requerido para solucionar el problema de las ejecuciones hipotecarias parecía atterradoramente elevado; los primeros cálculos aproximados establecían un *mínimo* de 200.000 millones de dólares (o lo que es lo mismo, un millón de viviendas de 200.000 dólares cada una), una cifra que los líderes políticos estaban poco dispuestos a comprometer. Pero, si se deja a un lado la política, la pregunta siempre es: ¿Merece la pena? Es una pregunta razonable, especialmente cuando los déficits ya eran bastante grandes y existían muchas

más peticiones de dinero público. Los Departamentos del Tesoro de Paulson y Geithner consideraron que no la merecía, y aunque yo no estuve de acuerdo con esta decisión, lamentablemente no disponía de 200.000 millones de dólares para poder prestarlos. Fíjese el lector en el verbo empleado, pues es crucial: la cuestión siempre fue *prestar*, y no *gastar*. Como veremos en breve, el coste neto de evitar millones de ejecuciones hipotecarias y sus correspondientes desahucios podría haber sido cero. O menos todavía.

## *La modificación de los derechos de propiedad*

Una segunda barrera a la hora de modificar el enorme volumen de hipotecas era un conjunto de complicadas cuestiones legales que nadie parecía dispuesto a afrontar. Por desgracia, la mayor parte o incluso todas las soluciones efectivas al problema de las ejecuciones hipotecarias requerían algunos reajustes de los derechos de propiedad; reajustes que implicaban comunicar a ciertas partes que sus derechos no eran los que creían o que no iban a recibir lo que sus contratos parecían asegurarles. Por ello, existía, y sigue existiendo, una comprensible reticencia a alterar los derechos de propiedad.

Veamos un claro ejemplo de ello, aunque más adelante se verán más: muchas viviendas con hipoteca *subprime* tienen segundas hipotecas asociadas al inmueble. Cuando la primera hipoteca entra en impago, la segunda pierde prácticamente todo su valor, ya que depende de la primera. Sin embargo, los propietarios de estas segundas hipotecas sin valor conservan los derechos legales que les permiten bloquear la refinanciación de las primeras, a menos que sean pagadas en su totalidad. O a menos que se produzcan cambios en la ley que modifiquen sus derechos de propiedad.

Como se acaba de comentar, las objeciones a la alteración de los derechos de propiedad son totalmente comprensibles, pues existen innegables costes asociados a tal alteración, y estos costes deben ser sopesados y contrastados con los beneficios de un menor número de ejecuciones hipotecarias. También en este caso, los Departamentos del Tesoro de Paulson y Geithner juzgaron que estos costes eran demasiado elevados.

## *¿Era una mala política?*

Los políticos estadounidenses llegaron a creer que los votantes estaban inamoviblemente en contra de los rescates a prestatarios cuyo irresponsable comportamiento les había cargado con hipotecas impagables (sin importarles mucho que algunos de estos prestatarios fueran engañados cuando aceptaron las hipotecas asesinas): ¿Acaso no era injusto? ¿No crearía riesgo moral? Fuese cierto o no, esta creencia colocó un enorme cartel de PROHIBIDO EL PASO ante cualquier camino que condujese a modificaciones hipotecarias que afectasen al dinero del contribuyente; un cartel que, desgraciadamente, no fue eliminado ni siquiera cuando la recesión arrastró hacia el desahucio a muchos propietarios *responsables*.

Como veremos, estos tres problemas —más un sinnúmero de pequeños detalles— provocaron que las modificaciones de las hipotecas resultasen difíciles en el plano económico, problemáticas en el legal y venenosas en el político.

## **¿No hemos visto ya esta película?**

Tan sólo una vez en la historia se había experimentado en Estados Unidos esta aterradora suma de megarrecesión y fuertes caídas de los precios de las viviendas, y fue durante la Gran Depresión. En aquella ocasión, el presidente Franklin Roosevelt y el Congreso reaccionaron ante la crisis inmobiliaria con una explosión de intervencionismo político que deja a los gobiernos de 2007-2010 a la altura del betún. Los programas inmobiliarios del New Deal incluyeron la creación de la Administración Federal de la Vivienda (FHA) para asegurar las hipotecas sobre viviendas; de Fannie Mae (entonces FNMA, agencia gubernamental) para crear un mercado secundario de hipotecas; de los bancos federales de préstamo nacional, para proporcionar fondos a los prestamistas hipotecarios, y de la Corporación Federal de Garantía de Ahorros y Préstamos (FSLIC), para garantizar los depósitos de las instituciones de ahorro. De una forma u otra, todas estas innovaciones sobreviven hoy en día.

Pero mi intención es centrarme en la prácticamente olvidada entidad inmobiliaria de la Gran Depresión, la que realmente marcó la diferencia a la hora de reducir el número de ejecuciones hipotecarias durante los años treinta y la única que cerró sus puertas una vez cumplida su misión: la Entidad de Préstamo para Propietarios de Viviendas (HOLC). Sí, la primera década de 2000 fue diferente a la de los treinta, pero se podía haber creado una versión actualizada de la HOLC en 2008 o 2009. Si se hubiese hecho, es muy probable que actualmente ya se hubiera solucionado el problema de las ejecuciones hipotecarias.

La HOLC fue creada en junio de 1933 como una corporación pública con un único objetivo: ayudar a que las familias en apuros evitasen ser desahuciadas mediante la sustitución de sus hipotecas en situación de impago por otras que pudiesen permitirse. Para ello, la entidad se dedicó a comprar hipotecas antiguas a los bancos, la mayoría de los cuales estaban encantados de intercambiar hipotecas dudosas por bonos gubernamentales que garantizaban la devolución de su dinero, y emitir después nuevos préstamos a los propietarios de las viviendas.

La HOLC obtenía su financiación a través de préstamos de los mercados de capital y del Tesoro, y operaba a gran escala: en tres años, concedió algo más de un millón de nuevas hipotecas, la mayoría a quince años, con tipo de interés fijo y amortización completa —un nuevo instrumento financiero inventado según parece específicamente para la situación—. Casi uno de cada diez hogares estadounidenses (sin incluir las granjas) acabó teniendo una hipoteca con el gobierno federal, cifra que actualmente equivaldría a más de 7,5 millones. El volumen total de préstamos durante el período de actividad de la HOLC ascendió a 3.500 millones de dólares, una cifra colosal para la época, equivalente a cerca del 5 por ciento del PIB anual, cuyo ajuste actual por inflación se aproximaría a los 800.000 millones de dólares.

Como entidad pública centrada más en objetivos sociales que en la obtención de beneficios, la HOLC era un comprador flexible y un prestamista indulgente, que ofrecía a los bancos unas condiciones muy generosas y trataba de mantener a raya a los prestatarios morosos asesorando a los propietarios sobre deuda y sobre elaboración de presupuestos. Por descontado, los tiempos fueron muy duros durante la década de los treinta, y

a pesar de las precauciones, casi un 20 por ciento de los prestatarios de la HOLC no pudo devolver la totalidad de lo recibido. Debido a esto, se podría pensar que los contribuyentes de la época tuvieron que pagar un dineral, pero no fue así; de hecho, cuando la HOLC cerró sus libros de cuentas, lo hizo con un pequeño beneficio. La tarea era sumamente difícil, pero la increíble HOLC la llevó a cabo con éxito.

En relación con el tamaño tanto de la economía como del gobierno federal, esa misma tarea en 2008 o 2009 hubiese sido más sencilla, pero los gobiernos de esos años eran mucho más tímidos y estaban mucho más divididos que el de Roosevelt. Como veremos, las Administraciones de Bush y de Obama intentaron llevar a cabo el trabajo al coste más bajo posible: mientras que la HOLC prestó el equivalente al 5 por ciento del PIB, el presupuesto del programa de mitigación de las ejecuciones hipotecarias de la Administración Obama ascendió a una minúscula fracción de esa cantidad. Y la Administración Bush no gastó ni un centavo.

El precedente de la HOLC implicaba que los responsables políticos no tenían que volver a inventar la rueda. Hay que admitir que las finanzas hipotecarias actuales son más complejas que las de 1930, cuando los bancos conocían a sus clientes y los clientes a sus bancos. Por ello, la versión de 2008 tendría que lidiar con hipotecas titulizadas y vendidas a compradores por todo el mundo, y con carteras hipotecarias cortadas, troceadas y divididas para formar complejos instrumentos derivados que nadie comprendía en su totalidad. La nueva HOLC no podría haber sido una réplica exacta de la antigua, aunque sí hubiesen sido parientes cercanos.

Sin embargo, toda esta complejidad refuerza más que socava la necesidad de intervención gubernamental. La búsqueda de una solución para una hipoteca en situación de impago presenta unos problemas concretos cuando el prestamista y el prestatario pueden sentarse en la misma mesa para intentar renegociar las condiciones, sabiendo que un acuerdo resultaría beneficioso para ambos. Pero ¿cómo se lleva a cabo una negociación cuando prestamista y prestatario ni siquiera saben el nombre del otro? Ésta es una de las razones por las que muy pocas hipotecas morosas han sido renegociadas, y aún hoy en día sigue siendo así. Y también es una razón por la que la intervención del gobierno era y es esencial.

En un artículo de opinión publicado por *The New York Times* en febrero de 2008 abogué por la creación de una nueva HOLC que tomase prestado y prestase entre 200.000 millones y 400.000 millones de dólares para refinanciar las hipotecas de entre uno y dos millones de viviendas, y ofrecí un cálculo apresurado que sugería que esta nueva HOLC podría acabar teniendo un modesto beneficio, al igual que la original. No fui el único en esta línea, pues los economistas Paul Davidson y Alex Pollock tuvieron la idea de revivir la HOLC antes que yo, y el senador Chuck Schumer, demócrata por Nueva York, defendía algo similar.

Casualmente, unos días después asistí a una reunión de los líderes demócratas de la Cámara de Representantes, donde entre otras cosas se debatía la incipiente crisis inmobiliaria. Mi idea de una nueva HOLC surgió de pasada. Y tanto que de pasada: fue rechazada al instante por considerarse salvajemente cara. En aquel momento aún faltaban ocho meses para la aparición en escena del TARP, y ni a los políticos ni a sus electores se les ocurría siquiera comprometer cientos de miles de millones de dólares del dinero público. A menudo me pregunto cuánto mejor hubiesen ido las cosas si el Congreso hubiera resucitado la idea de la HOLC en ese año 2008, cuando el problema de las ejecuciones hipotecarias era mucho más pequeño de lo que posteriormente llegó a ser, como por otro lado era previsible.

La recuperación de la HOLC no fue la única idea en relación con la mitigación de los problemas planteados por las ejecuciones hipotecarias que surgió del mundo académico en 2008, y no todas procedían de demócratas despilfarradores como yo (aunque insisto en que se trataba de préstamos, no de gastos). Dos semanas después de la publicación de mi artículo, *The Wall Street Journal* —un periódico no conocido precisamente por sus opiniones izquierdistas—<sup>90</sup> publicó otro de Martin Feldstein, de Harvard, en su momento presidente del Consejo de Asesores Económicos (CEA) de Ronald Reagan. En él, Feldstein sugería un plan para reemplazar el 20 por ciento de la hipoteca de cada propietario por un préstamo de bajo interés proporcionado por el gobierno; préstamo, no obstante, concedido *con recurso*, de manera que el gobierno podría apropiarse de los activos de los prestatarios morosos.

En octubre de 2008, Glenn Hubbard, de la Universidad de Columbia, expresidente del primer CEA de George W. Bush, junto con su colega Chris Mayer, un renombrado experto en asuntos inmobiliarios, sugirieron utilizar a Fannie Mae y Freddie Mac (que por entonces estaban bajo control del gobierno) para refinanciar *todas* las hipotecas sobre primeras residencias, convirtiéndolas en préstamos a treinta años con tipos de interés fijos del 5,25 por ciento. El tipo más común de las hipotecas de entonces estaba en torno al 6,25 por ciento, pero muchas hipotecas más antiguas soportaban intereses aún más altos, y como parte de su plan, se crearía una nueva HOLC para ocuparse de las hipotecas en dificultades, conocidas como «sumergidas». Feldstein y Hubbard eran dos pilares de la institución económica republicana, mientras que a mí hacía tiempo que me habían colocado la etiqueta de demócrata; estaba claro que el deseo de sacar al país del fango de las ejecuciones hipotecarias no entendía de partidismos, y que la necesidad era evidente.

Sean cuales sean los méritos de estas u otras ideas, eran «académicas» en el siguiente sentido: ninguna de ellas provocaba la más mínima ola en el estanque político. Ninguna tenía probabilidades de éxito, y la mayoría de las veces por la misma razón, que no era otra que la enorme cantidad de dinero que habría tenido que poner el gobierno; no *gastar*, sino *pedir prestado* y prestar a su vez. Los automáticos rechazos de estas ideas y de otras relacionadas reflejan la primera barrera de nuestra profanísima trinidad a la hora de resolver el problema de las ejecuciones hipotecarias: la aversión a poner en juego el dinero público suficiente para ello. Increíblemente, esta reticencia persistió incluso tras la quiebra de Lehman Brothers y la apresurada creación del TARP.

## **Hay que tener esperanza**

No es que nadie se percatase del problema de las ejecuciones hipotecarias. En una fecha tan temprana como agosto de 2007, el gobierno federal puso en marcha el primero de muchos intentos para mitigarlo, y sufrió su primer fracaso. Denominado *FHA Secure*, el nuevo programa se basaba en el pensamiento dominante en aquel momento, consistente en la creencia de que



el problema principal al que había que enfrentarse era una oleada de reajustes de hipotecas ARM *subprime* con bajos tipos de interés promocionales. Esta creencia parecía acertada hasta agosto de 2007, cuando se demostró ser falsa, como a menudo sucede con las bolas de cristal. En cualquier caso, FHA Secure ofrecía a los poseedores de ARM *subprime* la oportunidad de refinanciar su hipoteca, convirtiéndola en otra tipo FHA con un tipo fijo garantizado, si estaban al día en sus pagos hipotecarios (o al menos lo habían estado hasta el reajuste).

El programa resultó ser excesivamente complejo y nunca llegó a ninguna parte, pues cuando se clausuró había logrado refinanciar menos de cinco mil hipotecas. El fracaso del programa ofreció dos indicios sobre su diseño que por desgracia *no* fueron tenidos en cuenta en los intentos subsiguientes. La regla de oro es que si se quiere llegar a un gran número de personas, la mayoría de ellas casi analfabetas en lo que a finanzas se refiere, se debe: *a)* publicitar el programa de forma agresiva, y *b)* adherirse escrupulosamente al principio KISS (*Hazlo sencillo, estúpido*). Y la propuesta de FHA Secure ni era sencilla ni contó con una publicidad agresiva. Por desgracia, esto mismo ocurrió con los programas de modificación hipotecaria que le siguieron, y ésa fue una de las razones por las que también fracasaron.

Seguidamente llegó la *Hope Now Alliance* (Coalición Esperanza Ahora), que se anunció a bombo y platillo en octubre de 2007 y que aún existe en la actualidad. Pese a ser promovida y apoyada por el gobierno federal a través del Tesoro y el Departamento para el Desarrollo Urbano y Residencial (HUD), la Hope Now es un programa totalmente *voluntario y privado*, gestionado por un consorcio de prestamistas hipotecarios, agentes inmobiliarios y asesores —incluidos Fannie Mae y Freddie Mac, que en aquel momento aún eran entidades privadas— y un cierto número de grandes bancos como Citigroup y JPMorgan Chase.

Hope Now se centró en el compromiso con la comunidad, en la asesoría y en el fomento de la negociación entre prestatarios morosos y sus agentes inmobiliarios, con vistas a encontrar un solución favorable a ambas partes, aunque en este último caso se trataba más de minimizar las posibles pérdidas de los prestamistas que de reducir la carga financiera de los prestatarios.

Tal parcialidad no debe sorprender tratándose de una iniciativa voluntaria *gestionada por la industria*. Después de todo, según las inexorables leyes de los balances de doble entrada, toda modificación hipotecaria que reduzca los pagos de los propietarios debe reducir también los ingresos de los emisores de la hipoteca. Por esta sencilla razón, como dijo Phill Swagel, asistente de Paulson: «Si se quieren evitar más ejecuciones hipotecarias, alguien, gobierno o prestamistas, tiene que firmar un cheque». La cuestión es que nadie esperaba que los prestamistas se presentasen voluntarios para asumir tal honor con entusiasmo. Y sin embargo, actualmente muchas de las hipotecas modificadas voluntariamente han reducido su principal, los pagos de intereses, o ambas cosas, y el programa sigue en activo. Según la propia Hope Now, en marzo de 2012 ya se habían modificado 4,4 millones de hipotecas *sin* la asistencia del gobierno.

No obstante, la moraleja más obvia que se puede extraer de Hope Now es una que ya conocíamos de antemano: el voluntarismo sólo llega hasta cierto punto, y con frecuencia no llega muy lejos cuando se pide a alguien que actúe en contra de sus propios intereses. No cabe duda de que el Departamento del Tesoro de Paulson tenía esta máxima muy presente en 2008. Mientras presionaba para que aumentase el número de hipotecas modificadas de forma privada, no estaba dispuesto ni a comprometer fondos gubernamentales, cosa que no tuvo que hacer realmente hasta la aprobación del TARP, ni a interferir demasiado en la contratación privada. Y esto último nos lleva a la segunda parte de la Profanísima Trinidad: los derechos de propiedad.

Ya he mencionado que es bastante difícil —puede que imposible— resolver el problema de las ejecuciones hipotecarias sin reorganizar al menos en parte los derechos de propiedad, y he ofrecido como ejemplo las segundas hipotecas. Otros ejemplos proceden del proceso de titulación, pues no olvidemos que la mayoría de las hipotecas *subprime* fueron agrupadas y tituladas. Estas titulaciones crearon estructuras legales que dificultaban su fragmentación en hipotecas individuales que pudiesen ser susceptibles de modificación, especialmente cuando entre el prestatario original (digamos John Doe, de Fénix, Arizona) y el prestamista último (por ejemplo, un fondo de pensiones italiano) existían varias entidades legales.

El paso por semejante maraña legal podía muy bien implicar que se pisotearan los derechos de propiedad de alguien. Por ejemplo, el economista (y socio de un fondo de alto riesgo) John Geanakoplos y la abogada Susan Koniak propusieron en 2008 que el Congreso aprobase una ley que invalidase los contratos existentes de titulización, otorgando a administradores nombrados por el gobierno la potestad de modificar las hipotecas. Yo encontré bastante atractiva su idea, pero por desgracia las administraciones de Bush y de Obama no.

¿Por qué no? En una sociedad capitalista, la reorganización de los derechos de propiedad fuera de los canales establecidos para ello, como los tribunales de quiebra y los procesos de ejecución hipotecaria, es una empresa desagradable, algo que debe evitarse excepto en las circunstancias más extremas, o según algunos, que debe evitarse a toda costa, y punto. En cualquier caso, ni Hank Paulson durante la Administración Bush, ni Tim Geithner y Larry Summers durante la Administración Obama, estaban dispuestos a aventurarse por ese camino, y no sin razón; nuevamente, se trataba de la profundidad percibida del problema en relación con la santidad de los contratos.

Los intentos «con esperanza», sin embargo, no terminaron con Hope Now. En julio de 2008, el presidente Bush firmó la conversión en ley de *Hope for Homeowners* (Esperanza para Propietarios de Viviendas), o H4H para abreviar, un programa diseñado principalmente por el personal demócrata del Congreso. Este nuevo esfuerzo por parte del gobierno, que entró en vigor en octubre de ese mismo año, estaba pensado para ayudar a que 400.000 prestatarios morosos pudiesen refinanciar sus hipotecas, convirtiéndolas en préstamos garantizados por la FHA, *siempre que* el prestamista original renunciase a parte del principal de la hipoteca inicial, lo cual demostró ser una condición bastante difícil de cumplir. En la práctica, casi ningún prestamista estaba dispuesto a aceptar reducciones en el principal, pues suponía anotar pérdidas en sus libros de cuentas. Hay que tener en cuenta que el H4H era voluntario, por lo que el gobierno no podía ni deseaba obligar a que los bancos aceptasen tales reducciones.

Por esta razón, así como por la complejidad de Hope for Homeowners, la cadena CNN informó en marzo de 2009 de que el programa había ayudado exactamente a que *un* propietario evitase ser desahuciado. ¡Uno! (La CNN no proporcionó su nombre.) En lo que pudo ser el eufemismo del año, un funcionario de la FHA admitió que «el programa no está funcionando demasiado bien». Pues no mucho, no: tan sólo se había quedado corto en 399.999 modificaciones hipotecarias. H4H fue cancelado a finales de septiembre de 2011, con un balance total de 762 hipotecas refinanciadas; decir que fue una gota en un cubo lleno de agua ya es exagerar su importancia.

En todo esto podía advertirse un fascinante trasfondo: la batalla entre el secretario del Tesoro, Hank Paulson, y la presidenta de la FDIC, Sheila Bair. Los detalles de sus disputas sobre hipotecas eran pasmosamente complejos (no se preocupe, que no me propongo contarlos aquí), pero en esencia podían resumirse en que Bair deseaba adoptar un enfoque más agresivo hacia las modificaciones hipotecarias de lo que le gustaba a Paulson, un hijo de Wall Street muy preocupado por el riesgo moral y muy escéptico sobre la posibilidad de que Bair tuviese realmente un plan factible. En julio de 2008, cuando la FDIC no fue capaz de encontrar un comprador para IndyMac Bank, la asociación de ahorros y préstamos de California, Bair tuvo su oportunidad.

IndyMac fue un ejemplo emblemático de todo lo que se había hecho mal. Creado originalmente por Countrywide, un prestamista hipotecario con una reputación aún peor, IndyMac se separó como entidad autónoma en 1997.<sup>91</sup> Con un agresivo liderazgo, se convirtió en el prestamista hipotecario más grande de Estados Unidos —y también en el peor—, especializándose en créditos no precisamente estelares. Tras el descalabro de este banco, valorado en 32.000 millones de dólares, la FDIC no pudo encontrar a nadie que lo desembarazase de él a un coste razonable, y fueron los contribuyentes los que tuvieron que cargar con la enorme cartera de hipotecas dudosas de una entidad que pasó a llamarse IndyMac Federal Bank, con Sheila Bair actuando como consejera delegada de facto.

Hacerse cargo de la gestión de los restos de IndyMac concedió a Bair la oportunidad para intentar convertir los limones en limonada. Tal y como dijo en un comunicado de prensa anunciando el programa de modificación

hipotecara de IndyMac por parte de la FDIC, «desde hace mucho tiempo, he defendido un acercamiento sistemático y simplificado a las modificaciones hipotecarias, con el fin de que los prestatarios puedan disponer de hipotecas sostenibles a largo plazo, y lograr así un mejor resultado para los banqueros e inversores de lo que supondría la ejecución de la hipoteca». El programa de la FDIC intentaba evitar las ejecuciones hipotecarias mediante reducciones de los tipos de interés, retrasos de los vencimientos de los créditos e incluso reducciones de los principales para reducir la cacareada ratio deuda/ingresos (DTI) hasta el 38 por ciento, porcentaje que la FDIC consideraba asequible.<sup>92</sup> Para aquellos que buscaban soluciones al problema de las ejecuciones hipotecarias —¿y quién no las buscaba?— el programa aplicado a IndyMac se convirtió rápidamente en un claro referente.

Sin embargo, no estaba tan claro que el modelo de IndyMac fuese un éxito. Por un lado, sus críticos señalaban la alta tasa de nuevo impago en las hipotecas modificadas por IndyMac, en parte porque el estándar de un DTI del 38 por ciento era demasiado elevado. Por otro, el Departamento del Tesoro de Paulson estaba preocupado por la selección adversa (en la que los prestamistas ofrecían las peores hipotecas) y por el riesgo moral (por la posible creación de incentivos que alentaban el impago). Y por último estaba el «pequeño» problema de que el plan de Bair hubiese rescatado de claras posiciones de pérdidas tanto a prestamistas imprudentes como a fondos de alto riesgo dudosos.

Impertérrita, Bair procuró extender el modelo de IndyMac por toda la nación. El 14 de noviembre de 2008, sólo diez días después de que George W. Bush y Hank Paulson se convirtiesen en funcionarios en funciones, y sólo dos días después de que Paulson anunciase que no usaría el TARP para comprar ningún activo problemático, la presidenta de la FDIC hizo público un exhaustivo plan antiejecuciones hipotecarias similar al de IndyMac. En él, las DTI se reducirían del 38 por ciento al 31 por ciento, los tipos de interés podrían caer hasta el 3 por ciento durante cinco años, los préstamos nuevos podrían extenderse hasta cuarenta años, y el gobierno compartiría hasta el 50 por ciento de las pérdidas causadas por el nuevo impago de las hipotecas modificadas. Bair estimaba que su plan podría refinanciar unos 2,2 millones

de hipotecas a un coste neto para el gobierno (tras nuevo impago) de tan sólo 24.400 millones de dólares, lo cual era barato: aproximadamente 11.000 dólares por hipoteca; la financiación esperaba obtenerla del TARP.

A los defensores del consumidor les encantó el plan de Bair, y les gustó aún más que cuestionara incesantemente por qué el gobierno se mostraba tan dispuesto a rescatar bancos y tan poco dispuesto a rescatar a propietarios en apuros. Era una pregunta muy pertinente que nunca obtuvo una respuesta satisfactoria. La postura ligeramente populista de Bair configuró su imagen de heroína solitaria en el mar de canallas financieros. Y, por cierto, garantizó su continuidad a ojos del presidente electo, a pesar de haber estado prácticamente en guerra con Geithner desde sus días de presidente del Banco de la Reserva Federal en Nueva York.<sup>93</sup>

Pero Paulson, que manejaba los hilos del TARP, no quiso saber nada de ello. Si hasta el momento se había mantenido oculta la guerra entre Paulson y Bair (aunque no demasiado oculta), desde ese momento pasó a ser un combate abierto. Y las relaciones entre el Tesoro y la FDIC no mejoraron cuando Geithner reemplazó a Paulson al frente del primero.

## **¿Qué hay del dinero del TARP?**

Cuando el Congreso aprobó la legislación del TARP en octubre de 2008, no cabía duda de que la mitigación del problema de las ejecuciones hipotecarias figuraba entre sus principales preocupaciones. Al leer el texto íntegro podían encontrarse siete menciones de la palabra «ejecución», concentradas en dos secciones con títulos de significado inequívoco: «Intentos de mitigación de ejecuciones hipotecarias» (Sección 109) y «Asistencia a los propietarios de viviendas» (Sección 110). Por ejemplo, en la Sección 109 se insta al secretario del Tesoro a coordinarse con otros organismos federales para «identificar oportunidades para la adquisición de activos problemáticos que incrementen la capacidad del secretario para mejorar el proceso de modificación y reestructuración de préstamos». ¿Qué se considera un «activo

problemático»? La primera entrada de la lista en la definición legal es «hipotecas comerciales o residenciales». *Congreso llamando a Tesoro*: busque oportunidades para adquirir hipotecas y modifíquelas.

Por tanto, ningún ser humano con dos dedos de frente podría haber pasado por alto que el Congreso quería que parte del dinero del TARP —no especificaba cuánto— se emplease en la reducción del problema de las ejecuciones hipotecarias. Paulson tenía dos dedos de frente, y sin embargo no asignó un solo dólar a este propósito; presumiblemente, tenía la mente puesta en recapitalizar los bancos y planeaba reservar una cantidad importante del TARP para su sucesor.

Durante la transición entre gobiernos, la Administración entrante de Obama acordó con los congresistas demócratas la asignación de 50.000 millones de dólares procedentes del TARP para mitigar las ejecuciones hipotecarias, y Geithner se apresuró a cumplirlo nada más convertirse en secretario del Tesoro. Sin embargo, comparados con los cientos de miles de millones de dólares que se habían empleado en otros planes de mitigación, como los de Blinder, Feldstein, Hubbard-Maryer y otros, resultaba evidente que Geithner intentaba salir del paso con el menor gasto posible. Puede que la Administración entrante tuviese mejores ideas que las de este u otros académicos, pero sencillamente no resultaba plausible que 50.000 millones de dólares fuesen suficientes, por muy bien que se empleasen.<sup>94</sup> Y si no las tenían, las iniciativas de Obama contra las ejecuciones hipotecarias nunca iban a lograr resolver el problema.

¿Por qué entonces asignó Geithner tan poco dinero del TARP a la prevención de ejecuciones hipotecarias? La razón principal es que tanto él como Summers y otros miembros de la Administración no estaban convencidos de que existiese un plan para mitigar los problemas provocados por las ejecuciones hipotecarias que pudiese funcionar a gran escala, que fuese legal y que tuviese un gran impacto económico a un coste razonable; por el contrario, pensaban que al TARP se le podía dar otros usos más eficientes en relación con su coste. Además, es posible que Geithner también estuviese preocupado por la posibilidad de que el TARP llegase a secarse: aunque Paulson le había dejado más de la mitad de los 700.000 millones de dólares asignados, Geithner era consciente de que había más bancos que

recapitalizar, una ingente cantidad de «activos problemáticos» que comprar, y más posibles peticiones al TARP, como el rescate a la industria de automoción, aparte de lo que Donald Rumsfeld llamó con acierto los «imprevistos imprevistos». En realidad, la preocupación de que se agotasen los fondos del TARP era infundada, pues el Tesoro nunca estuvo ni siquiera cerca de gastar la totalidad de los 700.000 millones. Pero en enero de 2009 nadie podría haberlo adivinado.

## **Intentándolo una y otra vez**

Como ya se ha comentado, los polifacéticos esfuerzos antiejecuciones hipotecarias de Obama no lograron detener el tsunami, pero no por falta de intentos: en el momento de escribir este libro, entre los programas ofrecidos por su Administración podían incluirse el HAMP, el HARP, el HAFA, el HAUP, el HHF y algunos más (las definiciones llegarán en breve). Sin embargo, oleadas de nuevas ejecuciones hipotecarias y un enorme inventario de hogares desahuciados y sin vender continúan hundiendo los precios inmobiliarios, lo que a su vez continúa hundiendo la construcción de viviendas nuevas, lo que a su vez continúa hundiendo la economía en su conjunto. Un acuerdo fuertemente publicitado, establecido en febrero de 2012 con los principales bancos en relación con las irregularidades en el proceso de ejecuciones hipotecarias, *incrementó* irónicamente su número, al menos durante un tiempo, simplemente por romper el bloqueo legal existente.

El plan bancario esbozado el 10 de febrero de 2009 por el secretario del Tesoro Geithner en su primer gran discurso constaba de cuatro partes principales: una de ellas eran las pruebas de estrés bancario; otras dos eran nuevos programas que pretendían cumplir el objetivo original del TARP, esto es, la compra de activos problemáticos, y la última era, en palabras del propio Geithner, «un plan exhaustivo para afrontar la crisis inmobiliaria». Por desgracia, también añadió que «en las próximas semanas haremos públicos los detalles de este plan», lo que abrió la caja de los truenos en los agitados mercados financieros: ¡La nueva Administración ya llevaba en el gobierno tres semanas y su plan aún no estaba completo!



Geithner necesitó tan sólo ocho días más para terminar el trabajo. El plan inmobiliario, con el gramaticalmente dudoso nombre de *Asequibilización de la vivienda*, fue anunciado por el presidente en un discurso el 18 de febrero, y en teoría debía ayudar a que entre 7 y 9 millones de propietarios modificasen o refinanciasen sus hipotecas.

Sus dos componentes principales fueron el HARP y el HAMP. El Programa de refinanciación asequible de hipotecas residenciales (HARP) apuntaba hacia el objetivo más importante, y presumiblemente el más sencillo: refinanciar las hipotecas de propietarios que habían logrado mantener sus pagos al día, pero que no eran capaces de refinanciarlas a un tipo de interés más bajo porque el valor de sus viviendas se había reducido. Por su parte, el Programa de modificación asequible de hipotecas residenciales (HAMP) estaba orientado a los casos más difíciles: ayudar a los propietarios a punto de entrar en situación de impago a través de la modificación de sus hipotecas, de forma que pudiesen conservar sus hogares. ¿Qué tal funcionaron estos dos programas?

## *Programa de refinanciación asequible de hipotecas residenciales*

El objetivo principal del HARP era conseguir entre 4 y 5 millones de refinanciaciones, todas ellas de hipotecas procedentes de, o garantizadas por, Fannie Mae o Freddie Mac. Pero el HARP resultó ser un titánico esfuerzo, más parecido a un combate cuerpo a cuerpo que un decisivo bombardeo aéreo. Una vez puesto en marcha, el Tesoro descubrió que había menos propietarios elegibles de lo que pensaba: a finales de julio de 2009 tan sólo se habían refinanciado unas 60.000 hipotecas; en agosto de 2011, las refinanciaciones habían alcanzado las 810.000 —una cifra respetable, pero aún muy lejos del objetivo previsto—; en mayo de 2012 la cuenta rondaba los 1,3 millones.

Una de las dificultades con las que se topó el Tesoro ya se ha mencionado: los propietarios con segundas hipotecas podían bloquear la refinanciación de las primeras hipotecas, y a menudo lo hacían. Otro

problema surgió cuando el regulador de Fannie y Freddie se negó a dejar que las compañías renunciasen a ciertos derechos de propiedad, renuncia que volvía recelosos a los bancos a la hora de refinanciar. Por ejemplo, cuando un banco propone la refinanciación de una hipoteca de Fannie o Freddie, la empresa patrocinada por el gobierno tiene el derecho legal de «ubicar» la hipoteca original en el banco emisor si existe la más mínima irregularidad en los documentos originales. ¡Los banqueros no deseaban la devolución de estos préstamos! Y la Administración no comenzó a intentar solucionar este problema hasta octubre de 2011, lo que resultó ser una espera muy larga.

### *Programa de modificación asequible de hipotecas residenciales*

En determinados aspectos, el HAMP seguía el modelo del protocolo IndyMac ideado por Sheila Bair, aunque Bair y Geithner seguían a la greña. Este programa incluía un objetivo DTI del 31 por ciento para la hipoteca modificada, menores tipos de interés e incentivos para que los agentes inmobiliarios se implicasen en las modificaciones (llamadas «mods» por los entendidos). El objetivo establecido era impedir que entre 3 y 4 millones de propietarios en apuros perdiesen sus hogares mediante la modificación de sus hipotecas, pero el Tesoro llegó posteriormente a la conclusión de que sólo 2,5 millones de préstamos morosos eran realmente elegibles.

Al igual que el HARP, el HAMP resultó ser un combate cuerpo a cuerpo, hipoteca tras hipoteca. Llevó mucho tiempo, pero en junio de 2012 había modificado con éxito más de un millón de préstamos, de los casi 1,9 millones que había intentado, y el ahorro promedio de estas exitosas «mods» estaba en torno a los 6.400 dólares anuales, lo que no es moco de pavo.

En octubre de 2010 el Tesoro implementó una modificación en su programa de modificaciones. Bajo la Alternativa de reducción del principal del HAMP, el gobierno comenzó a alentar a los prestamistas a que redujesen el principal de las hipotecas; no a obligar, ojo, ni siquiera a presionar con ahínco, simplemente a alentar; pero incluso ese aliento dirigido a reducir el principal era ya un paso adelante, paso que la Administración se había

resistido a dar hasta ese momento. Sin embargo, en junio de 2012, únicamente 67.000 hipotecas habían sido modificadas conforme a este programa.

## *Los otros*

¿Aburrido? Pasaremos más rápidamente por el resto de los programas, que fueron implementándose a medida que los viejos problemas se iban comprendiendo mejor, que surgían nuevos problemas, y que crecía la decepción por los resultados del HARP y el HAMP.

### ***Programa de alternativas asequibles a la ejecución hipotecaria de viviendas***

El HAFA fue creado en octubre de 2009 con el fin de facilitar las *ventas en corto*.<sup>95</sup> En una venta en corto, el banco accede a quedarse con la vivienda en lugar de la hipoteca en situación de impago. Esta opción, por supuesto, tan sólo resulta atractiva para los propietarios «sumergidos» —esto es, que deben al banco un importe mayor que el valor de sus viviendas—, pero tanto en aquel tiempo como actualmente existía y existe mucha gente en esta situación; de hecho, los estudios del momento sugerían que aproximadamente una hipoteca de cada cuatro se encontraba sumergida, por lo que no había escasez de clientes potenciales del HAFA. Y sin embargo, en junio de 2012 tan sólo se habían acordado 57.000 ventas en corto, por lo que el programa distaba mucho de ser un éxito.

### ***Fondos para los más desfavorecidos***

Sí, para los más desfavorecidos (HHF). Estos fondos consistían en una serie de programas específicos para cada estado de Estados Unidos, serie que en febrero de 2010 pasó a formar parte del repertorio del gobierno, que reconoció el hecho de que algunos de los estados fueron golpeados de forma particularmente dura por la recesión y el colapso del mercado inmobiliario. Los programas tipo HHF incluían (e incluyen) aspectos como ayudas a los propietarios desempleados para el pago de sus hipotecas, reducciones del principal y financiación para eliminar segundas hipotecas. En abril de 2012

ya se habían *asignado* 7.600 millones de dólares a los HHF de dieciocho estados y del Distrito de Columbia, pero únicamente se había *gastado* algo menos de un millón. Otro programa de inicio lento.

### ***Programa de viviendas asequibles para desempleados con hipoteca***

En vista de que el problema del desempleo nacional se extendía y agravaba cada vez más, en julio de 2010 se añadió un nuevo programa: el HAUP. Su objetivo era y es proporcionar reducciones o suspensiones temporales en los pagos hipotecarios cuando los propietarios se quedan sin empleo. El HAUP es un buen ejemplo de adaptación ante la mutabilidad de un problema, pues como ya se ha dicho la causa principal de las ejecuciones hipotecarias había pasado a ser la morosidad por desempleo, en lugar de por reajustes en los tipos de interés. Sin duda parecía una buena idea, pero a finales de abril de 2012 este programa tan sólo había ayudado a 24.000 familias.

¿Ya ha tenido bastante? Aún hay unos cuantos programas más, pero no los mencionaré aquí. El propósito de este pequeño —bueno, tal vez no tan pequeño— resumen es ilustrar dos hechos: primero, que la Administración Obama no ignoraba en absoluto el problema de las ejecuciones hipotecarias; y segundo, que pese a ello el progreso había sido lento. El problema aún campa a sus anchas hoy en día, con millones de hogares en proceso de desahucio, lo que implica millones de familias destrozadas y millones preocupadas por la posibilidad de que puedan ser las siguientes.

¿A qué se debe un progreso tan lento? Los detalles varían según el programa, por supuesto, pero existen algunos factores comunes. Primero, la desatención al principio KISS: los diversos programas son complejos y sus detalles no se han comprendido bien, especialmente por parte de los propietarios menos «sofisticados». Segundo, y muy relacionado, la obligación de que los posibles beneficiarios tengan que pasar por demasiados aros, a menudo con el fin de dificultar la elegibilidad de los propietarios que no lo merecían; además, según se ha dicho, conseguir que los propietarios con segundas hipotecas aceptasen las condiciones resultó ser un problema bastante engorroso. Tercero, ni las GSE ni los bancos se daban precisamente de codazos para participar en las refinanciaciones y modificaciones; necesitaban incentivos más fuertes —y tal vez que se les azuzase un poco

más—, cosa que el gobierno no hizo. Cuarto, el gobierno no se implicó lo suficiente: hubiera sido necesario buscar activamente a las personas elegibles y ayudarlas durante los procesos, pero tampoco lo hizo. Dicho esto, sí es cierto que el Departamento del Tesoro fue mejorando su labor a medida que pasaba el tiempo, aunque tal mejora no le llevó a alcanzar el nivel que hubiera sido deseable.

A lo largo de todo el debate sobre la mitigación de los problemas provocados por las ejecuciones hipotecarias, se desarrolló una rabiosa discusión sobre si los programas deberían permitir, alentar o incluso *requerir* reducciones del principal; lo que en lenguaje menos académico podrían llamarse impagos parciales. Los defensores del consumidor clamaban por tales reducciones, y muchos economistas insistían —e insisten— en que el problema del exceso de hipotecas impagadas nunca se podría resolver sin ellas. Los bancos, no obstante, detestaban esta idea, en parte porque no deseaban abandonar toda esperanza de recuperar la totalidad de cada préstamo, pero probablemente más porque no querían reconocer pérdidas en sus libros de cuentas. En este sentido, el Departamento del Tesoro de Geithner se parecía un poco a Hamlet: *¿Reducir el principal o no reducir el principal? Ésa es la cuestión.* En cualquier caso, Geithner nunca dio la impresión de estar ansioso por alentar estas reducciones del principal.

Del debate sobre reducciones del principal pueden destacarse tres cosas. La primera es que estas reducciones son *caras*. Cuando el balance de una hipoteca de 250.000 dólares se reduce hasta 200.000 dólares, o el banco o el gobierno —dependiendo de quién se haga cargo de la factura— tiene que tragarse la diferencia de 50.000 dólares. En la práctica, la nueva hipoteca requiere 200.000 dólares de nueva financiación *de alguien*, y en el peor de los casos, el gobierno puede tener que pedir prestados esos 200.000 dólares.

La segunda es que la reducción del principal crea riesgo moral, pues si por ejemplo mi vecino ve reducido el principal de su hipoteca gracias a un programa subvencionado por el gobierno, yo también tendré incentivos para ponerme a la cola. Como de costumbre, la cuestión del riesgo moral es válida en el sentido de que el gobierno no desea tener que dedicarse a rescatar a los

deudores de forma rutinaria; pero como en el caso de los rescates a los bancos, el riesgo moral no era una barrera infranqueable. Después de todo, lo que se tenía entre manos era una verdadera emergencia.

Y la tercera es que, a menos que sean estrictamente voluntarias, las quitas del principal equivalen a *reorganizaciones de los derechos de propiedad* fuera de los procedimientos habituales por bancarrota. En el ejemplo anterior, el emisor de la hipoteca tiene el derecho legal de reclamar 250.000 dólares al prestatario; pero si, pongamos por caso, el gobierno se pasa por allí y «persuade» al emisor de que reduzca la deuda a 200.000 dólares, le está sustrayendo parte de sus derechos de propiedad, y la alteración de estos últimos no es algo que deba tomarse a la ligera.

Es reseñable que dos de estos puntos son el reflejo de dos de las tres principales barreras a la hora de resolver el problema de las hipotecas de las que se habla al principio del capítulo: la necesidad de dinero y los peligros de alterar los derechos de propiedad. El tercero se vio reflejado a la perfección en Rick Santelli.

## **La diatriba de Rick Santelli**

¿De quién? Rick Santelli es un reportero y comentarista de la CNBC. Se trata de una persona bastante nerviosa e inquieta, como puede atestiguar cualquiera que haya visto sus intervenciones desde los parquets de la Cámara de Comercio o de la Bolsa de Chicago (CME), y que en el plano político se inclina más bien hacia la derecha.

En febrero de 2009, justo un día después de que el presidente Obama hiciese público su plan de «Asequibilización de la vivienda», Santelli informó en directo desde la CME, donde él y los operadores locales de títulos financieros sobre materias primas expresaron su descontento con el plan. Lo que ocurrió aquel día hizo historia. He aquí un extracto de lo que rápidamente comenzaría a conocerse como «la diatriba de Rick Santelli». En sus propias palabras:

¿Saben? En mi opinión el gobierno está alentando el mal comportamiento [...]

¿Por qué no crean una página web en la que la gente pueda votar por internet, a modo de referéndum, para averiguar si realmente todos queremos subvencionar las hipotecas de los fracasados? ¿O si, por lo menos, queremos comprar coches o casas con hipotecas en proceso de ejecución? ¡Que se los den a la gente que tiene más oportunidades de prosperar, y que recompensen a la gente que podría acarrear el agua en lugar de bebérsela!

[*Vítores de los operadores*]

¡Esto es Estados Unidos de América! [*volviéndose a los operadores*] ¿Cuántos de vosotros deseáis realmente pagar por la hipoteca del vecino, cuya casa tiene un cuarto de baño extra y por tanto no puede pagar sus facturas? ¡Que levanten la mano!

[*Abucheos de los operadores*]

Presidente Obama, ¿nos está escuchando?

[*Un operador, interviniendo: «¿Qué tal si dejamos de pagar nuestras propias hipotecas? ¡También son riesgo moral!»*]

[...]

Estamos considerando convocar en julio un «Motín del Té»<sup>96</sup> aquí en Chicago, y todos los capitalistas que deseen pasarse por el lago Michigan serán bienvenidos. Yo mismo me encargaré de organizarlo todo.

[*Vítores*]

Aunque la mayoría de los actuales miembros del Tea Party nunca han oído hablar de Rick Santelli, varios de sus líderes han reconocido que estas palabras fueron el origen de este movimiento político, que ha canalizado de forma efectiva el descontento de la derecha y en la práctica ha cambiado el panorama político de Estados Unidos.

Hay que señalar que los operadores bursátiles de materias primas no son exactamente representativos de la sociedad estadounidense en su conjunto. La mayor parte de ellos son tipos —sí, la inmensa mayoría son hombres— a los que les gusta «jugarse el todo por el todo», que asumen grandes riesgos todos los días y que viven con las consecuencias. Pero también tienen unos ingresos mucho más elevados que el ciudadano medio, colchones más grandes y mullidos en los que caer cuando golpea la adversidad y, me atrevería a aventurar, una probabilidad mucho menor de perder sus hogares. Rick Santelli y su frívola pandilla *no* hablaban por Estados Unidos de América aquel día de febrero de 2009; de hecho, una encuesta de Gallup llevada a cabo sólo unos días después estableció que al 64 por ciento de los

estadounidenses *le parecía bien* que «se proporcione ayuda (federal) a los propietarios de viviendas que estén en peligro de perder sus hogares por ejecución hipotecaria».

Pese a ello, la diatriba de Rick Santelli tuvo una enorme difusión, y la hostilidad demostrada en el parquet de la Bolsa hacia el rescate de «fracasados» que tenían «un cuarto de baño extra» y que no podían «pagar sus facturas» tocó una fibra sensible. Desde aquel momento, se extendió la creencia de que los estadounidenses estaban tan en contra de rescatar a los propietarios con problemas como de rescatar a los wall streetianos con problemas, o, para el caso, los operadores bursátiles de materias primas. Esto, sin embargo, también era descaradamente falso: la mencionada encuesta señaló la existencia de una *oposición* del 59 por ciento a la concesión de ayuda federal a «bancos y compañías financieras estadounidenses en peligro de quiebra». Sheila Bair conocía la opinión ciudadana mucho mejor que Rick Santelli; pero Santelli contaba con un megáfono muy potente, y en su diatriba vociferó lo que muchos conservadores deseaban escuchar: que los propietarios en riesgo de desahucio se habían comportado de forma irresponsable y que no merecían ayuda.

Los políticos aprenden rápidamente, incluso si lo que aprenden no es verdad. La diatriba de Santelli, junto con otras similares, logró que los intentos de reducir los efectos de las ejecuciones hipotecarias financiados por el gobierno se convirtiesen en una lucha a contracorriente, y esta clase de lucha requiere un liderazgo fuerte, una prodigiosa cantidad de energía y determinación, y puede que también un enorme volumen de gasto. Sin duda esta lucha concreta necesitaba todo eso y más. El problema es que estas luchas se pierden con mucha más frecuencia de lo que se ganan, y sean cuales sean los principios darwinianos que establecen la selección natural de un político exitoso, desde luego el deseo de clavarse su propia espada no figura entre ellos. Por tanto, muy pocos políticos estaban deseosos de solicitar «un referéndum para averiguar si realmente todos queremos subvencionar las hipotecas de los fracasados», pues temían, probablemente de forma errónea, que sabían cuál sería el resultado.



## **Cuanto más cambian las cosas, menos cambian ellos**

Si realmente se deseaba tener éxito a la hora de detener la oleada de ejecuciones hipotecarias y desahucios, se tendrían que haber superado numerosas complejidades y trabas legales. Hubiera sido necesario que el gobierno arriesgase cientos de miles de millones de dólares procedentes de los contribuyentes, pese a que, como en la década de los treinta, las pérdidas reales podrían haber sido mínimas. Pero los políticos temían que, si lo hacían, en realidad estarían atándose ellos mismos un gran lastre en el cuello.

No sorprende, por tanto, que no ocurriese nada de eso. No sorprende que los esfuerzos para mitigar los problemas de las ejecuciones hipotecarias nunca figurasen entre las principales prioridades. No sorprende que nunca se rompiera el círculo vicioso que comenzó con la caída de los precios inmobiliarios, continuó con el colapso de los mercados financieros, que a su vez condujo a la recesión y el alto desempleo, posteriormente a las ejecuciones hipotecarias masivas, y por último nuevamente a la caída de los precios inmobiliarios.

Esta tragedia no cogió a nadie por sorpresa: el desastre de las ejecuciones hipotecarias fue, como ya se ha dicho, no sólo *previsible*, sino realmente *previsto*. Aun así, se permitió que ocurriese, aceptando las amargas píldoras como si fuesen exabruptos de Santelli, pues después de todo era lo que había que hacer según el código social darwinista. Sin embargo, la gran ironía es que a día de hoy la debacle inmobiliaria debería ser cosa del pasado: los precios deberían estar recuperándose y la construcción de nuevas viviendas debería volver a ser uno de los sectores punteros que podrían sacar a la economía estadounidense de su estancamiento. ¿Que cómo lo sé? Simples matemáticas.

Entre 2002 y 2006 tuvo lugar un insostenible auge inmobiliario, un período de bonanza en el que en comparación con los ocho años precedentes se construyó un exceso de 1,75 millones de viviendas. Esto es lo que ocurre cuando se alimenta una burbuja especulativa: otras burbujas del pasado han dejado, por ejemplo, demasiados kilómetros de vía férrea o de cable de fibra óptica; ésta dejó demasiadas casas.

Pero detengámonos un momento en esta cifra. Un exceso de 1,75 millones de viviendas no supone un incremento muy grande respecto de la producción anual habitual. Según los estándares anteriores al auge, desde 2008 y durante los cinco años de debacle se han *dejado de construir* cerca de 3,5 millones de viviendas, cifra que sigue aumentando; en otras palabras, el *déficit* de construcción desde 2008 ha sido el doble de grande que el insensato *superávit* ocurrido durante el auge. Por lo tanto, lo lógico es que actualmente Estados Unidos estuviese experimentando una *escasez* de viviendas, y por consiguiente un *aumento* de los precios y un nuevo *auge* de construcción inmobiliaria, lo que sin duda ayudaría en la recuperación de la economía.

Y sin embargo, nada de esto ha ocurrido; más bien al contrario: el moribundo sector inmobiliario ha sido uno de los principales factores que ha mantenido la economía de Estados Unidos en el fango durante tanto tiempo. Incluso hoy en día, con un sector inmobiliario en vías de recuperación, la construcción de viviendas nuevas es tan sólo una fracción de lo que fue, el inventario de ejecuciones hipotecarias apenas ha descendido desde el máximo alcanzado en 2011, y cerca del 25 por ciento de todas las ventas de viviendas se producen a causa de tales ejecuciones hipotecarias. El fracaso en la resolución de este problema es una de las razones por las que Estados Unidos ha tenido un sector inmobiliario y una recuperación tan débiles durante tanto tiempo, y no tendría por qué haber sido así. Resulta difícil no llegar a la conclusión de que, sencillamente, no nos esforzamos lo suficiente.

## Las reacciones negativas

Salvamos la economía, pero por el camino perdimos a los ciudadanos.

TIM GEITHNER,  
secretario del Tesoro,  
marzo de 2010

El capítulo anterior enfatizaba la enorme insuficiencia de las respuestas políticas del gobierno de Estados Unidos ante el problema de las ejecuciones hipotecarias. Pero esto fue la excepción que confirmó la regla, pues en general los años 2008-2010 estuvieron marcados por un extraordinario intervencionismo por parte de la Reserva Federal y las dos administraciones presidenciales. El alcance y el volumen de estas políticas hicieron dar vueltas a muchas cabezas y dejaron exhaustos a sus diseñadores, y tal vez lo más sorprendente de todo el episodio es que tuviesen el éxito que tuvieron.

Sin embargo, como dicen en el mundo de la física, toda acción provoca una reacción de igual magnitud pero de sentido opuesto. Barack Obama, Ben Bernanke, Hank Paulson y Tim Geithner no fueron precisamente adorados como ídolos por sus esfuerzos; más bien al contrario, puesto que la mayor parte de su exitosa actividad política de 2008-2009 provocó una dura reacción negativa contra el gobierno entre 2009 y 2012, reacción que tuvo enormes consecuencias en las elecciones de 2010 y que en las de 2012 supuso un gran lastre para Obama.

El propósito principal de este capítulo es intentar averiguar *por qué*. La respuesta no sólo es relevante para esclarecer el pasado, sino también de cara al futuro, puesto que la severidad de esta reacción negativa ha dejado a muchos observadores preguntándose si el gobierno de Estados Unidos será capaz de organizar de nuevo un rescate tan exhaustivo y complejo si la música vuelve a acabarse en algún momento.

## **La paradoja de la política**

A medida que el sistema financiero y la economía se deslizaban cada vez más hacia el abismo tras la quiebra de Lehman, prácticamente todos los habitantes de Estados Unidos fueron volviendo sus ojos hacia el gobierno federal: los bancos y Wall Street buscaron cobijo de la tormenta; las empresas buscaron la restauración de las finanzas; los ciudadanos buscaron puestos de trabajo, una red de seguridad, la mitigación del problema hipotecario y el fin de la caída de los precios inmobiliarios, y los gobiernos estatales y locales buscaron financiación que subsanase la caída en picado de los ingresos fiscales.

A modo de ilustración humorística del momento, el diario *The New Yorker* publicó en marzo de 2009, justo cuando la crisis tocaba fondo, una viñeta cómica en la que podía verse el patio de un castillo medieval donde un verdugo se disponía a cortarle la cabeza a un rey; pero en el último momento entraba un mensajero gritando: «¡Alto! ¡Esperad! ¡El gobierno ya no es el problema, sino la solución!». El dibujante parecía sugerir que se olvidase la vieja doctrina de Ronald Reagan, pues en realidad el gobierno era el héroe salvador.

Pero la idea de que el gobierno era la solución no duró demasiado, pues tan pronto como la industria financiera se recuperó un poco, los magnates comenzaron nuevamente a intentar poner trabas a la excesiva regulación y a quejarse de que se los estaba tratando como a chivos expiatorios. ¿Chivos expiatorios? ¿Qué tal perpetradores? El presidente Obama fue tachado de socialista y de cosas peores por los ultraconservadores, que se unieron contra el «gran gobierno». Para las elecciones de noviembre de 2010, los

republicanos del Tea Party ya gestionaban virulentas plataformas antigubernamentales, que les situaban mucho más a la derecha de Ronald Reagan, a quien supuestamente idolatraban.

Piense en ello: la crisis fue el resultado de una serie de graves equivocaciones, errores de cálculo e incluso fraudes por parte de compañías *privadas* e individuos, ayudados e incitados por una política de no intervención de un gobierno excesivamente enamorado del *laissez-faire*. Estados Unidos fue claramente la víctima de una regulación *demasiado escasa*, no de un *exceso* de regulación. Sólo tras la explosión de septiembre de 2008 el antiguo gobierno pasivo se volvió intervencionista; y sólo por pura desesperación. Tal y como Paulson señaló en su autobiografía: «Soy un firme creyente del libre mercado, y desde luego no había venido a Washington con la idea de hacer nada que introdujese al gobierno en los asuntos del sector privado». Pero lo hizo, al igual que Bernanke y Geithner; y ninguno de ellos es precisamente un socialista esperando salir del armario político.

Y funcionó. Se evitó lo peor, los mercados financieros regresaron a algo parecido a la normalidad mucho más rápidamente de lo que parecía posible y no hubo ninguna Gran Depresión II. Según las estimaciones elaboradas por Mark Zandi y por mí mismo, antes mencionadas, el PIB real fue 1,8 *billones* de dólares más alto de lo que hubiese sido sin las operaciones de rescate, lo que a su vez permitió la existencia de 9,8 millones más de puestos de trabajo y una tasa de desempleo un 6,5 por ciento menor. Estos enormes efectos transformaron lo que podía haber sido una catástrofe absoluta en algo «simplemente» espantoso.

Se podría pensar que una actuación tan audaz reinstauraría la fe en el gobierno y pondría en fuga a los defensores del *laissez-faire*. Pues se pensaría mal. En una cruel vuelta de tuerca del Principio de Emanuel, la coincidencia en el tiempo de una horrible recesión y una multitud de intervenciones políticas proporcionó a los enemigos del intervencionismo una excusa para vilipendiar al gobierno; excusa que aprovecharon, con devastadores efectos.

Es posible que la noción de que las cosas *habrían sido mucho peores* si no hubiese sido por la exhaustiva intervención gubernamental sea demasiado sutil para el mundo político, pero el caso es que nunca caló entre la ciudadanía. Por el contrario, se produjo una gran reacción negativa contra la

Reserva Federal; contra la Administración Obama, el Congreso y especialmente el Partido Demócrata; contra el propio modelo económico keynesiano, e incluso contra los economistas en general. Y, desde luego, contra el intervencionismo político. Después de todo, se accionaron palancas políticas por todo Washington, y la economía se derrumbó igualmente, ¿no es así? Según ese mismo argumento, los guardias urbanos crean los embotellamientos, los bomberos crean los incendios y el estado de Florida provoca envejecimiento entre sus habitantes. Pero el caso es que tal argumento caló hondo. ¿Por qué?

Los estadounidenses hemos sido siempre ideológicamente conservadores pero pragmáticamente liberales. De boquilla, la mayoría tenemos dentro un Thomas Jefferson que nos hace recelar del «gran gobierno». No confiamos ni en los políticos ni en la concentración del poder, lo que en principio es bueno. Apreciamos la libertad de empresa y el fuerte individualismo, bueno también. Tendemos a ofendernos si el gobierno se entromete en nuestras vidas, y no nos gusta mucho pagar impuestos. Todas estas actitudes conforman la quintaesencia idiosincrásica del ciudadano de Estados Unidos.

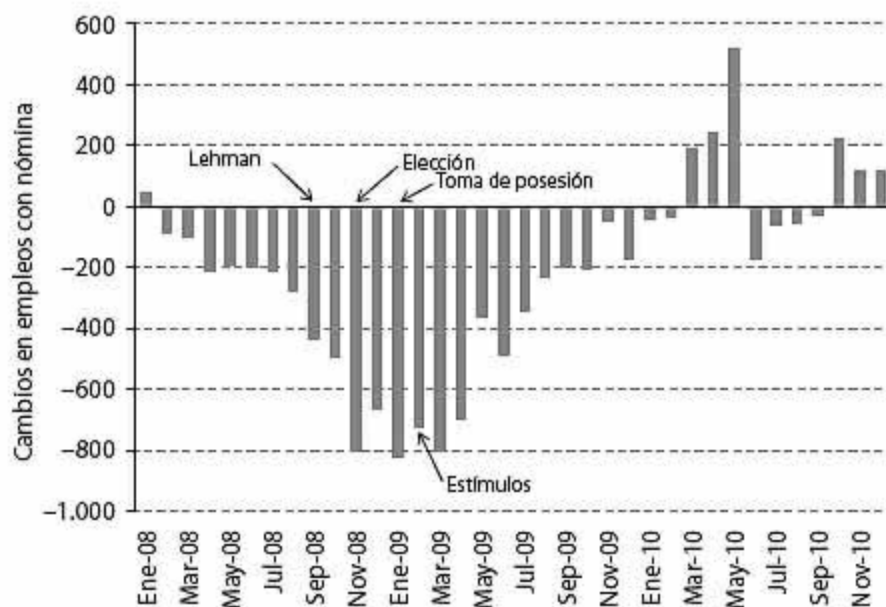
Pero cuando las cosas se ponen feas, solemos apelar al gobierno para que resuelva nuestros problemas, ya se trate de pacificar el Lejano Oeste, construir canales y autopistas, acabar con la Gran Depresión, el New Deal de Franklin Roosevelt o la «Great Society» de Lyndon Johnson. Idolatramos a Jefferson, pero seguimos a Hamilton. Esta contradicción entre palabra y obra tuvo su ejemplo perfecto durante un acalorado debate ocurrido el verano de 2009, cuando un ciudadano de Carolina del Sur advirtió al congresista del estado: «Mantenga las sucias manos del gobierno lejos de mi Seguridad Social».

En ello reside la paradoja fundamental de la gran reacción negativa. Las acciones del gobierno mitigaron con éxito parte del daño causado por el desenfreno permitido al libre mercado, pero, en un extraño caso de culpabilidad por asociación, el intervencionismo político acabó asumiendo parte de la culpa por los horrores que vinieron después. Y la ciudadanía volcó su ira contra el «gran gobierno», comenzando por su nuevo presidente.

## La reacción contra el presidente y el Congreso

El gráfico 13.1, que muestra las pérdidas mensuales de puestos de trabajo desde enero de 2008 hasta diciembre de 2010, ya lo hemos visto antes. En esta ocasión, no obstante, me interesa llamar la atención sobre cuatro fechas importantes: la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, la elección de Barack Obama en noviembre de 2008, su toma de posesión en enero de 2009 y la aprobación del proyecto de ley sobre la reforma fiscal en febrero de 2009. El conjunto resulta bastante claro: la economía de Estados Unidos cayó en picado desde el colapso de Lehman hasta el primer trimestre de 2009, con aterradoras tasas de pérdida de empleo; pero entonces se aprobó un gran paquete de estímulos fiscales, y de inmediato la sangría de empleos comenzó a disminuir radicalmente, pasando de 780.000 mensuales en enero-marzo de 2009 a menos de 40.000 mensuales en enero-febrero de 2010. El gráfico prácticamente evoca la imagen de Barack Obama cabalgando en su caballo, acudiendo raudo al rescate.

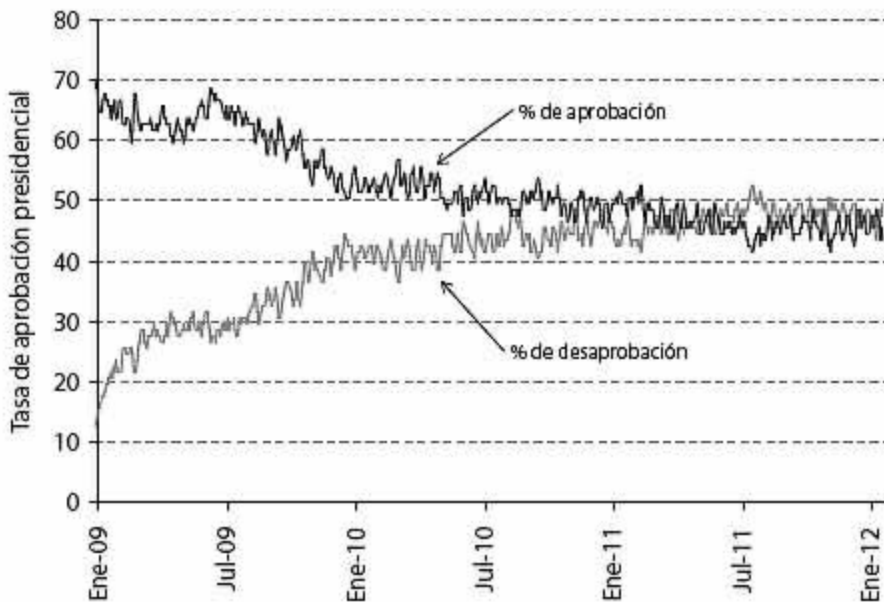
GRÁFICO 13.1 **Abajo y arriba**  
(cambios mensuales en la tasa de empleo  
entre 2008 y 2010, en miles)



Pero los ciudadanos no lo vieron así. Lo que vieron los estadounidenses fue a un nuevo presidente, elegido en noviembre de 2008 con un programa político que prometía la llegada de cambios, y que sin embargo la tasa de desempleo seguía aumentando hasta octubre de 2010. La recesión, aunque supuestamente superada en junio de 2009, según declaración de la Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER), parecía no acabarse nunca, y la economía daba muy pocos signos de vida. Los tiempos eran duros, los salarios e ingresos estaban estancados, y los empleos eran terriblemente difíciles de conseguir. ¿Eso era *cambio*?

El gráfico 13.2 muestra el devastador efecto de lo que se acaba de comentar en la tasa de aprobación de Obama, que comenzó a caer de forma acusada casi inmediatamente después de jurar su cargo, y continuó cayendo hasta bien entrado 2010. Por supuesto, ese año no había elecciones presidenciales, pero sí las había para la totalidad de la Cámara de Representantes, así como para treinta y siete senadores. Y los resultados para el bando demócrata fueron desastrosos.

GRÁFICO 13.2 **Aprobar o no aprobar**



Fuente: [www.gallup.com](http://www.gallup.com)



El furioso electorado estadounidense, que en noviembre de 2008 había apoyado masivamente al Partido Demócrata, le volvió la espalda con rabia en noviembre de 2010: antes de las elecciones, había 256 demócratas en la Cámara; después, tan sólo 193. Por tanto, se produjo lo que fue el mayor trasvase de escaños de un partido político a otro desde 1938, otorgando a su vez al Partido Republicano el mayor número de representantes desde 1946. Los cambios en el Senado fueron menos dramáticos, pero aun así los republicanos sumaron seis nuevos escaños, y los gobernadores y legisladores estatales también pasaron a ser mayoría republicana. Para los demócratas fue un descalabro electoral en toda regla.

A cambio de sus prodigiosos esfuerzos, en gran medida salvadores de la economía, Obama y su partido recibieron una sonora pedorreta por parte de los votantes. El expresidente Clinton, un observador político astuto como el que más, escribió: «Para mí, uno de los aspectos más interesantes [de las elecciones de 2010] es lo fácil que fue persuadir a tantos ciudadanos de Estados Unidos [...] para que se unieran a los ataques hacia el gobierno». Y estos ataques continuaron hasta la mismísima campaña electoral de 2012, a pesar de que Obama resultó finalmente reelegido.

## **La reacción contra la Reserva Federal**

En el sistema de gobierno de Estados Unidos, el presidente y el Congreso no pueden ser más visibles, y habitualmente son el blanco de todo el vitriolo arrojado por la ciudadanía. La Reserva Federal, por el contrario, era *mucho* menos visible antes de la aparición de la crisis financiera: tenía un perfil público extremadamente bajo, y lo cierto es que pocos estadounidenses sabían a qué se dedicaba exactamente. Durante el episodio de AIG, en septiembre de 2008, incluso Barney Frank, congresista inteligente y culto donde los hubiera, expresó su sorpresa al enterarse de que la Fed suele disponer de unos medios económicos prácticamente ilimitados.

A bastantes miembros del Congreso, principalmente republicanos pero también algunos demócratas, les hacía muy poca gracia el poder de la Fed, hasta el punto de cuestionar su constitucionalidad. Este sentimiento anti

Banco Central surgió también en otras partes: el congresista Ron Paul (republicano por Texas), por ejemplo, publicó en 2009 un libro titulado *End the Fed* («Acabemos con la Fed») que se convirtió en un éxito de ventas. Y puede que debido a la influencia de Paul, pero desde luego debido al impresionante despliegue de poder por parte de la Reserva Federal, el Banco Central estadounidense, en otro tiempo invisible, se convirtió en una de las bestias negras del movimiento del Tea Party.

Sin embargo, no todas las objeciones a las medidas políticas y el poder de la Fed procedían del mundo político. Renombrados economistas conservadores, como John Cochrane de la Universidad de Chicago, Allan Meltzer de Carnegie Mellon y John Taylor de Stanford —que había sido un funcionario de alto nivel en el Departamento del Tesoro de la Administración Bush— formaron parte del coro de críticos. *¿Formaron parte?* Tal vez debería decir *lideraron*: Cochrane detestaba los rescates; Meltzer acusaba a Bernanke de sacrificar la duramente conseguida independencia de la Fed colaborando demasiado estrechamente con el Tesoro y el Congreso —y también aborrecía los rescates—, y Taylor sostenía que las respuestas políticas sin precedentes de la Fed eran equivocadas y que habían empeorado la crisis financiera en lugar de mitigarla, y también execraba los rescates. Incluso se acusó a la Fed de fomentar la inflación aun cuando la tasa neta de ésta estaba descendiendo. Bernanke, él mismo de ideas republicanas, debió de sacudir la cabeza asombrado, y también preocupado: su propio partido, y algunos de sus antiguos compatriotas intelectuales, se estaban volviendo contra él. Y eso dolía.

Cuando en 2009-2010 el Congreso de Estados Unidos emprendió las reformas de la regulación financiera, la Fed ya se encontraba frente al pelotón de fusilamiento. Pero como hemos visto, la Reserva Federal, guiada por su hábil presidente y protegida por el Departamento del Tesoro y el Comité de Servicios Financieros del Congreso, afines a su causa, esquivó prácticamente todas las balas. En general, la Ley Dodd-Frank logró que la Fed fuese más poderosa que nunca.

Las victorias legislativas de la Fed, no obstante, no rehabilitaron su reputación a ojos de sus críticos; por ejemplo, cuando Ron Paul buscó su nominación en 2012 a la carrera presidencial republicana, uno de los

principales puntos de su programa era la abolición de la Reserva Federal. Las hojas perennes difícilmente se caen.

## **La reacción contra la economía keynesiana**

Uno de los factores que más desató la furia contra la Fed fue el comportamiento absolutamente keynesiano de Ben Bernanke y sus colegas (que, por cierto, siguen manteniendo hoy en día). *¡Manirroto! ¡Vais a provocar más inflación!*, clamaban los críticos.

La política económica keynesiana se suele identificar con la idea de que el gobierno puede y debe salir de la recesión gastando dinero a espaldas; de ahí la habitual asociación con el «gran gobierno». Sin embargo, ésta es una interpretación del keynesianismo demasiado estrecha de miras. Para empezar, los gobiernos pueden luchar contra las recesiones mediante recortes fiscales en vez de mediante el incremento en el gasto, que es exactamente lo que hicieron Ronald Reagan y George W. Bush, dos keynesianos de obra, aunque no de palabra.

Más pertinente para el presente discurso: la mayoría de los keynesianos estadounidenses (Bernanke incluido) han creído siempre que las políticas *monetarias* expansionistas son más adecuadas para combatir las recesiones que las políticas *fiscales* expansionistas. Las políticas monetarias, básicamente, implican la reducción de los tipos de interés, y por supuesto la Fed dejó los tipos de interés en los huesos en 2008.

Una de las diferencias entre la lucha contra las recesiones con políticas monetarias en vez de con políticas fiscales es que las primeras no incrementan el déficit presupuestario del gobierno, sino que por el contrario lo *reducen*, por lo menos de tres maneras: unos tipos de interés más bajos reducen el coste de emisión de deuda gubernamental, al tiempo que la economía en expansión reduce gastos —por ejemplo, en subsidios de desempleo— e ingresa más por impuestos. Sin embargo, basarse en una política fiscal contra la recesión —menos impuestos o más gasto— incrementa el déficit, y es ahí donde radicaba la reacción negativa contra las políticas económicas keynesianas en 2009 y en años posteriores.

El gran estímulo fiscal aprobado por el Congreso en febrero de 2009 (conocido como Ley de Recuperación), *más* los extraordinarios desembolsos realizados por el TARP y otras medidas para combatir la crisis financiera, *más* las pérdidas de ingresos fiscales habituales en una recesión, se combinaron para elevar el déficit presupuestario federal hasta niveles estratosféricos: desde apenas el 1,2 por ciento del PIB en 2007 hasta un mareante 10 por ciento del PIB en 2009. *¿Diez por ciento del PIB?* La cifra en sí —más de 1,4 billones de dólares actuales— dejaba helado a cualquiera. El gobierno de Estados Unidos no había tenido un déficit presupuestario tan grande desde la segunda guerra mundial, y ni siquiera el máximo desde la posguerra se le acercaba: el 6 por ciento del PIB alcanzado en 1983 con la Administración Reagan. No es de extrañar que incluso algunos defensores de las políticas fiscales comenzasen a inquietarse.

Naturalmente, el bando republicano aprovechó el mal dato para presionar aún más. Algunos congresistas, que habían ignorado despreocupadamente los déficits mientras George W. Bush fue presidente,<sup>97</sup> encontraron la fe repentinamente y decidieron que los «déficits de Obama» suponían un peligro claro e inmediato para la prosperidad de Estados Unidos, por no decir para su moralidad. El Partido Republicano casi al completo se opuso al proyecto de ley sobre estímulos fiscales de febrero de 2009, y muy poco después de la aprobación de la Ley de Recuperación comenzaron a reclamar su derogación, afirmando que los estímulos habían fracasado mucho antes de que tuvieran siquiera tiempo de funcionar. La frase «despilfarro gubernamental destroza empleos» se convirtió en el mantra de John Boehner, a pesar de no tener el más mínimo sentido.

La noción de que los estímulos fiscales contraen la economía es profundamente antikeynesiana, pues Keynes sostenía exactamente lo contrario. Dado que los republicanos que apoyaron en 2008 los estímulos fiscales de Bush se revolvieron con gran aspereza en 2009 contra los estímulos fiscales del presidente Obama, lo lógico es que también se revolvieran con la misma aspereza contra el modelo económico keynesiano. Y eso mismo fue lo que ocurrió: según el diario *The Economist*, en un artículo publicado en 2011, «si existe una ideología que actualmente une a los republicanos, ésta es el keynesianismo, y están dispuestos a acabar de una vez

por todas con su nefasta influencia». De hecho, antes incluso de que la nueva Administración asumiese el poder, los conservadores ya afirmaban que la mejor forma de lograr el crecimiento de la economía es *reducir* el gasto federal, no aumentarlo. A los keynesianos, tal afirmación les parecía extremadamente contradictoria: lo verdadero es lo falso; la guerra es la paz; arriba es abajo.

Una vez más, algunas de las voces del mundo académico hicieron suya y justificaron la histeria política. Taylor y otros autores de Stanford, por ejemplo, argumentaron en una serie de artículos que, pese a costar 800.000 millones de dólares, el programa de estímulos no tendría prácticamente ningún efecto sobre la demanda agregada. Según el propio Taylor, la Ley de Recuperación «no tenía ningún impacto significativo como estímulo de la economía»; y añadió: «No creo que semejante descubrimiento pueda sorprender a nadie». ¿Que no sorprende a nadie? ¿En serio? Lord Keynes se hubiera quedado pasmado ante tal afirmación, como nos quedamos yo y otros keynesianos modernos. ¿Cómo diablos se puede gastar tantísimo dinero, incluso si es de forma derrochadora, sin crear montones de puestos de trabajo?

## **La reacción contra las políticas intervencionistas**

Las reacciones negativas contra la Fed y la economía keynesiana tenían objetivos específicos, pero de la derecha política también llegó con estruendo una acusación más amplia y generalista: tal y como había dicho Ronald Reagan, el gobierno es parte del problema, no de la solución. Ya he mencionado los intentos de algunos ultraconservadores para culpar a Fannie Mae y Freddie Mac de la crisis financiera, argumento al que recurrieron en numerosas ocasiones pese a su escasa solidez. Tal argumento fue seguido de cerca por un esfuerzo concentrado en culpar de la insuficiente recuperación a las mismas políticas gubernamentales que la estaban acelerando; una cantinela que posteriormente fue entonada por el candidato Mitt Romney durante la campaña presidencial de 2012. En opinión de los críticos, las políticas intervencionistas fueron contraproducentes.

Taylor sostenía que el «régimen de políticas sin precedentes de la Fed» estaba haciendo más daño que beneficio, por lo que «la Fed debería abandonar ese régimen y volver a las políticas monetarias tradicionales». Con esto se refería a la adhesión a la «Regla de Taylor», una norma que, como era previsible, se centraba en los tipos de interés (en el siguiente capítulo se analizarán las estrategias de salida de la Fed). Sin embargo, si se hacía el cálculo, en aquel momento la mayoría de las versiones de la Regla de Taylor exigían unos tipos de interés de los fondos federales pronunciadamente *negativos*. De hecho, una vez que en diciembre de 2008 Bernanke y compañía habían reducido este tipo de interés hasta prácticamente cero, la Fed recurrió a la flexibilización cuantitativa como sustituto para intentar conseguir lo imposible: llevar el tipo de interés a territorio negativo. Pese a ello, Taylor se opuso a las poco convencionales políticas monetarias de la Fed, afirmando que «la crisis financiera fue iniciada, prolongada y empeorada por el alejamiento de la Fed respecto de las políticas monetarias convencionales». Nunca ha estado muy claro a qué se refería con «políticas monetarias convencionales» en las extremas circunstancias de 2009, excepto que favorecían un mayor control del dinero.

Alan Greenspan, al parecer impenitente, amplió después la acusación: según él, toda la panoplia de respuestas políticas intervencionistas frente a la crisis financiera y la Gran Recesión socavaba las capacidades regenerativas de la economía. Aun reconociendo que los mercados pueden ser imperfectos a veces, Greenspan sostenía que «la suposición de que la intervención del gobierno puede sustituir los fallos del mercado [...] es en sí misma dudosa. Una intervención excesiva tiende a poner trabas a los mercados más que a favorecerlos. [...] Mi conclusión es que las actuales políticas intervencionistas están obstaculizando lo que debería ser una amplia y robusta recuperación económica».

El conjunto de ideas relativo a que la Fed debería cerrar su establecimiento e irse a casa una vez que el tipo de interés de los fondos federales llegue a cero, que los estímulos fiscales son poco aconsejables o perniciosos, y que las políticas intervencionistas en general hacen más daño que bien, en esencia van en la dirección de abandonar la lucha contra la recesión, esperando que todo salga bien por casualidad; podría llamarse la

«política económica basada en la fe». Los argumentos de Greenspan, Taylor y los demás traen a la mente el tristemente célebre consejo que el secretario del Tesoro Andrew Mellon dio al presidente Herbert Hoover, que consistió básicamente en dejar que las cosas siguieran su curso: «Hay que dejar caer el mercado laboral, el bursátil, el inmobiliario y hasta a los granjeros. Eso purgará la podredumbre del sistema: la gente trabajará más y llevará una vida menos amoral». Curiosamente, Mellon también aseguró a Hoover que cuando la Gran Depresión completase su camino natural, «la gente emprendedora recogerá los pedazos de la gente menos competente». Al parecer, las creencias de Mellon sobre el *laissez-faire* y el darwinismo social aún perduran en la actualidad.

## Quejas legítimas

Los intelectuales afines a la derecha política estaban inquietos por la supuestamente inflacionista política monetaria, por la supuestamente irresponsable política fiscal y por otras supuestamente equivocadas intervenciones gubernamentales. Pero los intelectuales no llevan la voz cantante en el mundo político, y los ciudadanos corrientes tenían otros asuntos en la cabeza, asuntos que, comprensible y justificadamente, les ponían muy furiosos. Veamos algunas razones:

### *La larga caída*

El más importante es que la economía estadounidense cayó en una profunda sima entre septiembre de 2008 y junio de 2009, y después fue saliendo de ella a un ritmo *dolorosamente* lento: a finales de 2010, la tasa de desempleo había bajado hasta «sólo» el 9,4 por ciento; pero en octubre de 2012 seguía estando en el 7,9 por ciento. Mala progresión. Los defensores de las políticas intervencionistas argumentaron que la economía habría estado en una

situación mucho peor sin el conjunto de políticas antirrecesión. Pero la gente ve lo que *es*, no lo que *podría haber sido*: «Podría haber sido peor» es uno de los peores argumentos que puede utilizar un político en activo.

Para que semejante contraargumento pueda servir de algo, es preciso ser extremadamente persuasivo, constante y convincente, y probablemente tener algo de suerte también. Por desgracia, ni el presidente Obama, ni el secretario del Tesoro Geithner, ni el resto de los miembros de su Administración anduvieron precisamente sobrados de persuasión, de constancia, de convicción o de suerte.

## *Víctimas inocentes*

Las travesuras que condujeron a la crisis financiera se cobraron muchas víctimas. Es cierto que algunas de ellas probablemente se lo merecían: aquel que especula y pierde, debe perder. Pero un indecoroso volumen de fraude (término legal) o cuasi fraude (término moral) en el negocio hipotecario también causó muchas víctimas inocentes, y se hizo muy poco para ayudar a que estos afectados colaterales enderezasen sus hipotecas o sus vidas.

El daño tampoco se limitó a los propietarios con hipotecas *subprime*, pues cuando los mercados se estrellaron se produjo una enorme pérdida de riqueza general. Daba igual si se poseía una hipoteca —el valor de las viviendas en propiedad acabó desplomándose— o si se era arrendatario en vez de propietario, pues tampoco se estaba a salvo de la tormenta. Igualmente, los valores de las acciones, bonos, fondos mutuos y otras inversiones también se desplomaron. En conjunto, la riqueza de las familias de Estados Unidos se redujo en cerca de 18 *billones* de dólares, cifra superior al PIB anual de la nación.

Toda esta destrucción de riqueza tiene buena parte de la culpa tanto de la terrible recesión como de la indolente recuperación posterior. Los estadounidenses intentaron reconstruir su mermada riqueza, para lo que naturalmente comenzaron a ahorrar más: la tasa de ahorro personal (ahorros respecto a ingresos disponibles) se elevó desde el 2,5 por ciento de 2006-



2007 hasta cerca del 5,25 por ciento en 2008-2010. Por supuesto, aquello que se ahorra no se gasta, por lo que los maltrechos consumidores acabaron frenando la recuperación hasta 2011.

Como ya he apuntado en diversas ocasiones, la recesión provocó terribles estragos sobre el empleo. La tasa de empleo con nómina tocó fondo en febrero de 2010, y cuando lo hizo, Estados Unidos tenía 8,8 millones de empleos menos que en enero de 2008, momento de máximo empleo, a pesar de que en el intervalo había aumentado la población en edad de trabajar. Estas pérdidas masivas de empleos destrozaron los ingresos de millones de familias, por no decir sus vidas. Y para colmo, los contribuyentes tuvieron que soportar los costes de los rescates del mismo sistema financiero que les había metido en semejante desastre. Desde luego, no parecía justo. No lo era.

## *El castigo no se adecuó al crimen*

Si bien muchas de las víctimas eran inocentes, los perpetradores de los numerosos fraudes y cuasi fraudes no lo eran. ¿Y quién recibió el castigo por sus crímenes? La respuesta es Lee Farkas.

¿Quién? Farkas era el presidente de una compañía hipotecaria relativamente pequeña llamada Taylor Bean & Whitaker. En 2002, comenzó su andadura vendiendo ocho hipotecas fraudulentas a Fannie Mae, y todas ellas vencieron sin haber recibido un solo pago. ¡Y en los ocho casos el prestatario era el propio Farkas! En su juicio, celebrado en abril de 2011 (fijémonos en la fecha: *nueve años* después del crimen), declaró: «Fue una idea que tuve, aunque probablemente no era tan buena idea». No muy buena, no.

Fannie Mae salió escaldada con esta operación, pero aún le quedaban Freddie Mac y Ginnie Mae (la asociación hipotecaria nacional del gobierno, dependiente del HUD) para defraudar, y Farkas se aplicó a ello con entusiasmo. Cuando todo hubo terminado, el «asunto Farkas» se había convertido en una red de fraudes y conspiraciones valorada en 2.900 millones de dólares, por la que fue condenado y enviado a la cárcel, junto con unos cuantos miembros de su empresa. Allí sigue todavía.

Lo interesante de este caso no son los detalles curiosos (ejemplo: Farkas alardeó en una ocasión de que «podría robar un banco con un simple lápiz»), sino el hecho de que Lee Farkas es al parecer el empresario financiero de mayor rango que ha sido condenado y encarcelado por delitos relacionados con una de las mayores crisis financieras que hayan tenido lugar en la historia de Estados Unidos. Debe de haber habido miles de fraudes que fomentaron la crisis, algunos de ellos con la implicación de verdaderos gigantes financieros, ¿y el presidente de Taylor Bean & Whitaker es el pez más grande que ha caído en la red? ¿Puede ser realmente cierto que el Departamento de Justicia de Estados Unidos no encontrase casos más importantes que procesar? ¿Dónde estaba el Mikado cuando se le necesitaba? Pues el presidente Obama no se dignó a prometer la creación de una unidad financiera de carácter especial en el seno del Departamento de Justicia para investigar estos casos hasta enero de 2012, durante el Discurso sobre el Estado de la Unión. ¡Sí, he dicho 2012!

### *El detestado rescate bancario*

Las políticas de rescate a los bancos iban a ser difíciles de digerir hiciesen lo que hiciesen las Administraciones de Bush y Obama; el rescate de la economía pasaba inevitablemente por salvar a los bancos, lo que de cualquier forma sería políticamente tóxico. Pero la forma en la que se llevó a cabo dejó mucho que desear, tanto en términos de lo que se *hizo* como en términos de lo que se *dijo* para explicarlo y justificarlo. Como ya se ha comentado, el secretario del Tesoro Paulson, presumiblemente al menos con el consentimiento —si no el apoyo explícito— de Bernanke y Geithner en la Fed, permitió que los bancos saliesen demasiado bien librados en 2008. No se adjuntó prácticamente ninguna restricción beneficiosa para el interés público a las inyecciones de capital por parte del gobierno; básicamente, fue algo así como: *Por favor, les rogamos que acepten este dinero público en condiciones realmente favorables.*

¿Se podrían haber llevado a cabo los rescates de manera diferente? Sí. Se podrían haber incluido unos requisitos mínimos asociados a cada préstamo público; se podría haber prohibido el reparto de dividendos mientras no se reembolsase al gobierno todo lo prestado; las restricciones sobre la retribución de los ejecutivos podrían haber sido más estrictas (en 2009, el nuevo secretario del Tesoro Geithner las endureció), y los contribuyentes podrían haber recibido una mayor compensación si las cosas salían bien. En lugar de eso, muchos bancos obtuvieron enormes beneficios en 2010, mientras la ciudadanía de a pie sufría las consecuencias (los contribuyentes obtuvieron finalmente una compensación, pero no fue suficiente para lo sufrido). Para más inri, en un primer momento no se hizo prácticamente nada en relación con la mitigación de los problemas generados por las ejecuciones hipotecarias, y la transformación a ultimísima hora del objetivo principal del TARP, pasando de la compra de activos problemáticos a la inyección de capital en los bancos, tenía todo el aspecto de un timo masivo.

Sin embargo, tal vez lo más imperdonable fue que los esfuerzos para *explicar* a los ciudadanos el rescate bancario fueron *mínimos* (suficiente raspadísimo) y altamente *ineficaces* (suspense sin paliativos). Por citar tan sólo un ejemplo, hemos visto que aún hoy muy pocos estadounidenses son conscientes de que los contribuyentes acabaron beneficiándose de lo que en esencia fueron préstamos a medio plazo a los bancos y a las compañías de Wall Street. Era imposible conseguir que el rescate bancario fuese una medida popular, pero un gobierno políticamente astuto hubiese dejado muy claro, insistiendo en ello una y otra vez, que consideraba la ayuda a los bancos como un mal necesario, como daños colaterales en tiempo de guerra. Por desgracia, ni el gobierno de Bush ni el de Obama aclararon esto a los votantes.

### *Las explicaciones fueron escasas*

El fracaso a la hora de situar el asunto de los rescates bancarios bajo la luz adecuada evidenciaba un fracaso mucho más grande en la comunicación entre gobierno y ciudadanía. Increíblemente, ninguna figura con autoridad explicó

realmente a la gente qué era lo que estaba ocurriendo ni, tal vez más importante, *por qué*. Este abyecto fracaso en la explicación a la gente corriente de las extraordinarias medidas políticas es una de las principales razones por las que Geithner afirmó que «perdimos a los ciudadanos».

Cuando se promulgan políticas que dejan mal sabor de boca y además son injustas bajo cualquier estándar medianamente objetivo, la carga de la comunicación resulta muy pesada, y su adecuado desarrollo, crucial. Los altos cargos políticos en el poder deberían haber ofrecido explicaciones docenas de veces, por no decir cientos, pero lo que hicieron fue eludir ese trabajo. ¿Alguien recuerda *un* solo discurso del presidente Bush en el que explicase la crisis financiera y por qué su Administración realizó las acciones que realizó? En realidad, sí que hubo *uno*, el 24 de septiembre de 2008, pero no fue excesivamente memorable y no se le prestó mucha atención. Pero ¿qué pasa con el presidente Obama, a quien se consideraba un gran comunicador? Desde luego, pronunció algunos discursos sobre el plan económico, pero en ellos no podía encontrarse el rayo láser de Clinton a la hora de centrarse en la economía, y tampoco se asemejaban a las charlas junto al fuego de Roosevelt; sencillamente, no daban la impresión de que el rescate de la economía fuese uno de los puntos determinantes de la presidencia de Barack Obama.

¿Y qué hay de los dos secretarios del Tesoro? Por desgracia, ni Hank Paulson en 2008 ni Tim Geithner en 2009 dijeron gran cosa a la ciudadanía, principalmente porque ninguno de ellos tenía demasiado talento como orador. En el caso de Geithner, si había alguna duda al respecto, la disipó totalmente en su desastroso discurso del 10 de febrero de 2009, tras el cual prácticamente no volvió a abrir la boca en público. Gato escaldado, del agua fría huye.

Por supuesto, periodistas, economistas y analistas de todas clases y afinidades sí tenían mucho que decir sobre la crisis y sus respuestas políticas, y aún hoy en día lo siguen haciendo, pero no son los líderes del país, y no eran ni son en absoluto responsables de la aplicación de dichas políticas; en muchos casos, especialmente en el ámbito de los economistas, tenían audiencias lastimosamente reducidas.

No sorprende que la falta de comunicación efectiva acabase llevando a la falta de comprensión, así como a una confusión muy generalizada, parte de la cual ya hemos visto: la falsa creencia de que el gobierno *regaló* dinero a los bancos (en realidad fueron préstamos e inversiones en acciones); la errónea equiparación del TARP con el plan de estímulos fiscales, a pesar de ser dos programas totalmente diferentes, sólo por la similitud entre los fondos monetarios asignados a los mismos (700.000 y 787.000 millones de dólares, respectivamente); la falsa creencia de que el coste neto del rescate financiero para los contribuyentes fue descomunal (cuando lo cierto es que tuvo un ligero beneficio), y la idea, completamente equivocada, de que Geithner procedía de Goldman Sachs (pues no, ése era Paulson). Cuando se cree firmemente que la Administración Obama puso a un zorro de Goldman Sachs a vigilar el gallinero público, que posteriormente se dedicó a regalar millones y millones de dólares a los poco merecedores bancos sin beneficio alguno para la economía, se tiene todo el derecho a estar furioso. Lo bueno es que ninguna de estas horribles acusaciones es cierta; lo malo, que la mayoría de la gente creía y aún cree que muchas de ellas, por no decir todas, sí lo son.

Una clara muestra de la ineptitud comunicadora de la Administración Obama es que la ciudadanía terminó considerando a Geithner, Summers y compañía como títeres de Wall Street, y, *al mismo tiempo*, los banqueros rescatados de su propia destrucción terminaron odiando al gobierno por vilipendiarlos y convertirlos en cabezas de turco. Una de las dos cosas era excusable, tal vez incluso inevitable; pero la coincidencia de *ambas* de forma simultánea implicaba una enorme negligencia política.

### *¿Se extralimitó la Fed?*

Aun dejando a un lado a los críticos más histéricos de la Fed, también existían observadores más razonables que se preguntaban, a veces incluso en voz alta, si el Banco Central se había extralimitado en sus funciones y había comenzado a actuar como un cuarto poder del gobierno. En el plano legal, la respuesta es no, pero la cuestión no es si la Fed se mantuvo *dentro de lo legal*, sino si hizo *lo correcto*: prestó enormes cantidades de dinero a los

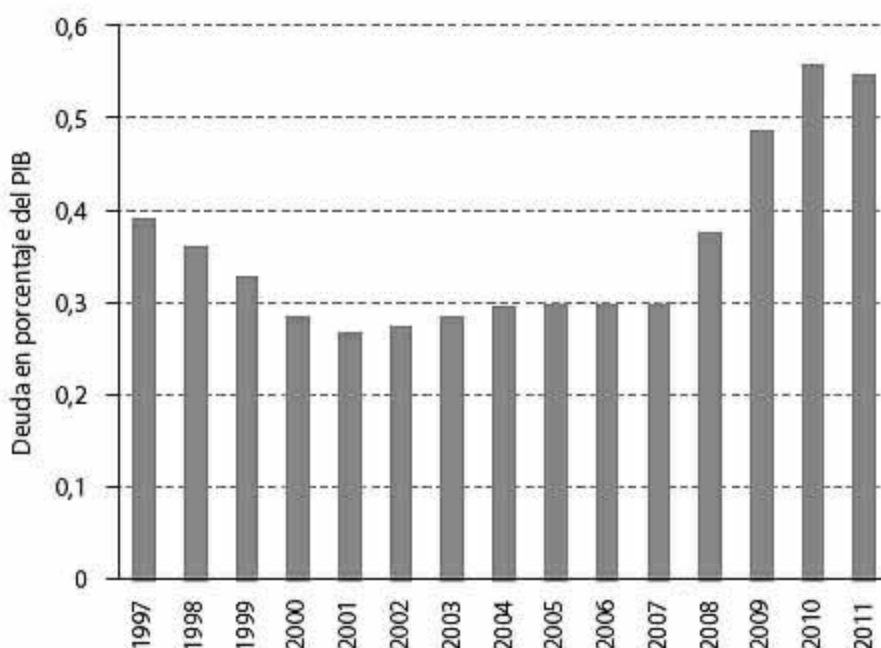
bancos en condiciones muy ventajosas (la actividad habitual de un banco central, pero a gran escala); prestó también sumas impresionantes a entidades *no bancarias*, hasta el punto de prácticamente nacionalizar AIG, lo que ya no es tan habitual; compró para su propia cartera activos hipotecarios para los que existían muy pocos compradores, y, junto con el Tesoro, tomó las decisiones sobre qué instituciones financieras vivirían en función de qué apoyo público y cuáles morirían.

¿Hasta qué punto, se preguntaban los críticos, se pasaban de la raya estas actividades extraordinarias y entraban de forma tácita en el terreno de la asignación de hecho de fondos públicos, una potestad que la Constitución reserva en exclusiva al Congreso? ¿En qué medida impulsaban a la tecnócrata Fed hacia el ruedo político? Otros críticos expresaban otro tipo de preocupación: consideraban que la Fed estaba coqueteando con la inflación al incrementar de forma masiva su balance; y si esto fuese cierto, la Fed no se estaría sólo *extralimitando* en su autoridad, sino que estaría *abusando* de ella.

## *La preocupante deuda nacional*

Un desafortunado efecto colateral de los rescates financieros, y específicamente de la recesión, fue el enorme incremento de la deuda nacional, como se puede apreciar en el gráfico 13.3. A finales de 2007 la deuda del gobierno federal de Estados Unidos no dependiente del propio gobierno —esto es, sin incluir la de la Seguridad Social y otros fondos fiduciarios, ni la de la Reserva Federal— constituía únicamente el 30 por ciento del PIB, por lo que estaba aproximadamente al mismo nivel en el que se había mantenido desde 2004, pero a finales de 2011 la ratio de la deuda sobre el PIB había aumentado hasta más allá del 55 por ciento, un incremento asombroso en sólo cuatro años.

GRÁFICO 13.3 **Industria en crecimiento de Estados Unidos (deuda nacional publicada a finales de cada año natural, en porcentaje del PIB)**



Esta evolución alarmó a muchos analistas, y otorgó prominencia política a una aversión muy arraigada entre los estadounidenses a los déficits presupuestarios. Sin embargo, un Congreso desgarrado por el bipartidismo no hizo prácticamente nada para corregir la situación presupuestaria a largo plazo en 2010, 2011 o 2012. El informe de diciembre de 2010 de la Comisión Nacional sobre Responsabilidad y Reformas Fiscales, liderada por Alan Simpson (un exsenador republicano) y Erskine Bowles (un exjefe de personal demócrata de la Casa Blanca) fue muy aplaudido por editorialistas y defensores del gobierno, aunque fue casi totalmente ignorado por los políticos.

Hay que señalar que ese mismo mes hubo *un* acuerdo excepcional durante la sesión de cierre del Congreso, pero lo único que se consiguió fue *incrementar* el déficit en lugar de reducirlo. Los demócratas deseaban prorrogar los recortes fiscales sobre las nóminas de los trabajadores estadounidenses, implantados por el presidente Obama en 2009, y eliminar los recortes fiscales sobre los grupos de población de mayores ingresos, implantados por el presidente Bush en 2001 y 2003, mientras que los

republicanos deseaban justo lo contrario. Por tanto, acercaron posturas para alcanzar un valiente «compromiso» político: ¡prorrogarían *ambos* recortes fiscales y no pagarían coste político alguno por ninguno de ellos! Los primeros fueron prorrogados durante un año, y los segundos por dos años; otro caso más en el que Obama salió perdiendo en la negociación. Un año más tarde, en diciembre de 2011, después de una serie de presiones políticas que rozaban lo suicida, se logró alcanzar un nuevo acuerdo que concedía otros dos meses de vida al recorte fiscal sobre las nóminas laborales. Este acuerdo provocó una mezcla de consternación y risas sofocadas, además de la corazonada casi universal de que a esos dos meses se añadirían los diez restantes, como efectivamente sucedió en febrero de 2012, aunque no sin un nuevo incremento del rencor político. Ambos acuerdos, por tanto, establecieron de forma conjunta lo que se conocería como «abismo fiscal» para enero de 2013.

Sin embargo, la condena de los déficits presupuestarios y la creciente deuda nacional sí tuvieron un notable efecto: de alguna forma eliminaron toda posibilidad de cualquier estímulo fiscal explícito en 2011 y 2012. Pese a que los recortes fiscales de Bush y Obama eran de hecho una suerte de estímulos, esta última palabra fue prácticamente desterrada del discurso político, y si se iba a llevar a cabo algún intento más para acelerar la lenta recuperación del país, tendría que proceder de la Reserva Federal. El único punto operativo de las políticas fiscales pasó a ser cómo *reducir* el déficit, es decir, *cuánto* se debía contraer.

*¿Acaso Obama se exigió demasiado a sí mismo, y a todo Estados Unidos?*

La respuesta depende del criterio de cada uno, pero la mía es un clarísimo *sí*. El nuevo presidente y su equipo se propusieron cauterizar las sangrantes heridas del sistema financiero, estimular la demanda agregada, reformar la regulación financiera, transformar el servicio sanitario al tiempo que se incrementaba su cobertura, diseñar una nueva política sobre la energía y el clima basada en el sistema de comercio con derechos de emisión, reformar el



sistema educativo K-12 estadounidense, y mucho más. ¿Cuándo iban a parar para tomar aliento? Y esta impresionante agenda se limita únicamente a los asuntos internos. Aparte de todo esto, también tenían que lidiar con las guerras en Iraq y Afganistán, con Guantánamo, con el gasto del Pentágono, con las amenazas de Irán, Al-Qaeda, Corea del Norte, Pakistán, etcétera, etcétera.

La lista era interminable, y lo cierto es que la Administración Obama realizó una tarea encomiable en relación con la mayor parte de lo mencionado (aunque no en todo). Pero la falta de un objetivo claro pasó factura a su posición política, y a su apoyo electoral. La ciudadanía no podía ver el bosque, sólo un montón de árboles: ¿Qué pretendía hacer *realmente* el nuevo presidente? ¿Tenía una estrategia definida? Los estadounidenses no lo tenían nada claro.

Ésta es otra de las razones por las que se «perdió a los ciudadanos». La última encuesta de opinión sobre la Administración Bush, llevada a cabo en diciembre de 2008 por *The New York Times* y CBS News, descubrió que los estadounidenses que pensaban que «la situación [del país] se había desviado seriamente del camino correcto» superaban ampliamente en número a aquellos que creían que «las cosas en general iban en la buena dirección», y por un apabullante margen de un 83 por ciento frente a un 12 por ciento. Esta opinión negativa tan asimétrica mejoró durante los primeros meses de la presidencia de Obama, hasta alcanzar una relativa igualdad de un 48 por ciento (dirección equivocada) y un 45 por ciento (dirección correcta), pero a partir de entonces todo fue cuesta abajo y sin frenos: en noviembre de 2011 una nueva encuesta de CBS mostraba un margen de un 76 por ciento frente a un 15 por ciento a favor de «camino equivocado», casi al nivel del final del mandato de Bush. Bajo prácticamente cualquier estándar objetivo, Estados Unidos estaba en mucha mejor situación en noviembre de 2011 que en mayo de 2009, pero los resultados de las encuestas no reflejaban este hecho; malas noticias para un presidente Obama que en 2012 se enfrentaba a su posible reelección.

## **Populismo en la derecha y en la izquierda**

El surgimiento del Tea Party tampoco fue precisamente una buena noticia. El movimiento comenzó (presuntamente) como una radical protesta contra, por un lado, los rescates bancarios (política de Bush), y por otro, contra el programa de estímulos fiscales de febrero de 2009 (política de Obama), acciones tachadas de ridículas y obscenas por sus seguidores. En tanto que movimiento conservador, y casi libertario, el Tea Party recibió un apoyo y una atención considerables de Glenn Beck, Rush Limbaugh, Fox News y Charles y David Koch, por nombrar a unos pocos.

El movimiento era claramente antiimpuestos (recordemos el origen del Tea Party), antigastos, antidéficit y, en general, antigobierno, y comenzó a arder como la pólvora durante el largo y caluroso verano de 2009, cuando las propuestas sobre reforma sanitaria del presidente Obama se debatieron en los ayuntamientos de todo el país.

Aunque inequívocamente populista, el Tea Party fue de forma casi inmediata un grupo político y partidista, o lo que es lo mismo, republicano. Y también exitoso: entre otros ejemplos, ayudó al senador Scott Brown (republicano por Massachusetts) a lograr una inesperada victoria; al senador Mike Lee (republicano por Utah) a desbancar al veterano Bob Bennett en las primarias republicanas, y a que el senador Rand Paul (republicano por Kentucky), el libertario hijo del libertario Ron Paul, lograra su elección como representante de su estado. Otros miembros del Tea Party, sin embargo, parecían hacer más daño que bien al Partido Republicano; por ejemplo, Christine («¡No soy una bruja!») O'Donnell dejó fuera de combate al congresista Mike Castle (republicano por Delaware), un político moderado que seguramente hubiese ganado las elecciones generales, durante las primarias republicanas al Senado. En general, si los criterios son: *a)* ser escuchado, *b)* ser elegido, y *c)* modificar la agenda política nacional, el Tea Party debe ser considerado como un éxito clamoroso. Y uno de sus principios más inamovibles es la oposición sistemática a todas y cada una de las propuestas de Obama, por lo que no cabe duda de que el Tea Party fue uno de los principales instigadores de la negativa reacción política.

Este tronar procedente de la derecha fue contestado con simples murmullos desde la izquierda, en forma del movimiento Ocupa Wall Street, que posteriormente engendró otros similares asociados a él: Ocupa Boston,

Ocupa San Diego, Ocupa Denver, Ocupa Oakland y muchos otros. Al igual que el Tea Party, el movimiento Ocupa es altamente populista, y por ejemplo detesta los rescates de Wall Street. Sin embargo, es más antioligarquía que antigobierno, pues afirma que el comportamiento imprudente por parte de Wall Street hizo mucho daño a la clase trabajadora estadounidense (lo cual es cierto) y se quedó sin su castigo (cierto también, al menos en su mayor parte). Este movimiento, no obstante, no se implicó demasiado en la política electoral: ningún candidato procedente de sus filas se presentó nunca a ningunas elecciones primarias del Partido Demócrata, ni presentó su candidatura con otro partido a las elecciones generales de noviembre de 2012. Por tanto, aunque sin duda se encuentra entre los que reaccionaron negativamente ante la Administración Obama, no está claro en absoluto que Ocupa Wall Street forme parte de la reacción negativa contra el intervencionismo gubernamental en general; es posible que lo que no les guste sea simplemente la pasividad del gobierno.

## **Un alto precio político**

Fuese cual fuese la causa, y procediesen las protestas de la derecha o de la izquierda, los estadounidenses afrontaron las temporadas políticas de 2010 y 2012 de un humor de perros. No les hacía ninguna gracia que se les dijese que las cosas podrían haber sido aún peores, *mucho peores*, si no hubiese sido por todas las intervenciones políticas de las administraciones de Bush y Obama y de la Reserva Federal; al igual que Howard Beale en la película de 1976 *Network, un mundo implacable*, estaban muy cabreados y no iban a aguantar esto por más tiempo.

Es posible que toda esta furia hubiese surgido igualmente incluso sin los errores enumerados a lo largo del capítulo; después de todo, los estudios académicos sobre comportamiento electoral demuestran una y otra vez que una mala situación económica perjudica a todo aquel que esté en el poder, haga lo que haga, y la recesión de 2007-2009 fue peor que mala. Puesto que

en el momento de las elecciones de 2010 los demócratas controlaban la Casa Blanca, el Congreso y el Senado, se encontraban en primerísima fila para recibir una buena tunda en las urnas.

Y sin embargo, me asalta una duda. Efectivamente, el desplome electoral del Partido Demócrata era prácticamente inevitable, dadas las circunstancias. Pero ¿realmente hubiese sido tan enorme si la Administración Obama hubiese llevado a cabo los rescates bancarios de forma diferente, si hubiese ayudado a más propietarios de viviendas en apuros, si hubiese procesado a más criminales «de cuello blanco», si se hubiese centrado más en la economía y si hubiese explicado mejor qué era lo que estaba haciendo y por qué? Nunca lo sabremos. Los historiadores reflexionarán durante mucho tiempo sobre esta cuestión, así como sobre la paradoja de la reacción negativa ante el *éxito* de un gobierno.

Entretanto, cuando se vuelva a dar el caso de que la música se acabe, sabremos a ciencia cierta si esta reacción negativa ha dañado la habilidad del gobierno de Estados Unidos para responder a las crisis económicas.

Pero ya basta de mirar al pasado. La crisis financiera, la Gran Recesión y las respuestas políticas a ambas han dejado una enorme agenda de tareas a completar en el futuro, un legado de cosas que necesitan ser modificadas o arregladas. Una de ellas es la inusual política monetaria de la Reserva Federal.

Parte V

---

## **Mirando hacia el futuro**

## **¿No hay salida? Devolviendo a la Fed a la normalidad**

Así que déjala salir y déjala entrar, eh Jude, empieza ya...

LOS BEATLES

Todo lo que sube hasta la estratosfera, como las reservas bancarias, presumiblemente debe caer a la tierra en algún momento; todo lo que cae a los abismos, como los tipos de interés a corto plazo, presumiblemente debe volver en última instancia a la superficie, y cuando un banco central saca a relucir todo su arsenal para estimular su economía, como hizo la Reserva Federal después de septiembre de 2008, en algún momento debe dar marcha atrás y volver a la normalidad.

Pero ¿cuándo y cómo? Preguntas como ésta forman parte de lo que se ha dado en llamar la «estrategia de salida» de la Fed. Una buena ejecución de esta estrategia de salida es muy importante para todos: si se precipita hacia la puerta demasiado pronto o demasiado abruptamente, se corre el riesgo de volver a caer en la recesión, y si se sale demasiado tarde o con demasiada lentitud, se crea un problema de inflación.

### **¿Salir de qué?**

¿Acaso no puede la Fed volver por el mismo camino, como un senderista que hace muescas en la corteza de los árboles en la ruta de ida y luego las va siguiendo en la de vuelta hasta el punto de partida? En gran medida, la respuesta es sí, pero es posible que el ritmo y el orden en que la Fed debería «dejarla entrar» (como dijeron los Beatles) cuando llegue la hora de salir, no coincida con el ritmo y el orden en que la Fed la «dejó salir» en septiembre de 2008. Y hay mucho de donde salir, como por ejemplo:

### *Programas de préstamo extraordinarios*

Como ya se ha visto, la Fed cocinó una espesa sopa de letras con los servicios de préstamo para afrontar la siempre cambiante crisis financiera; ¿recuerda el lector los mencionados TAF, TALF, AMLF, CPFF, PDCE, TSLF, y todos los demás? (Tal vez no, lo cual es perfectamente comprensible.) Cada uno de estos inusuales programas de préstamo estaba diseñado específicamente para contrarrestar una necesidad muy particular de financiación o crédito, y la mayoría se extinguió tan pronto como desapareció cada necesidad.

El gráfico 14.1, elaborado por la Fed, ofrece una buena ilustración de la forma en que el Banco Central «la dejó salir y la dejó entrar» con esos extraordinarios servicios de préstamo. Las subidas y bajadas resultan impresionantes: en total, los préstamos de la Reserva Federal aumentaron vertiginosamente desde cerca de cero en 2007 hasta un máximo de alrededor de 1,5 *billones* de dólares a finales de 2008, y después cayeron no menos vertiginosamente hasta alcanzar de nuevo niveles próximos a cero a finales de 2010. ¡Toda una montaña rusa! En este apartado, la salida de la Fed ya se ha llevado a cabo, aunque es el único en el que se ha conseguido, tal y como veremos a continuación.

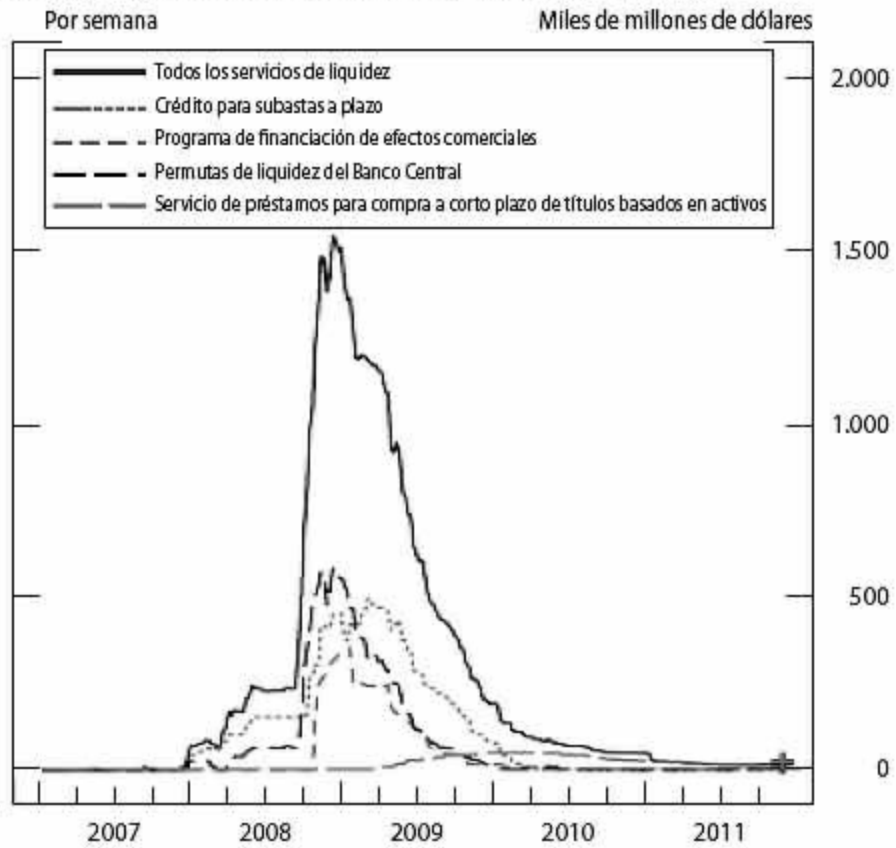
### *Un balance sobredimensionado*

Cada préstamo reflejado en el gráfico 14.1 era, por supuesto, un activo en el balance de la Reserva Federal; pero a medida que el volumen de préstamos concedidos por la Fed caía en picado durante aquel aterrador invierno de 2008-2009, el total de activos del Banco Central no se reducía en consonancia. ¿Cómo era eso posible, si los préstamos cayeron de 1,5 billones de dólares hasta prácticamente cero? El gráfico 14.2 muestra la respuesta: el decreciente volumen de préstamos (la línea de rayas discontinuas) fue sustituido por un volumen aún mayor de títulos financieros, principalmente Bonos del Tesoro e instrumentos de deuda de Fannie Mae y Freddie Mac, adquiridos por la Fed utilizando los dos grandes programas de compra de activos denominados QE1 y QE2 (la línea de puntos). La cifra total de activos por parte de la Fed (la línea continua) fluctuó durante más o menos un año en torno a los 2,25 billones de dólares y después se volvió a disparar.



## GRÁFICO 14.1 Ascenso y caída de los préstamos de la Fed

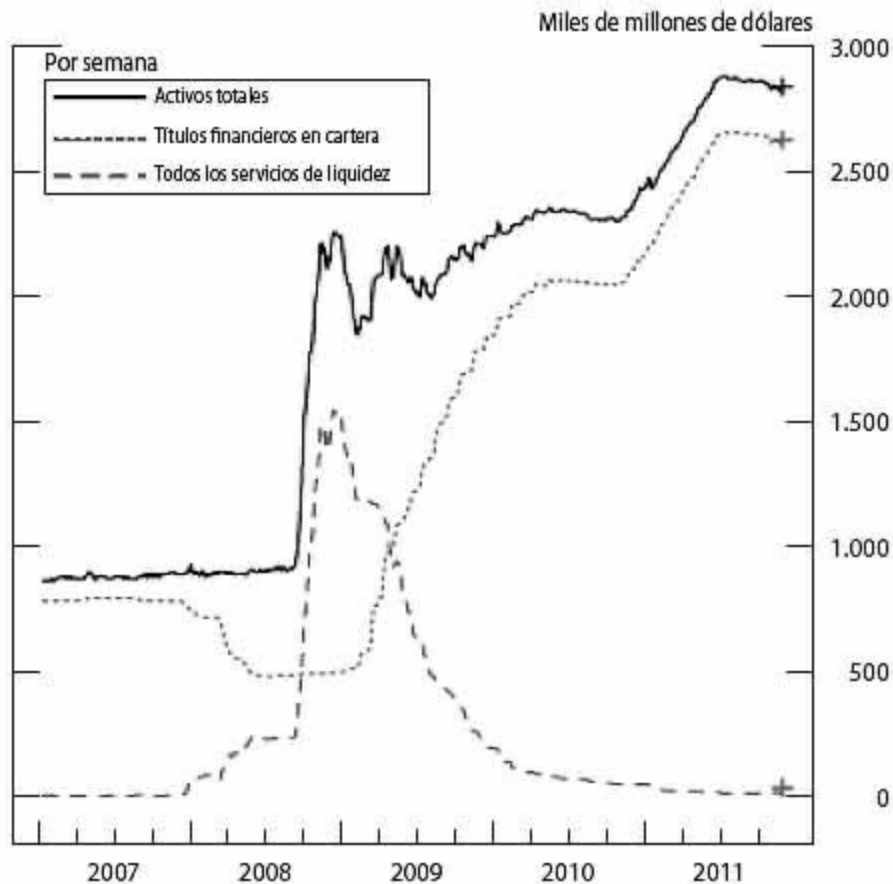
Créditos concedidos mediante servicios de liquidez de la Reserva Federal



Fuente: Sistema de la Reserva Federal, *Informe mensual sobre programas de crédito y liquidez y sobre el balance*, diciembre de 2011.

## GRÁFICO 14.2 El rostro cambiante de los activos de la Fed

Selección de activos de la Reserva Federal



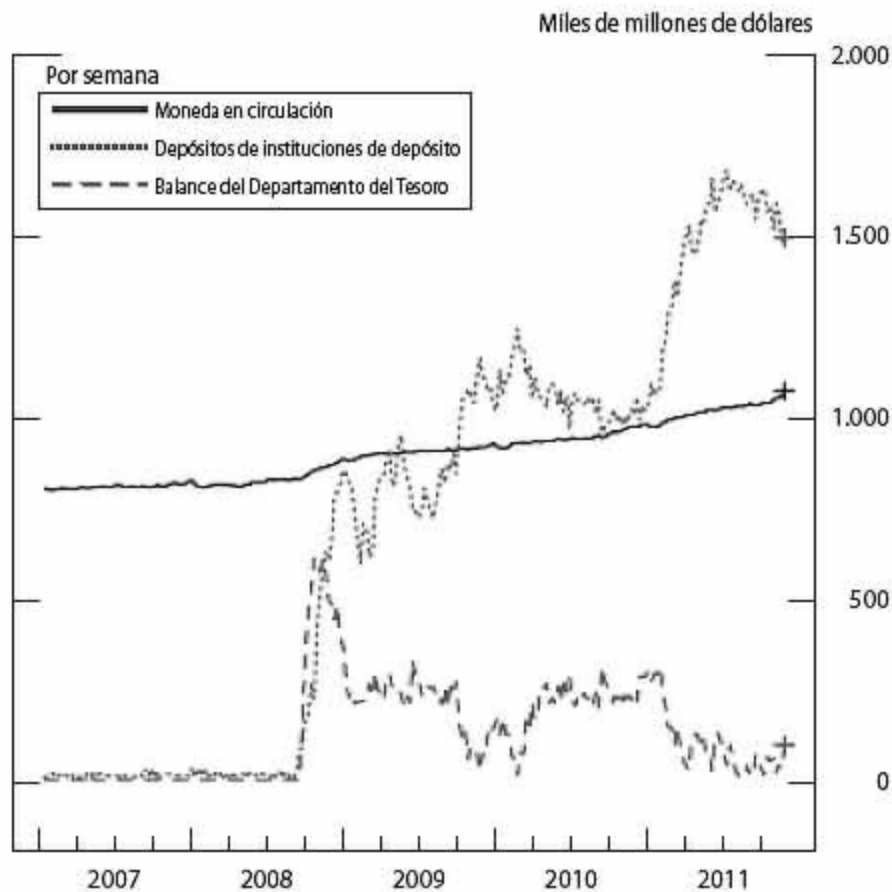
Fuente: Sistema de la Reserva Federal, *Informe mensual sobre programas de crédito y liquidez y sobre el balance*, diciembre de 2011.

Este gráfico muestra la premisa básica: los préstamos bajaron pero los títulos financieros subieron. También muestra que la Fed ni siquiera ha *empezado* a salir de este aspecto de su política monetaria no convencional: el enorme balance. Más bien al contrario, ya que en septiembre de 2012 anunció un nuevo programa de flexibilización financiera (QE3), por lo que puede decirse que en realidad aún está entrando.

*Una montaña de exceso de reservas*

Los balances deben estar siempre en equilibrio, por lo que cuando el total de *activos* de la Fed se disparó a las nubes, también lo hizo su *pasivo* total. El gráfico 14.3 muestra que prácticamente todo el crecimiento del pasivo de la Reserva Federal durante y después de la crisis procedía de «depósitos de instituciones de depósito» (la línea de puntos) o, en lenguaje más sencillo, de las *reservas de los bancos*.

GRÁFICO 14.3 Selección de pasivos de la Reserva Federal



Fuente: Sistema de la Reserva Federal, *Informe mensual sobre programas de crédito y liquidez y sobre el balance*, diciembre de 2011.

Normalmente, la Fed paga cualquier activo adquirido mediante la «emisión de moneda», esto es, creando nuevas reservas bancarias, que se depositan en las cuentas de los bancos vendedores. Una pequeña porción de

estas nuevas reservas representa el mínimo *requerido* por ley, y estas reservas obligatorias crecen en estricta proporción a las operaciones de depósito de los bancos, es decir, de forma bastante modesta.

Sin embargo, como demuestra claramente el gráfico 14.4, la abrumadora mayoría de la explosión de reservas bancarias desde septiembre de 2008 está constituida por *excedentes* de reservas (o lo que es lo mismo, por reservas *no requeridas*), depósitos que los bancos mantienen voluntariamente en la Fed aunque se encuentren allí guardados sin ser de ninguna utilidad. Los excedentes de reservas no conducen a una mayor oferta monetaria o a un mayor crédito bancario, y no proporcionan un gran rendimiento a los bancos. Como se puede ver en el gráfico, los depósitos de exceso de reservas fueron prácticamente cero desde enero de 2000 hasta el Día de Lehman, y ésta es la situación normal; en gran contraste, en 2011 alcanzaron la cifra de 1,6 *billones* de dólares. ¡Una diferencia nada desdeñable, desde luego! Una parte importante de la estrategia de salida final de la Fed tendría que ir dirigida a reducir estos excesos de reservas hasta situarse nuevamente en un nivel próximo a cero.<sup>98</sup> Parece una tarea ardua, y aún está pendiente de comenzar.

GRÁFICO 14.4 **Reservas totales, Reservas requeridas y exceso de reservas (en miles de millones de dólares)**

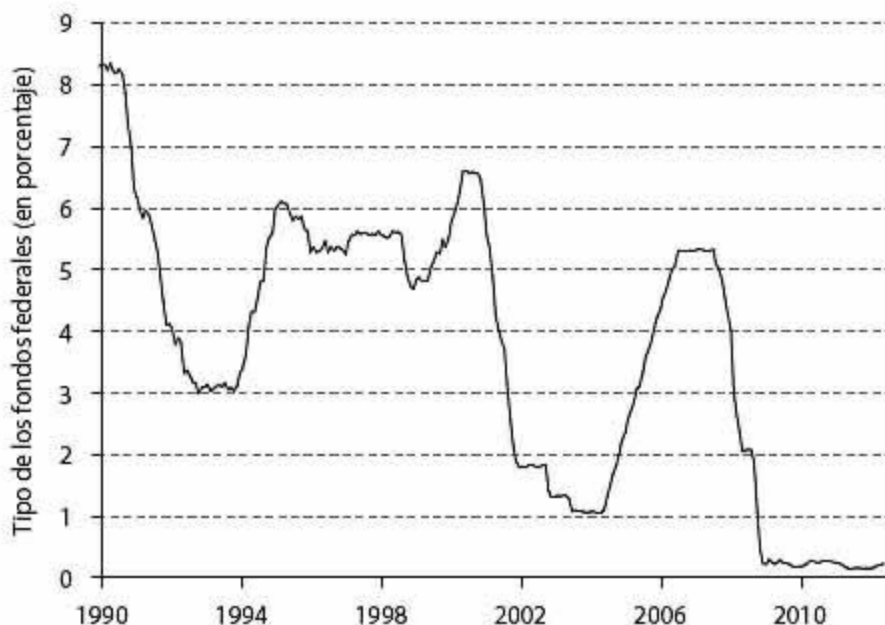


Fuente: Consejo de administración de la Reserva Federal, 2012.

## Los tipos de interés próximos a cero

Todo estadounidense que revise actualmente los tipos de interés de sus cuentas bancarias se percatará de que están en un nivel asombrosamente bajo, y ello se debe a que las políticas monetarias extraordinarias de la Reserva Federal han estado conteniendo desde 2008 el tipo de interés de los fondos federales en una horquilla entre cero y veinticinco puntos básicos. Decir que un tipo de interés tan bajo es inusual es un eufemismo. El gráfico 14.5 muestra la evolución del tipo de interés de estos fondos desde 1990 hasta 2012, en la que cabe destacar el tramo posterior a la quiebra de Lehman; exceptuando el período 2002-2004, hasta el Día de Lehman este tipo de interés no había bajado del 3 por ciento, y lo habitual es que fuese más elevado. La normalización de estos tipos de interés es probablemente la estrategia de salida más obvia de la Fed, y desde luego será la más obvia para toda la ciudadanía. Por ello, tendrá que llevarse a cabo con gran habilidad.

GRÁFICO 14.5 **Tipo de interés de los fondos federales desde 1990**



Fuente: Consejo de administración de la Reserva Federal, 2012.

## *Prosa para mirar al futuro*

La última política monetaria no convencional de la que la Fed logrará finalmente salir será la de la *política de la boca abierta*, concretamente, la forma en que comunicará a los mercados su intención de mantener los tipos de interés de los fondos federales a un nivel ultra bajo durante algún tiempo. Tal y como se acaba de destacar, este tipo de interés tocó fondo en niveles muy próximos a cero en diciembre de 2008, desde donde ya no puede caer más. Pero ¿cuánto tiempo permanecerá en esta horquilla de 0-25 puntos básicos?

Desde marzo de 2009 hasta agosto de 2011, el FOMC afirmó varias veces que los tipos de interés de los fondos federales permanecerían así reducidos «durante un largo período». En el mundo financiero, estas palabras llegaron a ser consideradas casi como las sagradas escrituras, aunque nadie sabía qué querían decir exactamente; los participantes de los mercados tan sólo podían realizar estimaciones. Entonces, durante su asamblea de agosto de 2011, el FOMC modificó la redacción de «largo período» y la reescribió como «al menos hasta mediados de 2013». Los mercados tenían una fecha, muy lejana, por cierto. Cuando se produjo este cambio en la prosa, la Fed aún estaba *entrando* y no *saliendo*, y claramente veía esta nueva redacción como un sucedáneo de política monetaria expansionista: *Amigos, todo llevará más tiempo del que pensasteis*.

La frase «al menos hasta mediados de 2013» fue duramente criticada, tanto dentro como fuera del FOMC, al considerarse que añadir una *fecha* al eventual ajuste de la Fed resultaba engañoso e incluso contraproducente, teniendo en cuenta que en realidad la salida dependía por completo de las *condiciones económicas*. Tal y como Charles Plosser, presidente del Banco de la Reserva Federal en Filadelfia, comunicó a *The Wall Street Journal*: «Es necesario que la política esté supeditada a la economía, no al calendario». Tenía toda la razón. Por ejemplo, ¿qué ocurriría si la Fed decidiera mantener los tipos de los fondos en niveles próximos a cero hasta bien entrado 2014, o incluso más allá? ¿No sería posible entonces que decir «al menos hasta

mediados de 2013» podría comprometer de forma tácita la política monetaria algo más de lo que la Fed esperaba? La respuesta de la Fed llegó rápidamente: sí, sería posible.

En su asamblea de enero de 2012, el FOMC revisó diversos aspectos de la naturaleza de sus comunicaciones, y sin embargo se mantuvo sorprendentemente firme en la afirmación «hasta mediados de 2013», en lugar de comprometerse simplemente «en función de la economía, no del calendario». Su declaración ponía de manifiesto que «es probable que las condiciones económicas [...] justifiquen y garanticen unos niveles de tipos de interés excepcionalmente bajos (*léase entre 0 y 25 puntos básicos*) al menos hasta finales de 2014». Esta prórroga de dieciocho meses constituía una prolongación tácita de la política monetaria, y los tipos de interés a largo plazo no tardaron en caer. Nuevamente la Fed, en lugar de salir, seguía entrando.

En aquella asamblea, la Fed también comenzó a publicar diversas predicciones de los miembros del FOMC sobre la forma en que el tipo de interés de los fondos federales iba a, o debería, evolucionar durante los tres años siguientes; asimismo, predijeron el PIB futuro, el desempleo futuro y las tasas de inflación futuras. Las opiniones sobre dónde se situaría este tipo de interés a finales de 2014 eran enormemente dispares, pues iban desde la horquilla de 0-25 puntos básicos que había prevalecido desde diciembre de 2008 (opción escogida por seis de los diecisiete miembros) hasta el 2,5 por ciento o más (cuatro miembros); incluso hubo dos miembros que afirmaron que la política de tipos de interés próximos a cero debería continuar hasta 2016. Parecía un grupo bastante desunido, y lo era.

## **El ritmo lo es todo**

Esto cubre el *qué* de la salida de la Fed. ¿Qué pasa con el *cuándo*? Si la Fed mantiene su política monetaria demasiado flexible durante demasiado tiempo podría causar una sobreestimulación de la economía, lo que a su vez conduciría a una mayor inflación. Teniendo en cuenta todo lo ocurrido, una economía floreciente no suena tan mal; pero el miedo a provocar

accidentalmente un incremento de la inflación ha atenazado a los halcones del FOMC desde 2009, por lo que desde entonces han reclamado insistentemente una salida más rápida.

La inquietud comienza con la auténtica montaña de exceso de reservas mostrada en el gráfico 14.4. Según el razonamiento de los halcones, a medida que las condiciones se van normalizando los bancos desean cada vez menos mantener tal exceso (no olvidemos que el nivel histórico se sitúa en torno a *cero*). Si la Fed permite la existencia de demasiadas reservas durante demasiado tiempo, los bancos comenzarán a prestar esos fondos en lugar de acumularlos, causando así un gran incremento en la oferta monetaria y el crédito bancario. Y eso, según nos han enseñado los economistas desde tiempo inmemorial, provocaría más inflación. En una metáfora de uso habitual, los halcones ven la enorme acumulación de reservas como peligrosa yesca que algún día puede arder con facilidad; por ello, les gustaría poder limpiar bien toda esa yesca antes de que a alguien se le caiga una cerilla encendida.

Pero también existe el peligro opuesto: ¿Qué pasa si la Fed endurece las condiciones demasiado pronto, antes de que la economía se encuentre lo suficientemente fuerte como para poder soportarlo? Esa posibilidad preocupa a las palomas. Una contención prematura de la política monetaria podría empujar a una economía aún débil de nuevo escaleras abajo, provocando un incremento del desempleo, y, por cierto, un *descenso* de la inflación. Parece, por tanto, que la estrategia de salida de la Fed no puede ser ni demasiado rápida ni demasiado lenta, sino estar *en su justa medida*. El problema es que la Fed es humana, y es casi imposible que escoja el ritmo exacto; lo más probable es que se equivoque en uno u otro sentido. Pero las magnitudes importan, y a menos que los miembros del FOMC sean negligentes en sus funciones, este error debería ser modesto. ¿Por qué? Porque deberían ser capaces de anticiparse a los problemas e ir realizando correcciones sobre la marcha.

Si la Reserva Federal empieza a salir demasiado tarde, como temen los halcones, y la economía comienza a calentarse, la Fed puede y *debe* acelerar el proceso de salida; puede que no a la velocidad necesaria, por lo que se alcanzaría una inflación de, pongamos por caso, el 3 por ciento o incluso el 4



por ciento en lugar del 2 por ciento —que es el objetivo previsto por la Fed —, pero un porcentaje mucho mayor que ese implicaría una incompetencia supina. Por otro lado, si la Fed comienza a salir de forma prematura y la economía empieza a patinar de nuevo —que es el peligro que las palomas desean evitar— la Fed puede y *debe* ralentizar su salida; en ese caso, puede que la inflación descienda hasta el 1 por ciento o incluso el 0 por ciento, en lugar del 2 por ciento, pero una *deflación* sería parece muy improbable a menos que la Fed sucumba al frenesí militante de los halcones. En resumen, el riesgo de salir tanto demasiado tarde como demasiado pronto quedará limitado por la bien documentada *inercia* que caracteriza la inflación estadounidense. A diferencia de lo que ocurre, por ejemplo, con los valores bursátiles, es muy raro que la inflación *subyacente* ascienda como un cohete o caiga como una piedra; <sup>99</sup> por el contrario, suele aumentar y disminuir de forma gradual, concediendo a los responsables políticos tiempo más que suficiente para reaccionar.

Muy bien. Pero ¿cuál de estos dos posibles malos resultados preocupa más a los mercados financieros? Pues *ninguno de ellos*. Si se compara el tipo de interés *nominal* asociado a las Notas del Tesoro estándar a diez años con el tipo de interés *real* asociado a los Títulos del Tesoro protegidos contra la inflación (TIPS) también a diez años, se puede realizar una estimación de la inflación esperada por el mercado durante esos mismos diez años, tal y como se explica en el recuadro adjunto.

#### TIPOS NOMINALES, TIPOS REALES E INFLACIÓN ESPERADA

Los tipos de interés citados por los bancos, la prensa, etc. son siempre *nominales*, es decir, aquellos a los que se puede convertir *dólares* de hoy en *dólares* de algún momento del futuro. Por ejemplo, si el tipo nominal de un bono a dos años es del 2 por ciento anual, y se invierten 1.000 dólares hoy, al término de los dos años se tendrán  $(1,02)^2 \times 1.000$  dólares, o 1.040, 4 dólares, un incremento en *dólares* de aproximadamente el 4 por ciento.

Pero ¿qué hay de la *capacidad de compra* de esos dólares? Ésa es la pregunta que el tipo de interés *real* está diseñado para responder. Si, siguiendo con el ejemplo, la tasa de inflación es también del 2 por ciento anual, la ganancia en capacidad de

compra será de exactamente cero: se habrá ganado un 4 por ciento más de dólares, pero los productos a comprar costarán también un 4 por ciento más. En este caso, por tanto, el tipo de interés *real* es cero.

Esta simple noción puede generalizarse: el tipo de interés real de cualquier período es el tipo de interés nominal *menos* la tasa de inflación esperada durante ese mismo período.

$$\text{Tipo de interés real} = \text{Tipo de interés nominal} - \text{Tasa de inflación esperada}$$

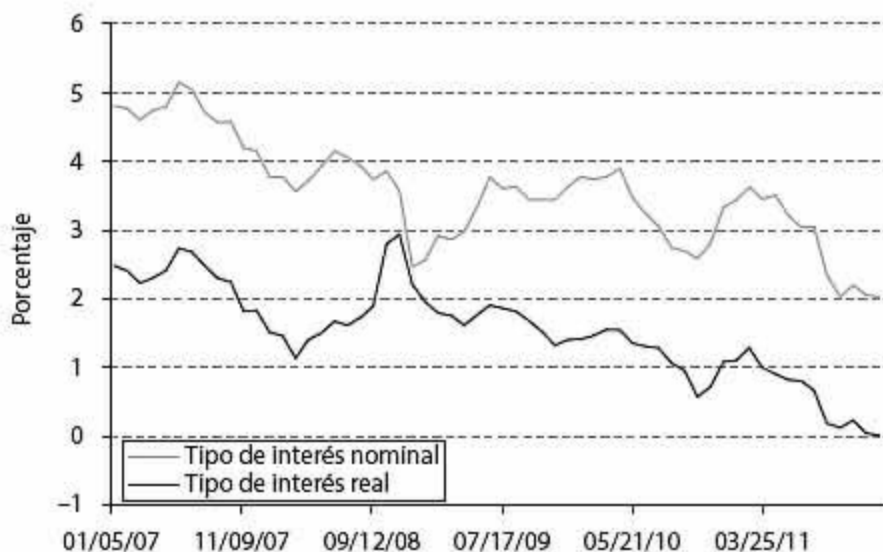
Ahora, una simple operación aritmética. Si se traslada la tasa de inflación esperada a la parte izquierda de la ecuación y el tipo de interés real a la derecha, se obtiene:

$$\text{Tasa de inflación esperada} = \text{Tipo de interés nominal} - \text{Tipo de interés real}$$

Éste es un método muy sencillo para calcular la inflación esperada. Si se logra encontrar en el mercado unos bonos nominales y otros bonos reales (indexados) con exactamente el mismo riesgo y madurez, basta con sustraer sus tipos de interés para averiguar la tasa de inflación esperada por el mercado durante ese período. Dado que el Departamento del Tesoro de Estados Unidos pide prestado utilizando habitualmente estas dos formas, los participantes del mercado llevan a cabo esta estimación cada minuto de cada día laborable.

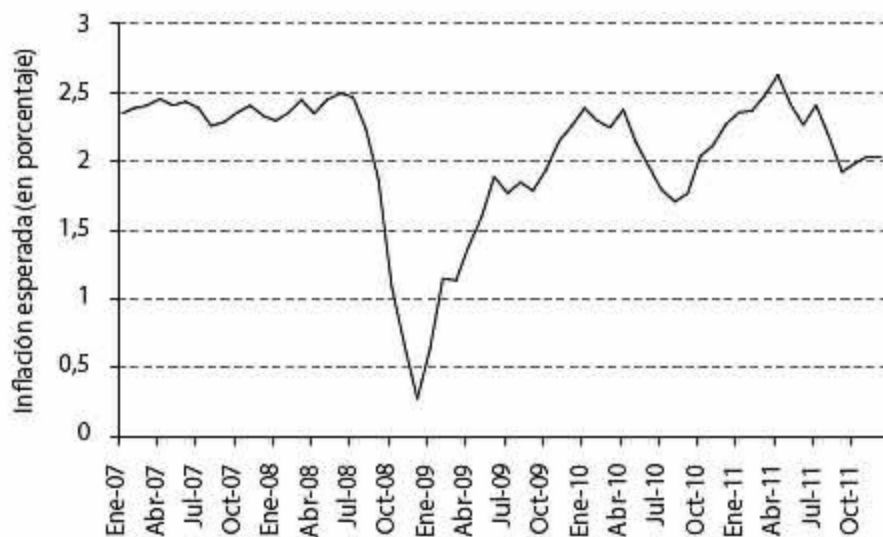
Observemos ahora los siguientes gráficos. Por un lado, el gráfico 14.6 muestra la evolución entre 2007 y 2011 de los tipos de interés nominal (línea de arriba) y real (línea de abajo) de los bonos del gobierno estadounidense; la distancia vertical entre ambas líneas es la estimación de la tasa de inflación esperada por el mercado para la próxima década. Por otro, con el fin de que se aprecie de forma más clara, el gráfico 14.7 *realiza la resta* entre el tipo nominal y el real, mostrando explícitamente la mencionada distancia vertical entre las dos líneas del gráfico 14.6, o lo que es lo mismo, la tasa de inflación que el mercado espera que prevalezca.

**GRÁFICO 14.6 Tipos de interés nominal y real, 2007-2011**



Fuente: Consejo de administración de la Reserva Federal, 2012.

**GRÁFICO 14.7 Estimación de la inflación esperada por el mercado, 2007-2011**



Como se puede ver en este último gráfico, en este período de cuatro años únicamente se produjo un movimiento realmente destacable, y éste tuvo lugar durante los peores meses de la crisis financiera: una aguda caída en las expectativas inflacionistas a finales de 2008 y su rápida recuperación a comienzos de 2009; aparte de eso, la inflación esperada se mantuvo siempre

entre el 1,5 y el 2,5 por ciento. Está claro que el mercado espera que la inflación se sitúe siempre a un tiro de piedra del objetivo del 2 por ciento fijado por la Fed.

## ¿Dónde está la puerta?

Desde la primavera de 2009, algunos de los miembros de la línea más dura del FOMC ya estaban buscando la puerta de salida. En retrospectiva, y tal vez incluso en prospectiva, tal comportamiento fue asombrosamente prematuro, pues lo peor de la crisis financiera estaba aún dando sus últimos coletazos, la economía aún se estaba contrayendo y la flexibilización cuantitativa —uno de los apartados principales de la estrategia de *entrada* de la Fed— había comenzado apenas seis meses antes, en noviembre de 2008. Sin embargo, en julio de 2009, el presidente Ben Bernanke ya estaba esbozando ante el Congreso la estrategia de salida de la Fed, afirmando que «es importante garantizar a los ciudadanos y a los mercados que las medidas políticas extraordinarias que hemos tomado como respuesta a la crisis financiera y a la recesión pueden ser retiradas de forma adecuada y progresiva a medida que vaya siendo necesario, evitando así el riesgo de que los estímulos políticos puedan conducir a un futuro aumento de la inflación». Como aspectos clave de esa estrategia de salida, mencionó explícitamente:

- la automática eliminación de los servicios de préstamo extraordinarios de la Fed;
- la extinción de las reservas bancarias mediante la venta de títulos financieros de su cartera, y
- el aumento del tipo de interés pagado por la Fed por el exceso de reservas (que destacó como «tal vez la herramienta más importante»).

El primero de estos tres aspectos ya se ha mencionado; supuestamente, iría sucediendo de forma automática, y así ha sido. El segundo constituye la clase de acción que la Fed ha llevado a cabo sin pausa durante generaciones. El tercero era una novedad.

Durante la crisis, el Congreso concedió a la Fed la autoridad para pagar un interés por las reservas bancarias, así como para fijar el tipo aplicable. Bernanke argumentó que una vez que comenzase el proceso de salida, la Fed podría persuadir a los bancos para que se librasen de su exceso de reservas de forma más progresiva ofreciéndoles un tipo de interés más alto; de este modo, lograría envolver parte de la inflamable yesca con una especie de manta protectora aislante e incombustible. Unos meses más tarde, elaborando un poco más este punto, el propio Bernanke observó que aunque la Fed tiene «dos métodos principales para ajustar la política monetaria en los momentos adecuados (el pago de intereses sobre reservas en balance y la puesta en práctica de diversas acciones reductoras del exceso de reservas)», probablemente «se usaría una combinación de ambos».

Por supuesto, el presidente de la Reserva Federal no hizo la más mínima alusión a las *fechas* de salida, ni tampoco a qué hechos desencadenarían tal salida; pero desde luego sugirió que tenía un plan en mente y que estaba esperando el momento apropiado para ponerlo en práctica. Un interesante interrogante histórico, que puede que Bernanke no responda nunca, es si realmente sintió la necesidad de tener preparado un plan de salida tan pronto como a mediados de 2009, o simplemente intentaba aplacar a los halcones de la Fed, que se morían por salir.

## **La salida se convierte en reentrada**

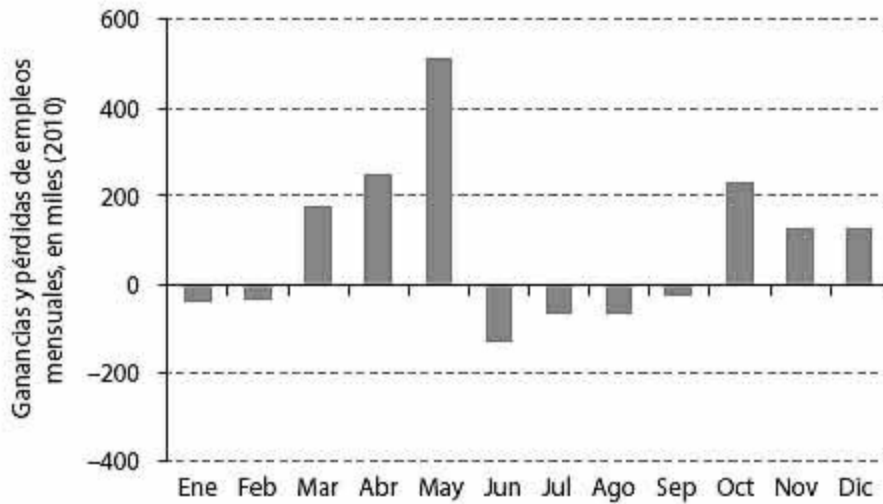
Tanto Bernanke como los halcones aún están esperando. Desde julio de 2009 la mayor parte de la atención de la Fed se ha centrado en si conviene «salir» más, y en tal caso cómo llevarlo a cabo. ¿Por qué? Porque las réplicas sísmicas aún no habían terminado, y a la Fed le preocupaba que volviese a ocurrir otro terremoto. El primer temblor vino de Grecia, ¿o tal vez no?

A finales de 2009 y principios de 2010 la economía de Estados Unidos estaba empezando a mostrar signos claros de estar reviviendo: el PIB real creció a una tasa del 4 por ciento anual durante el primer trimestre de 2009 y la tasa de creación de empleo con nómina aumentó con fuerza hasta alcanzar un promedio de 315.000 nuevos puestos de trabajo al mes durante el período

marzo-mayo de 2010, llegando incluso a alcanzar la asombrosa cifra de 516.000 a finales de mayo. Aunque estas cifras estaban infladas por la contratación por parte del gobierno de 500.000 trabajadores temporales para elaborar el Censo de 2010 (con un máximo precisamente en mayo), la economía parecía estar alcanzando la «velocidad de escape».

Sin embargo, durante los cuatro meses posteriores a la explosión de contrataciones provocada por el mencionado Censo de 2010, el crecimiento del PIB cayó hasta un modesto promedio del 2,4 por ciento. La situación se torció de mala manera en aquella primavera, y, como muestra el gráfico 14.8, el cambio fue sorprendentemente abrupto. ¿Qué fue lo que ocurrió? Por su coincidencia en el tiempo, las sospechas recaen sobre Grecia. ¿Fue sólo una coincidencia?

GRÁFICO 14.8 El suelo se desploma otra vez



El hecho de que Grecia tuviera un serio problema de déficit y deuda no era ya ningún secreto en 2009 y principios de 2010. Sin embargo, los mercados no parecieron estar excesivamente preocupados por el tema hasta finales de marzo de 2010, momento en el que, como suele ser habitual, pasaron a estar obsesionados con él, reaccionando con violencia como si alguien hubiese gritado «¡Fuego!» en un teatro abarrotado. A todo ello le siguió una serie de promesas relativas a la autoridad fiscal del gobierno griego (rápidamente incumplidas) y a la ayuda internacional procedente de la

Unión Europea y del FMI. Sin embargo, el pánico ya estaba en marcha: el tipo de interés de los bonos gubernamentales griegos a diez años se disparó desde el 6 por ciento a finales de marzo hasta más del 12 por ciento a principios de mayo, multiplicándose por dos en apenas seis semanas. Resulta difícil contener semejante tsunami.

Unos tipos de interés del 12 por ciento cuando la inflación se mantiene en torno al 2 por ciento resultan devastadores, por lo que se plantearon serias dudas sobre la viabilidad financiera de Grecia. ¿Acaso podía un país europeo avanzado, nada menos que la cuna de la civilización occidental, llegar realmente a quebrar por sus deudas? Impensable. ¿O no lo era? Y dado que Grecia compartía el euro con otros dieciséis países más, los mercados no tardaron en empezar a vigilar con recelo otros países de la Eurozona también fuertemente endeudados, especialmente Portugal e Irlanda.<sup>100</sup>

Dicho esto, resulta difícil concebir cómo la crisis de deuda soberana *en Grecia* podía haber provocado la fuerte disminución de las contrataciones *en Estados Unidos* mostrada en el gráfico 14.8. Después de todo, el miedo a la recesión de Grecia, con un PIB aproximadamente equivalente al del estado de Minnesota, no tenía la potencia suficiente como para precipitar una recesión en Estados Unidos. Aunque el gobierno estadounidense se enfrentaba a un enorme déficit fiscal, similar al de Grecia, el alboroto financiero existente en Atenas provocaba un nerviosismo que hacía que el dinero huyese en masa *hacia* Estados Unidos, y no *desde*. Por ello, los tipos de interés de los títulos financieros del Departamento del Tesoro de Estados Unidos acabaron cayendo, y el dólar aumentó su cotización; si a los inversores internacionales les hubiese preocupado que la deuda griega pudiese presagiar problemas para los estadounidenses, los tipos del Tesoro habrían aumentado, y la cotización del dólar habría caído. Aunque el contagio financiero afligió claramente a Portugal e Irlanda, no llegó a cruzar el Atlántico, sino que por el contrario Estados Unidos resultó ser un refugio seguro para el aterrorizado capital.

Aun así, la coincidencia en el tiempo es sorprendentemente llamativa, pues la economía de Estados Unidos redujo una marcha *casi inmediatamente* después de que tuviese lugar el surgimiento del pánico financiero en Grecia. Por supuesto, había otros acontecimientos que se estaban desarrollando al mismo tiempo: el programa de compra de activos QE1 de la Fed estaba en su

recta final, y el proyecto de ley sobre reforma sanitaria de la Administración Obama se convirtió en Ley el 30 de marzo; y también comenzó la temporada de béisbol. Sin embargo, no resulta nada fácil culpar a cualquiera de estos eventos, o a cualquier otro, por la brusca desaceleración de la economía de Estados Unidos, a menos que el desastre financiero griego (y el portugués y el irlandés) despertase miedos latentes a caer de nuevo en recesión, que asustaron a los posibles empleadores. En cualquier caso, lo que pasó, pasó, y como corolario, la Reserva Federal dejó de hablar de una posible salida. La pregunta estrella en las reuniones del FOMC pasó a ser la siguiente: «¿Qué más podemos hacer para estimular el crecimiento?».

Bueno, en realidad no fue exactamente así. Ésa era sin duda la visión del presidente Bernanke y de la mayor parte del FOMC, pero como de costumbre los halcones del comité se mostraron escépticos. El halcón con voto de mayor envergadura política era Thomas Hoenig, por entonces presidente del Banco de la Reserva Federal en Kansas City (y actualmente uno de los directores de la FDIC), que mostró su permanente desacuerdo en todas y cada una de las asambleas de 2010 —estableciendo con ello un nuevo récord en el FOMC— y expresó claramente su preocupación por la yesca inflacionista y la conveniencia del compromiso de la Fed de mantener los tipos de interés próximos a cero durante «un período prolongado». También fuera de la Fed existía el mismo debate entre halcones y palomas, en el que los críticos más duros con la Reserva Federal exigían la salida inmediata y los más indulgentes incitaban a la Fed a profundizar sus acciones expansivas. No obstante, a medida que la economía se fue ralentizando tras la debacle griega, los halcones del FOMC fueron perdiendo gradualmente el debate interno, cediendo terreno ante Bernanke y las palomas. En su asamblea de 2010, el FOMC ya anunció lo que se conocería como QE2, un programa de compra a gran escala de títulos financieros del Tesoro a largo plazo, diseñado para provocar la caída de los tipos de interés también a largo plazo.

La QE2 provocó una tormenta de protestas, la mayoría de ellas procedentes de la derecha política (recordatorio irónico: ¡Ben Bernanke es un republicano que ha llegado a describir sus propias opiniones políticas como libertarias!), pero algunas llegaron del seno del propio FOMC. Puede que la crítica más sorprendente fuera la uno de los directores de la Fed, Kevin



Warsh, el joven designado por Bush que había sido uno de los leales confidentes de Bernanke durante los oscuros tiempos de 2008: el 3 de noviembre, Warsh votó a favor de la QE2 en la asamblea del FOMC, pero sólo cinco días más tarde *The Wall Street Journal* publicó una columna de opinión suya en la que discrepaba de la aprobación de dicha QE2. Yo mismo me quedé estupefacto cuando abrí el mencionado periódico aquella mañana. ¡Al parecer en cinco días habían cambiado muchas cosas! Warsh advertía de que una «mayor presencia de la Fed en el mercado de títulos financieros del Tesoro a largo plazo supone riesgos considerables que deben ser controlados. [...] Una política monetaria responsable [...] requiere atención no sólo sobre sus condiciones macroeconómicas a corto plazo, sino también sobre los riesgos asociados con efectos a largo plazo». Es probable que, al leer esta columna, a Bernanke le viniese a la mente la famosa frase de «¿Tú también, Bruto?».

Sin embargo, a pesar del incesante clamor para lograr su rápida eliminación, la QE2 completó la totalidad de sus funciones previstas en junio de 2011, y hasta ese momento la Fed había adquirido unos 600.000 millones de dólares en títulos financieros del Tesoro, la mayoría con plazos de entre tres y diez años, por lo que su balance aumentó en lugar de disminuir. Parece ser que la QE2 cumplió sus objetivos con unos modestos efectos negativos sobre los tipos de interés a medio y largo plazo, aunque más pequeños que los causados por la QE1. La Fed estaba regresando a la artillería ligera. ¿Quedaba algo en su arsenal? Mejor dicho, ¿quedaba algo *en lo que el dividido FOMC pudiera ponerse de acuerdo*? Desde luego, había otras opciones, como por ejemplo mi propia propuesta de que la Fed recortase el tipo de interés pagado por los excesos de reservas y basase las QE en títulos financieros distintos de los ofrecidos por el Tesoro.

## **La fragmentada Fed**

Grecia volvió a las andadas entre abril y julio de 2011: de nuevo bajo la presión de malas noticias presupuestarias (los objetivos de reducción de déficit no se lograron alcanzar) y de su alicaída economía (que dificultaba en

gran medida el cumplimiento de los mencionados objetivos), los tipos de interés de la deuda soberana griega volvieron a aumentar con fuerza; para los bonos a diez años, por ejemplo, pasaron del 12,7 por ciento a principios de abril a aproximadamente el 17,8 por ciento a mediados de junio, y a mediados de agosto eran más altos todavía.

Como si siguiese sus pasos, casi al mismo tiempo la economía de Estados Unidos se tambaleó nuevamente: durante los tres primeros trimestres de 2011, el PIB creció un irrisorio 1,3 por ciento, y la situación económica general volvió a suspender sus exámenes. Esta evolución adversa reforzó la posición de las palomas del FOMC, lideradas por la vicepresidenta Janet Yellen, y por los presidentes de los bancos de la Reserva Federal en Nueva York (Bill Dudley), Boston (Eric Rosengren) y Chicago (Charles Evans). Además, lo lógico es que una economía tan débil silenciase a los halcones. Pero no lo hizo.

Por el contrario, un trío de presidentes de otros bancos de la Fed — Richard Fisher, de Dallas, Narayana Kocherlakota, de Minneapolis, y Charles Plosser, de Filadelfia— discrepó abierta y sonoramente en agosto, cuando el FOMC decidió reemplazar su «período prolongado» por el mencionado compromiso de mantener inalterados los tipos de interés de los fondos federales «al menos hasta mediados de 2013». Su oposición causó cierta sorpresa, ya que en un organismo habitualmente tan consensuado como el FOMC, tres abstenciones en una única asamblea eran toda una novedad. Lo cierto es que los disidentes tenían su parte de razón: las condiciones económicas deberían estar por encima del calendario; pero votar en contra de la *redacción*, en lugar de contra la *acción* política, es algo bastante inusual.

La reentrada del FOMC aún no había acabado. En septiembre de 2011, con la economía renqueante, las palomas en ascenso y el trío de halcones aún objetando, la Fed anunció que se embarcaría en lo que los medios de comunicación denominaron Operación Twist. El objetivo de esta operación era el mismo que el de la QE2: reducir los tipos de interés a largo plazo, en esta ocasión mediante la *compra* de bonos a largo plazo (al igual que la QE2) y la *venta* simultánea de bonos a corto plazo (al contrario de la QE2).

La Operación Twist podría considerarse una especie de compromiso. Por un lado, a diferencia de la QE1 y la QE2, no aumentaba el balance de la Reserva Federal, que era el principal temor de los halcones obsesionados por la inflación tanto dentro como fuera de la Fed; por esta razón, principalmente, la Operación Twist era un estímulo más débil que la QE2. Por otro, presumiblemente era mejor medicina que directamente no hacer nada. Si la operación tenía éxito en su labor reductora de los tipos de interés a largo plazo del Tesoro, probablemente también se reducirían los tipos de interés a largo plazo de los préstamos privados. Fisher, Kocherlakota y Plosser mostraron su desacuerdo con la puesta en marcha en septiembre de la Operación Twist; el habitualmente bien avenido FOMC se estaba volviendo irritable.

En la siguiente asamblea, en noviembre, la situación empeoró. Curiosamente, los tres mencionados halcones no repitieron sus votos en contra de la operación, pero el panorama se oscureció aún más cuando el también mencionado Charles Evans, de Chicago, que durante meses había apoyado una medicina más fuerte y expansiva, de repente se pasó del bando de las palomas al de las discrepancias. El presidente Bernanke pasó así a enfrentarse a un espectáculo casi sin precedentes: le llegaban discrepancias de ambos lados del espectro económico.

Y mientras en la Reserva Federal se desarrollaba el equivalente a una guerra civil, ¿qué ocurría con la inflación esperada, el supuesto miedo de los halcones? El gráfico 14.7 ya ha respondido a esta pregunta: medida como la diferencia entre los tipos de interés nominal y real sobre Bonos del Tesoro a diez años, la inflación esperada era del 2,3 por ciento a finales de 2010, aumentó hasta un máximo del 2,6 por ciento, cayó hasta el 1,8 por ciento durante 2011 y cerró ese año en el 2 por ciento. Puede que los halcones tuviesen miedo a la inflación, pero desde luego los mercados no lo tenían.

**¿Es la política monetaria no convencional la nueva norma?**

A la Fed se le agotó la munición de políticas monetarias *convencionales* el 16 de diciembre de 2008, el día en que redujo el tipo de interés de los fondos federales hasta prácticamente cero. Desde ese preciso momento, básicamente se le presentaban dos posibilidades: por un lado, podía desentenderse de todo el asunto, dejando la recuperación económica en manos de las autoridades fiscales y de la capacidad de regeneración natural de la propia economía, pero Bernanke no estaba dispuesto a tomar esa ruta, pues años antes había prometido que la pasividad de la Reserva Federal nunca más sería la causa de otra depresión; alternativamente, el FOMC podía recurrir a sustitutos en forma de políticas monetarias *no convencionales* como la flexibilización cuantitativa y los compromisos verbales, y, por supuesto, fue exactamente lo que hizo, y aún sigue haciendo en la actualidad. La salida no se ve por ninguna parte.

La situación más probable durante los próximos uno o dos años es que el desempleo permanezca muy por encima del objetivo de la Fed del 5,6 por ciento, que la inflación permanezca al nivel o por debajo del correspondiente objetivo del 2 por ciento, y que los tipos de interés nominal permanezcan extremadamente bajos. Si esta perspectiva se cumple, la Fed tendrá que seguir empleando las políticas monetarias no convencionales (UMP) durante varios años más. Incluso cuando las cosas vuelvan a la normalidad, lo más seguro es que la inflación permanezca entre el 1 y el 2 por ciento, no entre el 4 y el 5 por ciento, y en esa clase de entorno cualquier acontecimiento imprevisto tendrá muchas más probabilidades de reducir hasta casi cero los tipos sobre fondos federales en el futuro que en el pasado, por lo que nuevamente se requerirán UMP. Recordemos algunas de ellas:

En este capítulo se ha discutido ampliamente sobre dos tipos de UMP, puesto que la Fed las ha puesto en práctica una y otra vez: una es el uso de compromisos verbales que mantengan bajo el tipo de interés de los fondos de la Fed durante «un período prolongado» o «al menos hasta finales de 2014», o hasta que se alcancen ciertos objetivos provisionales sobre inflación y desempleo; la otra es la realización de compras de activos a gran escala, como los casos de la QE1, la QE2 y la Operación Twist. Es muy posible que durante los próximos años la Fed ponga en marcha en más ocasiones ambas UMP, tal y como hizo en septiembre de 2012.

Pero también existen otras opciones, y si la economía vuelve a flaquear, puede que también las veamos. Como norma, los responsables de los bancos centrales suelen desdeñar estas otras opciones, porque se alejan mucho del camino ordinario (de hecho, tampoco son muy amigos de los compromisos verbales a largo plazo o de la compra de activos a gran escala, las dos UMP ya empleadas por la Fed); sin embargo, dada la situación actual de las economías de Estados Unidos, Europa y Japón, puede que las políticas sigan siendo no convencionales durante algún tiempo más. Como ya se ha mencionado, la Fed puede:

- *Fijar uno o varios precios para los bonos*: en lugar de comprar una determinada cantidad de bonos en dólares, como es habitual en un programa QE, la Fed podría comprometerse a comprar cuantos bonos sean necesarios para reducir los correspondientes tipos de interés hasta los niveles objetivo. *Ejemplo*: la Fed podría comprar los Bonos del Tesoro a diez años necesarios para reducir su rendimiento hasta el 1,5 por ciento.
- *Reducir el tipo de interés abonado por los excesos de reservas*: en vez de incitar a los bancos a que conserven las reservas ociosas pagándoles por ello, la Fed podría no pagarles nada o incluso cobrarles una pequeña tasa para animarles a que hiciesen algo más útil con su dinero. *Ejemplo*: la Fed podría *cobrar* a los bancos un recargo de 25 puntos básicos en lugar de *pagárselo*.

## **¿Acaso estamos esperando a Godot?**

Godot se tomó su tiempo, y puede que la Fed también tenga que esperar mucho tiempo antes de encontrar su oportunidad para salir.

En 2012 la economía de Estados Unidos se limitó a avanzar a un ritmo lento y penoso. En enero, la Reserva Federal comenzó una nueva ronda de experimentos con una clase diferente de compromisos verbales: la publicación de los pronósticos de su propio comportamiento, pronósticos que incluían predicciones ampliamente divulgadas por los miembros del FOMC

sobre cuándo comenzaría la salida de la situación de tipos de interés próximos a cero. Posteriormente, en septiembre, prorrogó su compromiso de tipos de interés ultra bajos «al menos hasta mediados de 2015» y sorprendió a los mercados al convertir a la QE3 en un compromiso abierto para comprar títulos financieros hipotecarios a un ritmo de 40.000 millones de dólares al mes.

En el momento en que este libro es enviado a la imprenta, aún no existen demasiadas señales que indiquen que haya una salida a la vista, y de hecho muy poca gente reclama ya su búsqueda. El momento de la salida de la Reserva Federal llegará algún día, pero aún no ha llegado.

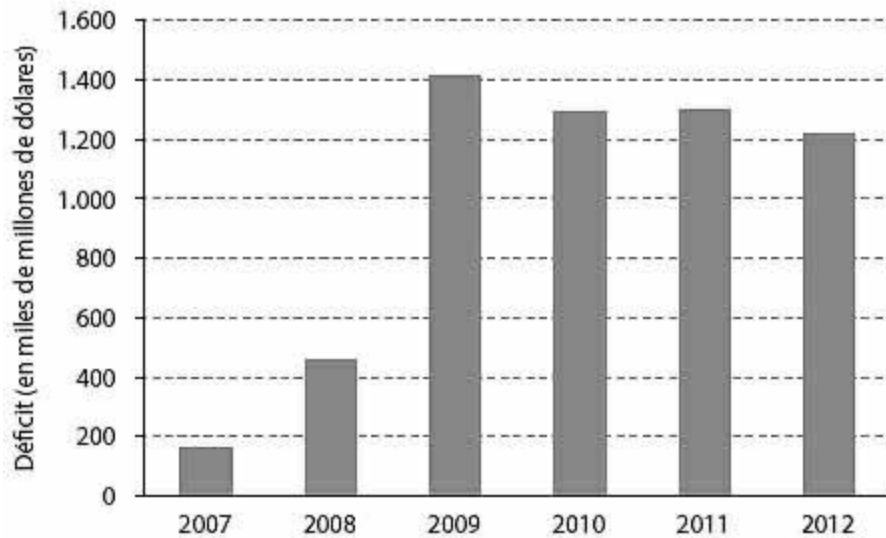
## En busca de una salida fiscal

Cuanto más cambian las cosas, más se quedan igual.

Viejo proverbio francés

Los estadounidenses nos solemos endeudar con entusiasmo, pero no soportamos que nuestro gobierno haga lo mismo; o al menos, eso dicen las encuestas. Uno de los legados más destacados y más odiados de la Gran Recesión fue el espectacular aumento del déficit presupuestario federal, ilustrado en el gráfico 15.1: el déficit se disparó desde los 161.000 millones de dólares en el año fiscal 2007, cifra comparativamente benigna, hasta unos descomunales 459.000 millones en el año fiscal 2008, el mayor déficit jamás registrado, y finalmente hasta unos alucinantes 1,41 billones en el año fiscal 2009. Esta última cifra suponía «sólo» el 10 por ciento del gigantesco PIB de Estados Unidos, pero lo cierto es que superaba el PIB total de cada uno del resto de los países del mundo excepto ocho. Y el gráfico muestra que durante los años 2010-2012 este déficit no se redujo mucho: en sólo esos cuatro años fiscales, el déficit acumulado superó los 5 billones de dólares, cifra comparable al total de deuda pública acumulada *fuera* del propio gobierno, que era de sólo 5,3 billones de dólares a finales del año fiscal 2008.

GRÁFICO 15.1 **La explosión del déficit federal**



Cifras como éstas, mucho más elevadas de lo que nadie podía soñar, dejan a cualquiera con los ojos como platos; decir que llamaron la atención de la gente sería un descomunal eufemismo. Los halcones del déficit ya se habían levantado en armas contra él en los oscuros tiempos de 2009, cuando la economía se debatía por evitar la Gran Depresión II y se necesitaba desesperadamente un *estímulo* fiscal; pero a medida que la economía comenzó a remontar lenta y entrecortadamente, el déficit empezó a convertirse en una obsesión nacional.

Antes que nada, mis disculpas por anticipado. Los presupuestos tienen muchos números, y es virtualmente imposible explicar su desarrollo sin echar mano de muchos, aunque resulten aburridos. Para minimizar el dolor, en este capítulo intentaré mantener la cantidad de números en un mínimo imprescindible, ofreciendo en su lugar una serie de gráficos, y confiando en que cada uno de ellos valga más que mil números.

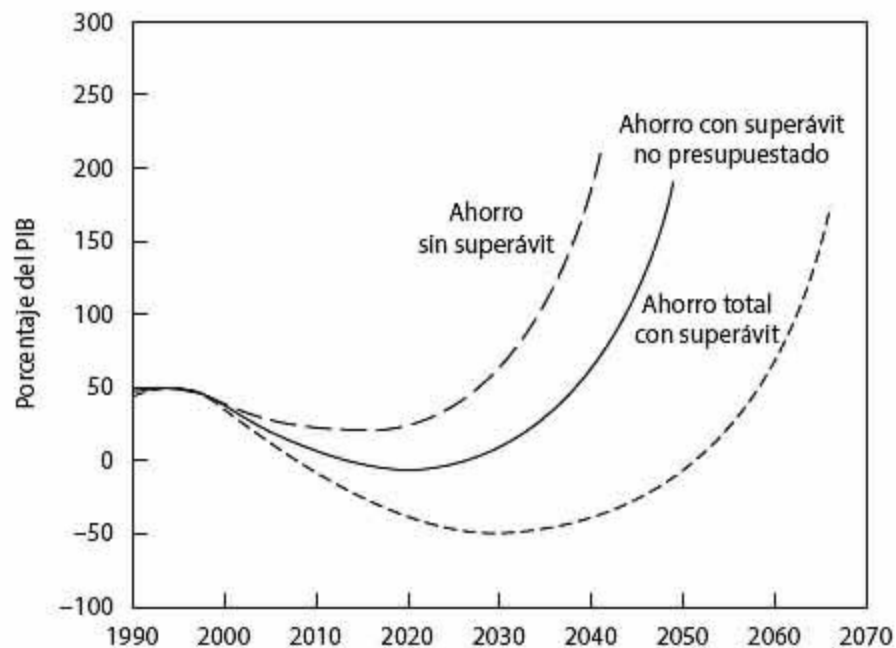
## ¿Cómo nos metimos en este lío? Parte I

La respuesta es sorprendentemente simple. En el momento en que Bill Clinton entregaba las llaves de la Casa Blanca a George W. Bush, el gobierno federal tenía ante sí un *superávit* presupuestario que se extendía «hasta donde



alcanza la vista», según la expresión del momento. Aquellos eran los buenos tiempos, en los que incluso se hablaba de que el gobierno podría llegar a saldar la totalidad de la deuda nacional —para gran preocupación de una autoridad de la talla de Alan Greenspan, el entonces presidente de la Reserva Federal—, tras lo cual el superávit continuado obligaría a empezar a comprar activos privados. Greenspan consideraba esta perspectiva políticamente imprudente, si no directamente peligrosa, y apremiaba con insistencia al Congreso para que evitase que esto llegase a suceder, presumiblemente mediante la aprobación de los recortes fiscales de 2001. Su tácito respaldo a la controvertida política del presidente Bush enfurecía a muchos demócratas, que le consideraban un falaz adulator que intentaba hacer la pelota al nuevo presidente.

**GRÁFICO 15.2 Los buenos tiempos (estimaciones de la deuda nacional realizadas por la CBO en octubre de 2000)**



¿Era legítima la preocupación de Greenspan? El gráfico 15.2, extraído de un informe elaborado por la Oficina Presupuestaria del Congreso en octubre de 2000, muestra la clase de proyecciones excesivamente optimistas que por entonces mucha gente se tomaba en serio. En él pueden verse tres

proyecciones a largo plazo diferentes, pero en este caso las diferencias entre las tres las pasaremos por alto y nos fijaremos en las similitudes: las tres ilustran una notable caída a corto plazo de la deuda nacional, llegando a ser negativa en dos de los casos —lo cual era el gran miedo de Greenspan—, *pero después muestran un giro al alza asombrosamente pronunciado*. Si nos fijamos en la parte derecha del gráfico podremos ver tres líneas casi paralelas que se dirigen directamente hacia el cielo, con la única diferencia del punto de partida de cada una. Por tanto, los tres posibles caminos de la deuda mostraban un futuro imposible; algo tenía que suceder, y ese algo fue en el año 2000.

Estas proyecciones nos advertían de que la euforia imperante sobre las perspectivas del presupuesto *a corto plazo* era extremadamente miope, y que incluso entonces la posición fiscal de Estados Unidos era insostenible. La razón era tan simple entonces como lo es ahora: los disparados costes sanitarios, principalmente de los programas de seguridad social Medicare y Medicaid. Estados Unidos estaba envejeciendo entonces y sigue envejeciendo actualmente, lo que provoca un aumento en los servicios médicos a pagar, aparte de que los propios servicios son más caros cada año. Antes del año 2000 ya se sabía que las finanzas públicas estadounidenses seguían un camino insostenible. Tenga el lector esto muy presente, pues es muy importante.

La insostenibilidad de la evolución de la deuda con respecto al Producto Interior Bruto (ratio deuda/PIB) mostrada en el gráfico 15.2 se basaba en tres implacables operaciones de aritmética. La primera es que si se suma 65 a 1945 se obtiene 2010. La importancia de esta prosaica suma reside en que la población nacida de 1945 en adelante comenzó a ser apta para Medicare en 2010. Tanto en 2000 como en 1980 o 1955 se sabía que  $1945 + 65 = 2010$ , por lo que muchos años antes de que ocurriese era *perfectamente predecible* que el gasto gubernamental por Medicare y por Seguridad Social aumentaría drásticamente después de 2010, y continuaría aumentando durante décadas. Un gobierno inteligente hubiese comenzado a almacenar nueces como una ardilla mucho antes de 2010, pero el gobierno de Estados Unidos no parece más inteligente que una ardilla.

La segunda operación de aritmética atañe al interés compuesto. Durante los treinta años transcurridos desde 1970 hasta 2000, los costes de la atención médica incluidos en el Índice de Precios al Consumo (IPC) aumentaron a una tasa compuesta de aproximadamente el 7 por ciento anual, mientras que el resto de elementos incluidos por el IPC aumentó en torno al 5 por ciento anual. Esta diferencia del 2 por ciento puede parecer escasa, pero implica que durante treinta años los precios de la atención médica se han más que duplicado en relación con el resto de los precios, o lo que es lo mismo, que el sector sanitario se ha vuelto enormemente más caro que casi cualquier otro sector. Prácticamente todo el mundo esperaba que esta diferencia continuase aumentando, y así ha sido.<sup>101</sup>

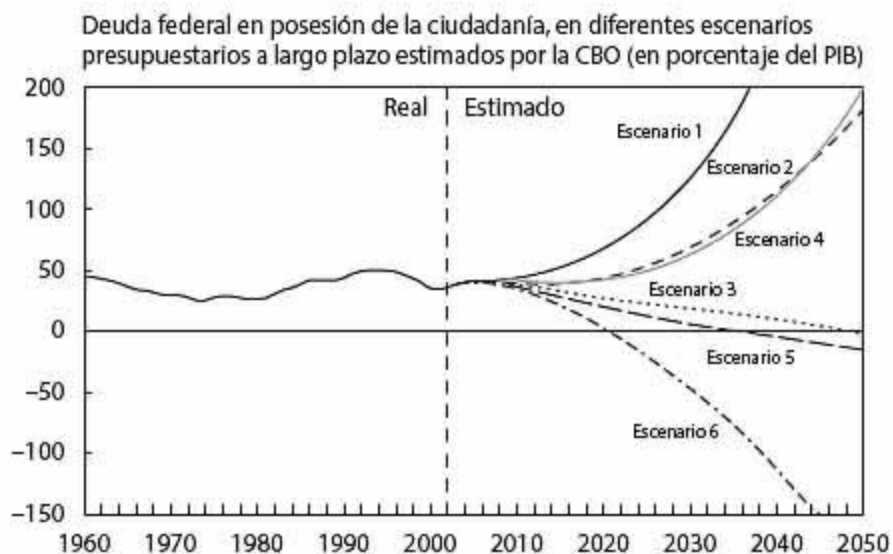
Por último, está la inexorable aritmética de los déficits, los intereses y la acumulación de la deuda. Los *déficits* de hoy conducen a una mayor *deuda* acumulada en el futuro por la que hay que pagar intereses, lo que a su vez contribuye a unos *déficits* aún más grandes para el día de mañana; por tanto, si el gobierno no limita su déficit presupuestario, puede llegar a perder el control sobre la deuda nacional. El gráfico 15.2 pone de manifiesto que la deuda nacional de Estados Unidos ya estaba en ese explosivo camino en el año 2000, por lo que la nación, a pesar de los superávits a corto plazo, no estaba en condiciones de permitirse grandes recortes fiscales *a largo plazo*. Sin embargo, el presidente Bush los recomendó igualmente, y el Congreso los aprobó en 2001. Y dos años más tarde llegó una segunda ronda de recortes fiscales, por lo que los ingresos federales como porcentaje del PIB se redujeron rápidamente hasta su nivel más bajo desde 1951.

Pero eso no era todo. En noviembre de 2001, Estados Unidos invadió Afganistán en busca de Osama bin Laden, con el firme propósito de deponer al régimen talibán; esta segunda misión fue despachada con rapidez, pero la guerra en ese país parecía no acabar nunca. Además, en marzo de 2003, Estados Unidos invadió también Iraq, comenzando una guerra voluntaria en la que los soldados estadounidenses estuvieron involucrados hasta diciembre de 2011. Ambas guerras compartieron una inusual característica presupuestaria: en lugar de aumentar los impuestos para poder afrontar el incremento en gastos militares, como se ha hecho siempre a lo largo de la historia, el presidente Bush cargó esos gastos a la tarjeta de crédito nacional.

Y cuando el Congreso aprobó en 2003 la Parte D de Medicare (las subvenciones a medicamentos), tampoco se estableció una fuente de financiación para ello; al igual que los recortes fiscales y las dos guerras mencionadas, el coste de los subsidios para medicinas con prescripción médica fue simplemente sumado al déficit.

En su conjunto, fue un impresionante atracón de gastos y recortes fiscales, sin pagar por nada de ello. Los 128.000 millones de dólares de *superávit* presupuestario federal en el año fiscal 2001 se convirtieron en un *déficit* de 413.000 millones de dólares en el año fiscal 2004, y en diciembre de 2003, cuando la Administración Bush llevaba menos de dos años en el poder, la Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO) ya estaba publicando las proyecciones a largo plazo de ratio deuda/PIB que pueden verse en el gráfico 15.3. Olvide el lector los detalles e ignore los posibles escenarios 3, 5 y 6, que nadie sobre el planeta Tierra podría creerse; la CBO sólo los incluyó por cortesía. El debate estaba por tanto en si Estados Unidos se encontraba en el camino 2 o en el 4, que son básicamente el mismo, o aún peor, en el 1, que literalmente se «sale del gráfico» antes de 2040. La perspectiva presupuestaria a largo plazo de Estados Unidos no hacía otra cosa que ir de mal en peor.

**GRÁFICO 15.3 De mal en peor (proyecciones de deuda nacional de la CBO, diciembre de 2003)**



Retenga en mente esta imagen de la explosión de la deuda nacional, pues más tarde volveremos sobre ella.

## **¿Cómo nos metimos en este lío? Parte II**

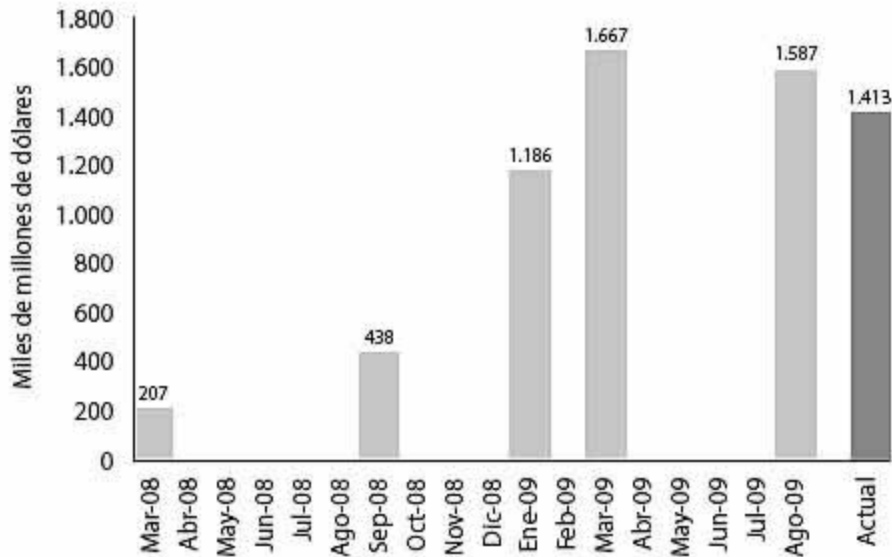
Hay que destacar que todo esto tuvo lugar *antes* de la crisis financiera y la Gran Recesión, aunque por supuesto el déficit presupuestario federal se agravó aún más con la aparición de esos desafortunados acontecimientos. A medida que la economía se iba hundiendo, los ingresos fiscales fueron menguando y los gastos en subsidios de desempleo, cupones de comida y similares fueron aumentando. El gobierno también promulgó diversos paquetes de estímulo fiscal, incluyendo un mayor gasto público y recortes fiscales (el mayor de estos paquetes fue la Ley de Recuperación, de febrero de 2009, que la CBO estima en 831.000 millones de dólares).

Las cifras son asombrosas: el gráfico 15.1 mostraba que el déficit presupuestario federal casi se triplicó desde el año fiscal 2007 (que terminó poco después del Día de Paribas) al año fiscal 2008 (que terminó dos semanas después del Día de Lehman), y que casi se triplicó nuevamente entre los años fiscales 2008 y 2009, cuando la recesión tocó fondo. La mayor parte de este increíble aumento del déficit procedía de la recesión o de los esfuerzos del gobierno por combatirla.

El déficit más grande se produjo durante el año fiscal 2009, que comenzó el 1 de octubre de 2008 (justo antes de la aprobación del TARP) y finalizó el 30 de septiembre de 2009. La CBO publica predicciones presupuestarias actualizadas dos o tres veces al año, por lo que se puede volver la vista atrás y observar cómo fueron aumentando sus estimaciones sobre el déficit presupuestario durante el año fiscal 2009, elaboradas entre marzo de 2008 y agosto de 2009: en la primera fecha, antes de que la economía comenzase a deteriorarse seriamente, la CBO preveía un déficit de sólo 207.000 millones de dólares; pero en la segunda, menos de dos meses antes del fin del año fiscal, preveía unos mareantes 1,59 billones de dólares (la cifra real se le acercó bastante, pues fue de 1,41 billones). Por tanto, el

*déficit* estimado para ese fatídico año se incrementó en unos colosales 1,38 billones de dólares en sólo diecisiete meses. ¿Qué ocurrió? La respuesta más corta es: todo.

GRÁFICO 15.4 **¿De cuánto déficit estamos hablando?**  
(estimaciones del déficit del año fiscal 2009, elaboradas en varias fechas)



## ¿Enemigo público número cuál?

Estos titánicos déficits presupuestarios afectaron a los ciudadanos, tal vez incluso los asustaron. ¿El gobierno federal pide prestado más de un billón de dólares al año? Una cifra escalofriante, que suena tanto a despilfarro como a peligro, especialmente cuando la visión del déficit se basa en falsas analogías con las finanzas de una familia. En parte porque el tamaño del déficit era descomunal, en parte porque el bando republicano logró que la gente asociase los estímulos con la imprudente prodigalidad de gasto público, y sobre todo porque los estadounidenses siempre han considerado los déficits como algo maligno, el apoyo de la ciudadanía a los estímulos fiscales se vino abajo y la preocupación pública aumentó.

En enero de 2011 una encuesta de Gallup estableció que el 84 por ciento de los estadounidenses pensaba que era «extremadamente importante» o «muy importante» que «el presidente y el Congreso se ocupen de reducir el déficit presupuestario federal» a lo largo del año entrante —a pesar de que la última tasa de desempleo anunciada era del 9,4 por ciento— y otro 12 por ciento de estadounidenses consideraba que era «moderadamente importante». Una mayoría del 96 por ciento parece una orden bastante tajante para reducir el déficit, aunque existen dos grandes «peros»:

Primero: las mismas tres categorías (extremadamente, muy y moderadamente importante) obtuvieron un porcentaje del 95 por ciento en una encuesta de enero de 2007, mucho antes de la aparición de los problemas presupuestarios, y un 93 por ciento en enero de 2002, cuando George W. Bush se afanaba en recortar impuestos y en hacer prácticamente cualquier cosa que se le ocurriese para *incrementar* el déficit. Y esta actitud se remonta mucho más atrás: una encuesta equivalente de diciembre de 1984 (también de Gallup) encontró que el 83 por ciento de los estadounidenses afirmaba que el déficit era un problema «muy serio» o «bastante serio» para el país. Incluso una encuesta de 1939 de la revista *Fortune* incluía la siguiente pregunta: «Si usted fuese un miembro del Congreso, ¿votaría a favor de un proyecto de ley que limitase el gasto gubernamental con el fin de reducir el déficit presupuestario lo antes posible?». Recordemos que ello implicaría una enorme reducción de gasto público en un momento en que la Gran Depresión aún coleaba, y sin embargo las respuestas arrojaban un 61 por ciento a favor y sólo un 17 por ciento en contra. La verdad ineludible es que los ciudadanos de Estados Unidos siempre han aborrecido los déficits, en sentido abstracto.

Segundo: por otra parte, en enero de 2011 los estadounidenses no estaban precisamente enamorados de los cambios específicos de política económica que serían necesarios para reducir sensiblemente el déficit. Por ejemplo, he aquí otra encuesta de Gallup en la que se aprecian las posturas a favor y en contra del recorte en la financiación de determinados programas:

Ayuda exterior:	59 - 37 por ciento
Ayuda a los granjeros:	44 - 53 por ciento
Defensa nacional:	42 - 57 por ciento

Reducción de pobreza:	39 - 55 por ciento
Medicare:	38 - 61 por ciento
Seguridad Social:	32 - 67 por ciento

Imagine el lector que es un político: ¿Le agradecería llevar a cabo serios recortes presupuestarios con tan poco apoyo ciudadano?

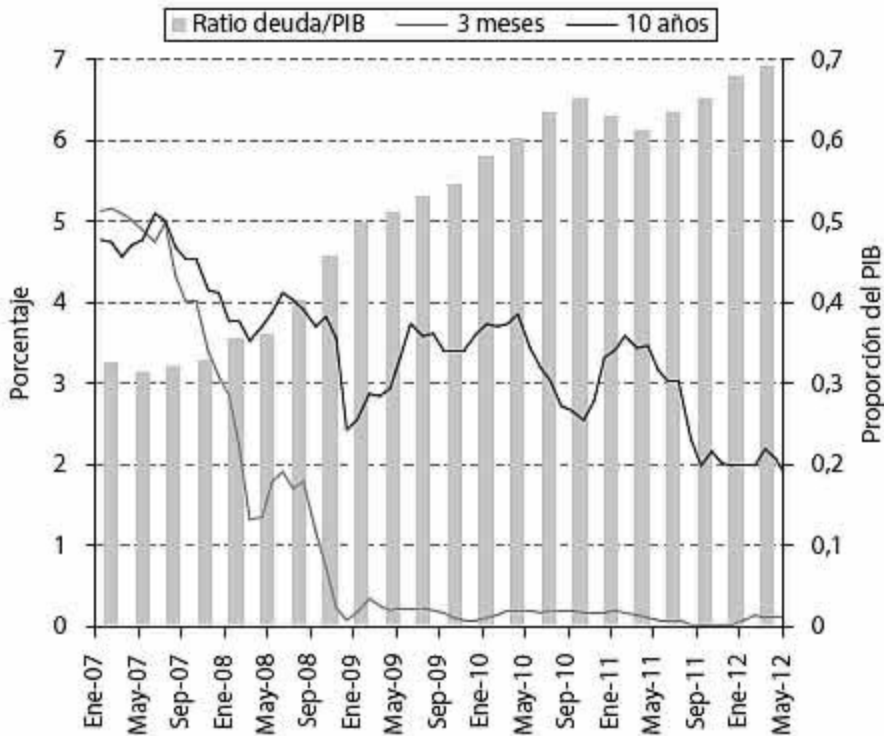
Estos resultados estadísticos también son arquetípicos, pues pueden encontrarse cifras similares hace veinte, treinta o incluso más años. Por ejemplo, una encuesta de Harris de 1981 mostró que los estadounidenses preferían de forma abrumadora que el presupuesto federal estuviese equilibrado —como de costumbre—, pero dicha encuesta no pudo encontrar ningún apoyo mayoritario a la hora de reducir el gasto en *ningún* programa de política nacional. Por si se lo está preguntando, le diré que el deseo de recortar gastos en la teoría pero no en la práctica es bipartidista: un sondeo de YouGov llevado a cabo en marzo de 2012 demostró que el único elemento que lograba una amplia mayoría entre los votantes republicanos de base —la parte más conservadora del partido político más conservador— era la reducción del gasto en ayuda exterior, mientras que un menor gasto en medioambiente, vivienda y subsidios de desempleo apenas lograba una exigua mayoría entre estos incondicionales.

Las páginas de este libro no son lugar para una docta disquisición sobre los costes económicos de los grandes déficits fiscales, por lo que me limitaré a mencionar dos. Uno emana de la aritmética déficit-deuda antes mencionada: si el déficit se hace demasiado grande, la deuda nacional crecerá más rápido que la economía, y ni siquiera la paloma más extremadamente defensora de los déficits piensa realmente que es prudente que la ratio deuda/PIB crezca sin límite. ¿Por qué no? Pues ahí es donde entra el segundo punto: los niveles elevados de deuda pública tienden a incrementar los tipos de interés, no sólo para el gobierno, sino para todo el mundo; ello supone menor inversión empresarial, menor construcción inmobiliaria, menores ventas en la industria automovilística, etc. Puede que Dick Cheney declarase que los déficits no importan, pero los déficits presupuestarios excesivamente elevados y mantenidos durante mucho tiempo sí son perniciosos. Pero ¿cuánto es «excesivo» y qué se considera «mucho tiempo»?



La respuesta depende, entre otras cosas, de la voluntad de los prestatarios para prorrogar el crédito gubernamental. En el peor de los casos, una nación puede encontrarse en la posición de Grecia, con unos mercados dispuestos a prestar sólo en condiciones verdaderamente usureras; eso si están dispuestos. Afortunadamente, Estados Unidos no está ni de lejos en semejante situación; de hecho, su gobierno sigue siendo uno de los prestatarios más seguros del mundo. ¿Cómo sabemos esto? Basta con observar las pujas en cualquier subasta de deuda del Departamento del Tesoro, en las que los inversores internacionales se pelean por conseguir Bonos del Tesoro a tipos de interés irrisorios. Cuando los mercados financieros globales se ponen nerviosos, los títulos financieros de Estados Unidos siguen siendo el refugio definitivo.

**GRÁFICO 15.5 A largo y a corto (tipos de interés de préstamo y deuda pública, 2007-2011)**



Ahora, echemos un vistazo al gráfico 15.5, que ilustra el comportamiento reciente de dos importantes tipos de interés de préstamo del Tesoro: uno de los bonos a tres meses (línea de abajo) y el otro de los bonos a

diez años (línea de arriba). Además, este gráfico también muestra el comportamiento de la deuda del gobierno federal en poder de los ciudadanos, como porcentaje del PIB (barras verticales). En él puede apreciarse que los tipos de los bonos a tres meses cayeron hasta niveles cercanos a cero y permanecieron en torno a esos niveles, en tanto que los tipos de los bonos a diez años bajaron del 5 al 2 por ciento, *mientras que la deuda nacional aumentaba* con respecto al PIB. Si había alguien preocupado por la solvencia del gobierno de Estados Unidos, desde luego no eran los comerciantes de bonos.

## **Superávit de palabra, déficit de obra**

En 2009 los tipos de interés eran ultra bajos, y se necesitaba con urgencia estimular la economía para sacarla de su peor bache desde los años treinta. Sin embargo, la reducción del déficit presupuestario se convirtió en una de las prioridades políticas más importantes, al menos de boquilla.

En diciembre de 2009, los senadores Kent Conrad (demócrata por Dakota del Norte) y Judd Gregg (republicano por New Hampshire), dos notables halcones del déficit, propusieron una ley para crear una comisión fiscal bipartidista que buscase formas viables de reducir los gastos y aumentar los ingresos; el Congreso estaría obligado a votar según las recomendaciones de los informes de esta comisión, sin tácticas obstruccionistas ni enmiendas. El inflexible requisito de un voto de sí o no otorgó a la propuesta de Conrad-Gregg un potencial considerable. ¿Potencial? ¿Quién necesitaba potencial? Al mes siguiente, la proposición de ley de Conrad y Gregg fue rechazada en el Senado por 53 a 46; ¡seis republicanos, inicialmente copatrocinadores de la propuesta, cambiaron de opinión y votaron en contra!

En febrero de 2010 el presidente Obama resucitó una versión más suave de esta idea, instaurando una comisión fiscal bipartidista mediante mandato ejecutivo: la Comisión Nacional de Responsabilidad Fiscal, compuesta por dieciocho miembros presididos conjuntamente por Alan Simpson y Erskine Bowles, que incluía a políticos y no políticos. Sin embargo, la principal

diferencia entre la malhadada propuesta Conrad-Gregg y la comisión Simpson-Bowles era que la presidencia carecía de autoridad constitucional para *forzar* un voto del Congreso, por lo que cuando en diciembre de 2010 se produjeron las primeras recomendaciones, recibieron profusas alabanzas por parte de los editorialistas pero fueron totalmente ignoradas por parte del Congreso; ¡hasta el propio presidente las ignoró! Por una vez, ambos partidos se mostraron de acuerdo: a ninguno le gustaba la comisión Simpson-Bowles.

En las postrimerías de 2010, con el Congreso y el presidente enfrentados, los dos partidos principales mostraron al mundo lo que realmente es el bipartidismo, al alcanzar un acuerdo de ultimísima hora para prorrogar el plan de recortes fiscales de Bush, el recorte fiscal de Obama sobre las nóminas y los subsidios de desempleo. *Todo a la vez*. ¿A alguien le preocupaba realmente el déficit?

La formación del Congreso número 112 se produjo en enero de 2011, con los republicanos al mando y con nuevos miembros del Tea Party — encantados de conocerse y sin ánimo de compromiso— intentando hacerse con el Partido Republicano. La batalla política se transformó en una guerra de dos frentes: demócratas contra republicanos, y republicanos tradicionales contra insurgentes del Tea Party. En un entorno político tan complejo, no estaba claro en absoluto que el nuevo portavoz de la Cámara de Representantes, John Boehner (republicano por Ohio), pudiese lograr *ningún* acuerdo sobre los presupuestos. De hecho, el gobierno de Estados Unidos casi se colapsó en abril de 2011 por su incapacidad para aprobar nada que se asemejase ni remotamente a un presupuesto. El Congreso parecía un circo, y sus índices de aprobación —¿otro oxímoron?— cayeron en picado.

Con el partidismo político en máximos históricos, el congresista Paul Ryan (republicano por Wisconsin), el nuevo y juvenil presidente del Comité Presupuestario del Congreso y posteriormente candidato republicano a la vicepresidencia, puso sobre la mesa su radical plan presupuestario. No era precisamente un plan de compromiso, pues rehuía *cualquier* nuevo ingreso fiscal y de hecho proponía *aún más recortes*. Las cifras propuestas por Ryan lograrían efectivamente equilibrar el balance, pero no antes de 2040, y lo conseguirían mediante draconianas reducciones de gasto público,

especialmente a través de la sustitución gradual de Medicare por bonos para comprar seguros privados; bonos cuyo valor acabaría por hundirse debido al coste cada vez mayor de la atención sanitaria.

La «magia» tras la aritmética presupuestaria de Ryan era evidente para cualquiera que comprendiese la lógica subyacente al embrollo presupuestario a largo plazo: si se lograba —mediante una asombrosa estratagema— que la mayor parte de los gastos sanitarios *dejase de depender* del presupuesto federal, el equilibrio del resto del presupuesto sería pan comido. Pues bien, con el plan propuesto por Ryan, el gasto sanitario federal se reduciría en *más de dos tercios* de aquí a 2050, y el resto se desviaría hacia los ciudadanos y los gobiernos estatales.<sup>102</sup>

Pero la privatización de Medicare era una acción políticamente inviable que sacaba de quicio al bando demócrata. El Congreso, controlado por los republicanos, aprobó con orgullo el plan de Ryan, pero el Senado, controlado por los demócratas, lo rechazó con no menos orgullo. De hecho, el Partido Demócrata se frotaba las manos con regocijo ante la perspectiva de basar la campaña de las elecciones presidenciales de 2012 en la lucha contra la propuesta de Ryan sobre Medicare. No obstante, para eso aún quedaba mucho, y entre tanto el gobierno de Estados Unidos necesitaba un presupuesto.

Después de numerosas rondas de tortuosas negociaciones, el presidente Obama y el portavoz Boehner acercaron mucho sus posturas para lograr un acuerdo en julio de 2011, acuerdo que sería conocido como «la gran negociación» y que hubiese reducido el déficit presupuestario acumulado durante diez años en cerca de 4 billones de dólares, con un aporte de entre el 20 y el 30 por ciento procedente de aumentos en los impuestos. Puede que el presidente hubiese tenido problemas para que los congresistas demócratas aceptasen el acuerdo, ya que parte de los recortes en gasto procedían de Medicare, que el Partido Demócrata deseaba usar como punta de lanza de su campaña electoral; a este respecto, Boehner se lamentó diciendo que las cambiantes posturas del presidente eran como «negociar con un plato de gelatina». Pero tampoco parecía probable que el portavoz pudiera «vender» el

acuerdo a su propia camarilla política; un asistente de la Casa Blanca comentó jocosamente que Boehner «probablemente no sería capaz ni de vender una pizza».

Gelatina o pizza, el punto en discordia eran los ingresos públicos por impuestos, concretamente el porcentaje exacto entre el 20 y el 30 por ciento, con el que los congresistas republicanos no transigieron. La gran negociación murió violentamente antes de nacer, y para eliminar por completo cualquier posibilidad de acuerdo bipartidista sobre el presupuesto, Mitt Romney y los otros siete candidatos republicanos a la presidencia en aquel momento declararon en agosto de 2011 que todos rechazarían cualquier acuerdo sobre presupuestos que incluyese aunque sólo fuese 1 dólar de aumento fiscal por cada 10 dólares de reducción de gastos. Cuando una relación de diez a uno no es suficiente, no queda mucho espacio para compromisos.

Mientras tanto, las payasadas del Congreso no hacían más que aumentar, y el respeto público por la institución no hacía más que caer. ¡A lo largo de junio, julio y agosto de 2011, la nación fue testigo de un árido debate extremadamente partidista sobre si —prepárese— el gobierno de Estados Unidos debería *deliberadamente* entrar en situación de impago de deuda, a pesar de que podría fácilmente pagar todas sus deudas! La cuestión era si debía o no elevar el techo de la deuda nacional, una acción rutinaria a la que el Congreso siempre recurre cuando es necesario, aunque no sin la aparición de afectadas poses políticas.<sup>103</sup>

El déficit de cada año va sumándose a la deuda nacional, por lo que la aprobación de un presupuesto que tenga déficit, por *mínimo* que sea, implica *por pura aritmética* que la deuda nacional aumentará con ello. Si el incremento estimado empujase la deuda acumulada por encima del límite legal, este límite debería elevarse, pues de otro modo la nación tendría dos leyes contradictorias en su legislación: la del presupuesto y la del techo de deuda nacional. Eso lo sabe hasta un niño de primaria, ¿verdad? Pues la verdad es que la frase hecha resulta muy apropiada, puesto que por el desarrollo intelectual demostrado y por su comportamiento eso era precisamente lo que parecían muchos miembros del Congreso: niños de primaria.

Finalmente, en agosto de 2011, con el Departamento del Tesoro a punto de quedarse sin dinero para pagar sus facturas diarias, el presidente Obama y el Partido Republicano llegaron a un acuerdo que evitó la catástrofe. Como parte de ese acuerdo, ambas partes accedían a fijar durante los siguientes diez años unos recortes de gasto de alrededor de 900.000 millones de dólares, sin el más mínimo incremento fiscal, así como a establecer un comité conjunto para la reducción del déficit, que inmediatamente fue apodado el «Supercomité»: seis congresistas y seis senadores que supuestamente debían conseguir otros 1,5 billones de dólares entre reducción de gastos y aumento de ingresos públicos (aunque si se leía la letra pequeña, en realidad eran 1,2 billones). Si fracasaban, se recortarían automáticamente 1,2 billones de dólares del gasto público, comenzando en enero de 2013; eso *si* el Congreso no lo impedía, cosa que comenzó a intentar en mayo de 2012. Hay que destacar que el Día del Juicio Final era el 1 de enero de *2013*, no de *2012*, por lo que la bomba no estallaría antes de las siguientes elecciones.

Todo el mundo exhaló un suspiro de alivio y se fue a casa: el techo de la deuda nacional se había elevado, el gobierno de Estados Unidos seguía pagando sus deudas y el Supercomité se ponía a trabajar. Pero no todo el mundo comió perdices.

Standard & Poor's reaccionó ante el espectáculo rebajando la calificación del gobierno estadounidense desde AAA (la más alta posible) hasta AA+, lo que fue objeto de titulares pero no tuvo el más mínimo efecto en los tipos de interés de los Bonos del Tesoro; Moody's y Fitch, por su parte, no variaron su calificación. Sin embargo, lo más importante fue con mucho que tras meses de disputas partidistas, el Supercomité se encontró en un punto muerto, incapaz de llegar a ningún acuerdo en nada, y que arrojaba la toalla. Un simple vistazo al calendario revelaba que con ello se perdía toda esperanza de compromiso: las elecciones de 2012 estaban a menos de un año.

## **Posibles caminos a seguir**

¿Qué dirección tomar, entonces? La única respuesta honesta es que nadie puede saberlo, pues la forja de un acuerdo presupuestario es más una cuestión de política que de economía. Durante la campaña presidencial de 2012, el presidente Obama intentó llevar a cabo lo que denominó un esfuerzo «equilibrado» para reducir el déficit, lo que implicaba incluir aumentos impositivos en los grupos fiscales superiores. Sin embargo, el candidato oponente Mitt Romney rechazó esta idea, y el portavoz del Congreso, John Boehner, incluso amenazó con provocar otra crisis por el techo de deuda nacional. El resultado de las elecciones se podría interpretar como una ratificación de la posición de Obama, pero era una posición débil.

A diferencia de la política, la economía presupuestaria no presenta un futuro tan difícil durante más o menos la próxima década, pero después se vuelve imposible. La solución lógica consta de tres partes: una para ahora mismo, otra para la próxima década y otra a muy largo plazo.

### *Ahora mismo*

Con la economía aún tan débil, la posibilidad de una contracción fiscal a corto plazo es muy escasa; es mala idea renunciar a la muleta fiscal antes de que el paciente esté preparado para andar sin ella. Si se me permite recrearme en mis propias ilusiones, lo ideal sería una política que combine un modesto estímulo fiscal inicial seguido inmediatamente por una seria reducción del déficit.

### *La próxima década*

Aunque resulte difícil de creer, a pesar del déficit de billones de dólares acumulado durante cuatro años consecutivos (y los que puedan venir), el gobierno de Estados Unidos sigue sin encontrar ningún problema para conseguir financiación *a corto plazo*. Al contrario, inversores de todo el

mundo aún se pelean para prestarle dinero a tipos de interés *negativos*; ¡en términos de poder de compra, están dispuestos —incluso ansiosos— por pagar al gobierno estadounidense por conseguir que les pida dinero prestado!

Es más, la próxima década —que era el objetivo de la propuesta Simpson-Bowles, la desafortunada «gran negociación», el fracasado Supercomité y todos los demás planes de reducción de déficit de los últimos años— no parece excesivamente complicada en términos presupuestarios, pues según las estimaciones de la CBO de enero de 2012, el déficit federal se reducirá del 9 por ciento del PIB durante el año fiscal 2011 hasta aproximadamente el 5 por ciento en los años fiscales 2015-2018 *sin aplicar más acciones políticas*. Es cierto que el 5 por ciento del PIB sigue siendo demasiado elevado, pero comparado con el asombroso 10 por ciento del año fiscal 2009 es una mejora considerable. Además, tampoco debería ser muy difícil pasar del 5 por ciento a un fácilmente manejable 3 por ciento.

Un objetivo razonable de *reducción* de déficit durante la próxima década podría estar entre el 2 y el 3 por ciento del PIB, comenzando tal vez en 2014. Por concretar, podemos fijarlo en un 2,5 por ciento, que se traduciría en una reducción aproximada de 5 billones de dólares durante el mencionado período presupuestario de diez años, cerca de lo establecido por la gran negociación, la proposición Simpson-Bowles y el resto de los planes.

El logro de tan ambicioso objetivo requerirá algunos compromisos: los republicanos deberían aceptar que aunque es *aritméticamente* posible llevar a cabo todo el trabajo usando sólo la parte de los gastos, resulta *políticamente* imposible; y los demócratas tendrían que aceptar que la *mayor parte* de la reducción del déficit debería proceder de la parte de los gastos, incluyendo subsidios como Medicare, lo que requeriría tomar algunas decisiones dolorosas. Por supuesto, la expresión «la mayor parte» suscita la pregunta de si los recortes del gasto deberían ser del 51 por ciento o del 90 por ciento, dentro del paquete de reducción de déficit, punto que sigue provocando contenciosos políticos. La cuestión es que ninguna de estas concesiones políticas parece inminente. Washington está en punto muerto.

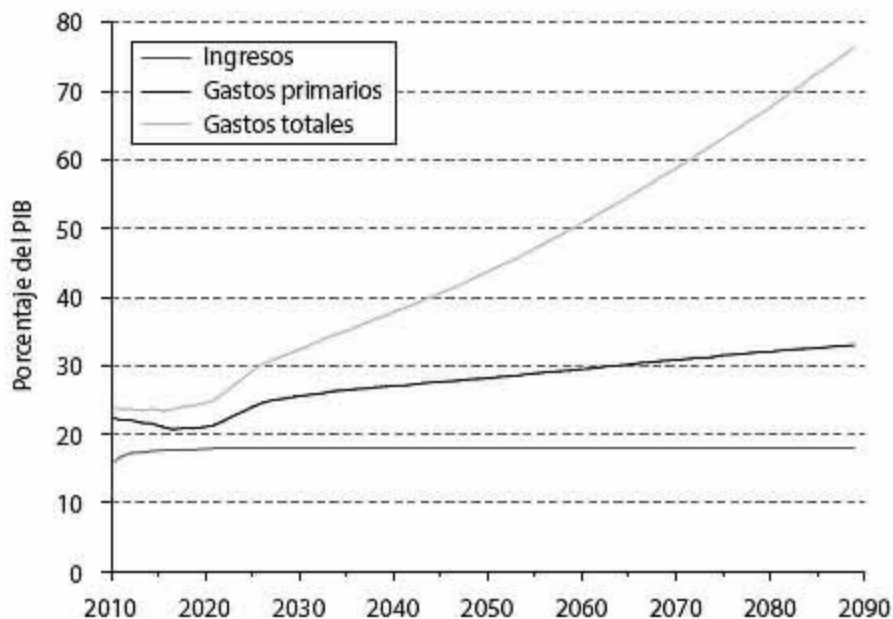
*El muy largo plazo*



Los verdaderos problemas presupuestarios llegarán en las décadas de 2020, 2030 y más allá. Las últimas predicciones a largo plazo de la CBO muestran un déficit ascendiendo hasta un alarmante 13,1 por ciento del PIB en 2030, hasta un inconcebible 18,9 por ciento del PIB en 2040, y posteriormente disparándose hasta la estratosfera. Simplemente, eso no puede llegar a ocurrir.

No obstante, aunque el problema del presupuesto a largo plazo sea mucho mayor, también es mucho más simple, por dos razones: la primera es que las predicciones del déficit son tan enormes que cubrirlas con un aumento de ingresos fiscales sería sencillamente imposible; la segunda es que el factor abrumadoramente crucial que empuja continuamente al alza el gasto federal es uno, y sólo uno: los crecientes costes de la atención médica. A largo plazo, el control del gasto general pasa por el control del gasto sanitario. Tan simple —y tan complejo— como eso.

**GRÁFICO 15.6 El sombrío futuro del presupuesto de Estados Unidos (predicciones presupuestarias a largo plazo de la CBO, junio de 2012)**



Fuente: «Posibles escenarios fiscales ampliados», elaborados por la CBO y extrapolados por el Comité de Responsabilidad Presupuestaria Fiscal.

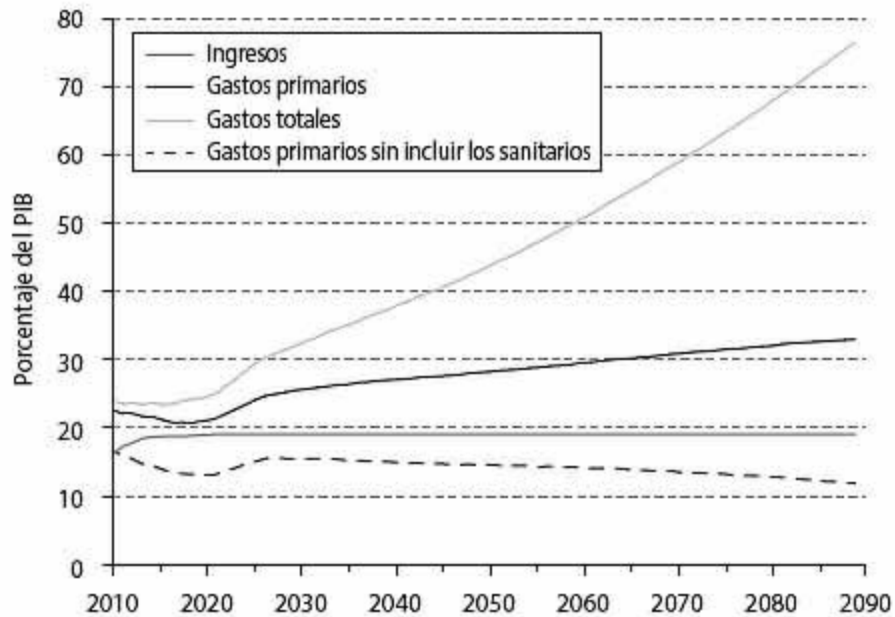
El gráfico 15.6, que muestra una reciente predicción a ultra largo plazo de la CBO (de 2012 a 2087), está diseñado para ilustrar el primero de estos puntos. Sí, ya sé que nadie debería creer en ningún pronóstico que se extienda hasta una fecha tan lejana como 2087, o incluso hasta 2017, para el caso. No se lo crea. Ni siquiera es un *pronóstico*, pues todo el mundo sabe que tal cosa *no puede* suceder, y que es una simple *extrapolación* mecánica de las actuales tendencias, que muestra lo insostenibles que son. Un déficit presupuestario federal que supere el 25 por ciento del PIB en 2050, y que después aumente mucho más, resulta totalmente ridículo. El mensaje del gráfico 15.6 no es otro que la necesidad de abandonar este insostenible camino antes o después. Mejor antes que después.

La línea inferior del gráfico, que se mantiene casi constante en torno al 18,5 por ciento del PIB, representa los ingresos federales y podría considerarse el sueño del bando republicano (aumento de impuestos cero), aunque muchos republicanos prefieren ingresos fiscales aún más bajos que la reciente tendencia del 18,5 por ciento del PIB; la línea central muestra el gasto *primario*, esto es, el gasto en todo lo que no sean pagos de intereses; y la línea superior suma esos intereses a los pagos primarios. Por supuesto, la distancia vertical entre gastos totales (línea superior) e ingresos totales (línea inferior) constituye el déficit presupuestario anual, y puede apreciarse claramente que se dispara con el tiempo.

De este gráfico 15.6 pueden extraerse cuatro conclusiones. Una: el coste de los intereses —la distancia vertical entre gastos primarios y gastos totales— acabará finalmente dominando el presupuesto. Dos: con los ingresos resultantes de la proyección de los niveles fiscales históricos (línea inferior) ni siquiera se podrían cubrir los gastos primarios (línea central), ya no digamos los pagos de intereses. Tres: el gasto primario como porcentaje del PIB aumenta de forma constante, desde el 22 por ciento actual hasta superar el 32 por ciento en 2080. Cuatro: el gobierno no puede hacer frente más que a una pequeña fracción de la predicción del déficit mediante el aumento de impuestos. Lo siento, demócratas, pero esta vez los republicanos tienen razón: los estadounidenses están acostumbrados a unos impuestos federales

en torno al 18,5 por ciento del PIB, y no tolerarán una subida hasta el 32 por ciento. Da igual que unos cuantos países europeos lo hagan; Estados Unidos no pasará por ese aro.

**GRÁFICO 15.7 El papel predominante del gasto en atención sanitaria (predicciones presupuestarias a largo plazo de la CBO)**



Fuente: «Posibles escenarios fiscales ampliados», elaborados por la CBO y extrapolados por el Comité de Responsabilidad Presupuestaria Fiscal.

Y ahora, pasemos a los costes de atención sanitaria. El gráfico 15.7 añade una cuarta línea al anterior, que representa los gastos primarios *sin incluir los costes sanitarios* como porcentaje del PIB. La nueva línea es la inferior del diagrama, que *desciende* desde aproximadamente el 16 por ciento del PIB hasta sólo el 11 por ciento en 2087; en lenguaje comprensible, ello implica que se prevé que los costes de todo aquello en lo que el gobierno federal realiza gastos públicos *excepto los intereses y la sanidad* —y esto incluye Seguridad Social, defensa, etc.— se reduzcan con el tiempo en porcentaje del PIB. El mensaje está muy claro: Estados Unidos no tiene un problema generalizado de gasto que requiera severos recortes por todas partes, sino que lo que existe es un gigantesco problema de explosión de costes médico-sanitarios.

La implicación de todo esto también está muy clara: si de alguna forma se puede resolver el problema del coste sanitario de Estados Unidos, también se resolverá el problema de su déficit a largo plazo; pero si no se pueden controlar estos costes, el déficit a largo plazo será un problema irresoluble. Simple, ¿verdad? ¿Imposible? Esperemos que no.

## **El retorno de Simpson y Bowles**

En mi opinión, Estados Unidos acabará volviendo al plan planteado por Simpson y Bowles, rechazado en 2010, aunque tal vez con algunas modificaciones importantes. Según lo anunciado en su momento, esta proposición de ley hubiese reducido el déficit acumulado en aproximadamente 4 billones de dólares durante los nueve años fiscales que median entre 2012 y 2020, empezando lentamente en los primeros años y acelerando notablemente en los últimos. Si se alarga el período hasta diez años y se sitúa, por ejemplo, entre 2014 y 2023, la reducción del déficit pasaría a rondar los 6 billones de dólares, probablemente más. Sin embargo, me atrevo a aventurar que si se llegase a establecer un acuerdo presupuestario, éste sería menos ambicioso que eso; de hecho, la medicina a corto plazo es menos desagradable que un hipotético plan Simpson-Bowles.

En cuanto a la composición, en el acuerdo habría un poco de todo, lo cual es necesario para poder llegar a un compromiso. Algunos aspectos concretos podrían ser:

### *Ingresos*

El plan obtendría sus ingresos principalmente de una reforma fiscal, que elevaría la tasa impositiva federal desde el promedio histórico del 18,4 por ciento del PIB hasta el 21 por ciento y lo mantendría fijo en esta última cifra. Unos ingresos adicionales del 2,6 por ciento del PIB son un objetivo razonable que equilibra la aversión a los impuestos de los estadounidenses con la necesidad de mayores ingresos provocados por el envejecimiento de la

población, Sin embargo, preveo que pasará bastante tiempo antes de que el Partido Republicano acepte tomar esa ruta, pues no olvidemos que todos los aspirantes republicanos a candidato a la presidencia en las elecciones de 2012, con el a la postre ganador Mitt Romney a la cabeza, dijeron que rechazarían una oferta de incluso 10 por 1, y el nuevo plan Simpson-Bowles no pasa del 2 por 1.

Igualmente, resulta poco realista creer que el Congreso va a poder obtener muchos ingresos netos a partir de una *reforma fiscal*, y no un aumento de los *tipos impositivos*, prometiesen lo que prometiesen Romney y Ryan. La esencia de cualquier reforma fiscal en condiciones es la ampliación de la base fiscal al mismo tiempo que se reducen los tipos impositivos. Los economistas aplauden esta opción, pero con ella se crean inevitablemente largas listas de ganadores y perdedores que la convierten en una lucha contracorriente para el sistema político, en el que el statu quo supone una enorme ventaja: si la propuesta de reforma es neutra a nivel de ingresos, los ganadores se equilibran con los perdedores en las guerras de los grupos de presión, por lo que las opciones se equilibran también; pero si la reforma está lastrada por la necesidad de conseguir unos sustanciosos ingresos, los perdedores superarán abrumadoramente en número a los ganadores, creando un obstáculo político que puede resultar imposible de superar.

## *Sanidad*

La antigua propuesta Simpson-Bowles realizaba un pequeño recorte en gastos sanitarios. Como ya he dicho, todo plan medianamente serio de reducción del déficit a largo plazo debería *concentrarse* en el control de los costes del sector sanitario. Simpson y Bowles lo sabían, por supuesto, pero no sabían cómo «redirigir la curva de costes» de forma apropiada (de hecho, nadie lo sabía), por lo que se limitaron a recomendar un objetivo —mantener la tasa de crecimiento del gasto sanitario al nivel de la tasa de crecimiento del PIB más un 1 por ciento— y la «intervención del presidente y del Congreso si el crecimiento excede los objetivos». ¿Qué clase de intervención? Sobre esto, continúan diciendo: «Si los costes de atención sanitaria siguen creciendo al

ritmo que pronostican los actuarios de la CBO y de Medicare [...] este proceso requerirá que el Congreso y el presidente deban evaluar la necesidad de emprender nuevas acciones que supongan reformas estructurales más significativas». ¿Está claro? En pocas palabras Simpson y Bowles, tan valientes ellos, se achantaron en el punto más crítico.

No les culpo. Hay gente que cree que la reforma sanitaria del presidente Obama, la Ley de sanidad asequible de 2010, contiene semillas que acabarán floreciendo en forma de importantes controles de costes, aunque otros son profundamente escépticos al respecto. La verdad es que, hoy por hoy, nadie sabe a ciencia cierta cómo detener el aparentemente inexorable crecimiento de los costes sanitarios, aparte de instaurar restricciones, cosa que nadie desea.

## *Seguridad Social*

El antiguo plan Simpson-Bowles recortaba aún menos de la Seguridad Social, aunque en este caso era una cuestión de oportunidad, ya que es mala política pública —por no hablar de injusta— recortar las pensiones de aquellos que están cerca de la jubilación, pues disponen de poco tiempo para adaptarse. La base de toda reforma sensata de la Seguridad Social consiste en promulgar *hoy* unos cambios que no tengan efectos hasta pasados muchos años, que es exactamente lo que proponía el plan, con la introducción progresiva de varios «recortes y medidas» que reducirían los subsidios y aportarían más ingresos. En caso de aplicarse, sus recomendaciones eliminarían la totalidad del déficit actuarial de la Seguridad Social.

## *El resto*

El mayor volumen de ahorro presupuestario procedería de la categoría «otros gastos», esto es, distintos a los sanitarios, de Seguridad Social y de intereses. Los recortes recomendados recorren todo el espectro, desde gastos militares

hasta subsidios a las granjas, pasando por pensiones de los empleados públicos, y mucho más. Los recortes son considerables, pero desde luego no draconianos, pues suponen un 10 por ciento del conjunto de «otros gastos».

## Último apunte

A propósito, ¿he mencionado ya que el plan original Simpson-Bowles *fue rechazado* cuando fue sometido a votación en la comisión? Alan Simpson y Erskine Bowles, por entonces ya camaradas de armas, por supuesto lo apoyaron, pero sólo contaron con el apoyo adicional de nueve de los dieciséis comisarios; ello supuso una insuficiente victoria de once a favor y siete en contra, muy lejos de la mayoría cualificada necesaria de catorce a cuatro. De forma muy reveladora, ese 11-7 se dividió de la siguiente forma:

Miembros republicanos del Congreso:	3-3
Miembros demócratas del Congreso:	3-3
No políticos:	5-1

¡Sí, fue una votación no partidista! Si bien los no políticos apoyaron abrumadoramente el plan, los políticos estuvieron equitativamente divididos: los demócratas se rebelaron contra algunos de los recortes de gastos, especialmente los de Medicare y Seguridad social, y los republicanos odiaban las subidas de impuestos.

Esta votación sobre el plan Simpson-Bowles debería servir de metáfora, según la cual será más fácil congregarse a la ciudadanía en torno a un plan exhaustivo de reducción del déficit que unir a los políticos. Por otro lado, un resultado de 6-6 entre políticos podría verse como la botella medio llena, pues después de todo podría haber sido un 0-12; la división del voto al menos proporciona un rayo de esperanza. Sin embargo, la fría valoración de los propios políticos no ofrece mucho optimismo: tanto los republicanos como los demócratas parecen estar firmemente plantados en sus posturas, y el

sistema constitucional de Estados Unidos facilita la extensión en el tiempo de los puntos muertos. La búsqueda de una estrategia viable de salida fiscal continúa.



## **La gran réplica: la crisis de la deuda europea**

Temo a los griegos hasta cuando traen regalos.

VIRGILIO (*La Eneida*)

¿Un regalo que no cesa de dar disgustos? Lo que actualmente conocemos como crisis de la deuda soberana europea estalló en Grecia en abril de 2010, y fue todo un «regalito». Este libro se centra en su mayor parte en Estados Unidos, pero la crisis de la deuda europea es muy probablemente la mayor réplica del terremoto financiero de 2007-2009. Dado que las economías y los mercados de Estados Unidos y Europa están estrechamente vinculados en muchos aspectos, la crisis de la Eurozona también parece ser la mayor amenaza para la continuidad de la recuperación económica en Estados Unidos, y la historia no estará completa hasta que llegue la «salida» de la crisis de la deuda soberana europea. Lamentablemente, tal cosa parece estar aún muy lejos.

Una explicación seria y en profundidad de esta crisis de la deuda europea requeriría un libro entero, o incluso dos, y eso que aún no ha acabado. Este capítulo no hace más que arañar la superficie, centrándose especialmente en los acontecimientos europeos vinculados o similares a los acontecimientos en Estados Unidos.

## Crisis aquí y allí: similitudes

La crisis financiera en Europa fue en parte de elaboración propia y en parte importada a través del Atlántico desde Estados Unidos, por lo que no sorprende encontrar asombrosas similitudes.

Para empezar, ambas crisis financieras tuvieron sus raíces en burbujas especulativas, principalmente sobre las viviendas pero también sobre los bonos. La demencia inmobiliaria fue particularmente pronunciada en Irlanda, España y Reino Unido, pero también se hizo visible en otras partes, y la locura financiera de la que ya hemos hablado en Reino Unido alcanzó cotas de tragicomedia en Irlanda e Islandia, pero también el propio Reino Unido tuvo su parte. En el resto de Europa, ingenuos inversores desde viudas belgas hasta *Landesbanken* (bancos de ahorros provinciales) alemanes, engañados por esas tentadoras calificaciones AAA, adquirieron los títulos financieros hipotecarios de Estados Unidos con gran júbilo, pensando sin duda que habían dado con una veta de oro: mayores rendimientos sin mayores riesgos; en realidad, lo que encontraron fue el oro de los tontos, y se llevaron un buen chasco. Todo ello suena siniestramente similar a lo sucedido en Estados Unidos durante los años de las burbujas.

El desastre hipotecario atrajo tanta atención que casi nadie pareció darse cuenta de que los márgenes o primas de riesgo entre, por ejemplo, los bonos del gobierno griego y los del gobierno alemán —que, recordemos, supuestamente representan las diferentes probabilidades de impago de cada uno de los dos gobiernos— prácticamente desaparecieron. ¿Acaso era posible que la despilfarradora Grecia no tuviera más probabilidades de entrar en situación de impago financiero que la imperturbable Alemania? La idea era absurda, pero los mercados se quedaron muy cerca de afirmarlo categóricamente; y el desvanecimiento de las primas de riesgo, como sabemos, es el sello distintivo de una burbuja basada en los bonos, sea en Estados Unidos o en Europa.

Cuando estallaron las burbujas de viviendas y de bonos, la recesión se abatió rápidamente sobre Europa, como lo había hecho previamente en Estados Unidos, y por si sus propias burbujas no eran suficientes, en poco tiempo llegó la puntilla en forma de infección virulenta procedente de unos

Estados Unidos posLehman. Prácticamente cada nación europea sufrió un bache, algunos de ellos devastadoramente grandes y profundos: Grecia, Irlanda e Islandia son las primeras historias de terror concretas que vienen a la mente, aunque Reino Unido y España también sufrieron golpes muy duros (el desempleo español, por ejemplo, sigue estando por encima del 25 por ciento). Incluso la poderosa Alemania, un país estable y conservador que no tenía una burbuja inmobiliaria, vio como su PIB se contraía un 6,8 por ciento entre los primeros trimestres de 2008 y 2009, porcentaje notablemente superior a la contracción del 4,7 por ciento en Estados Unidos, y eso que fue Estados Unidos quien comenzó todo el embrollo.

Las recesiones agujerean los presupuestos gubernamentales, tal y como los estadounidenses aprendieron de manera muy dolorosa a partir de 2009. También en este caso, las recaudaciones de impuestos de los países europeos cayeron abruptamente a medida que se contraían sus economías, y también aumentaron los costes de la red de Seguridad Social —gastos en subsidios de desempleo, seguros de salud, pensiones públicas y similares—, ya considerablemente elevados de por sí. La mayoría de los gobiernos europeos, dando un giro de emergencia hacia el keynesianismo, también decidieron luchar contra la recesión con paquetes de estímulos fiscales de varias formas y diversos tamaños, lo que por supuesto también incrementó los déficits presupuestarios.

Y luego estaban los extraordinarios costes de los rescates bancarios. En Estados Unidos se creó el TARP, que tenía autoridad para gastar hasta el 4,7 por ciento del PIB pero nunca pasó del 3 por ciento, y todo lo prestado fue recuperado con intereses. Los parlamentos europeos promulgaron un sinnúmero de rescates en cada país, la mayoría de ellos ad hoc y muchos de ellos mucho más grandes en porcentaje del PIB que los de Estados Unidos, con el fin de evitar el colapso de sus bancos, y el dinero no siempre fue devuelto. La actitud europea difiere radicalmente de la estadounidense; recordemos por ejemplo a aquel miembro del BCE que tras el Día de Lehman declaró: «Nosotros no dejamos quebrar ni siquiera una lavandería».

Por último, decir que en algunos países sus gobiernos asumieron cantidades masivas de deuda *privada* (principalmente de los bancos), y que también este aspecto fue una réplica de lo ocurrido en Estados Unidos, donde

el gobierno federal garantizó, asumió o adquirió la deuda de compañías tan diversas como Goldman Sachs, Bear Stearns, AIG, General Motors y General Electric, entre otras muchas. Sin embargo, existe una gran diferencia: en Estados Unidos, los costes *netos* —después de intereses y reembolsos— fueron pequeños y en la mayoría de los casos eran *negativos* (esto es, beneficios); en algunos países europeos, por el contrario, estos costes fueron muy elevados.

El caso más paradigmático de todos es el del gobierno de Irlanda, que en septiembre de 2008 prácticamente garantizó todos los pasivos bancarios, asumiendo como suyas las deudas, por lo que la ratio deuda/PIB aumentó en cerca de 40 puntos básicos. En teoría, el gobierno irlandés era un prestatario altamente solvente que podía obtener fácilmente financiación en condiciones favorables y afrontar la carga de la deuda mientras los bancos se recuperaban; en la práctica, la temeraria acción convirtió una crisis bancaria en una crisis de deuda soberana. En 2010 el *déficit* presupuestario anual del gobierno irlandés fue de un asombroso 32 por ciento del PIB, estableciendo probablemente un récord mundial moderno.

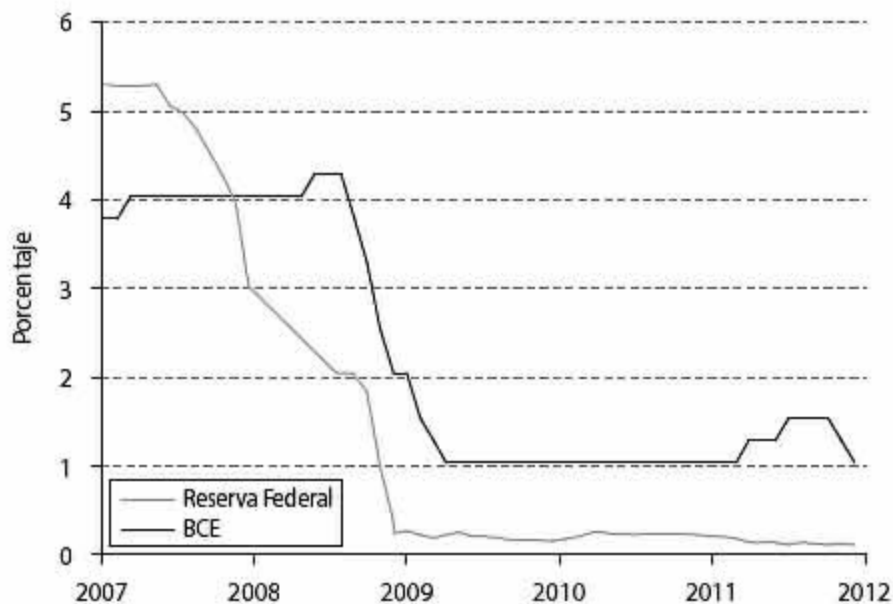
## **Crisis aquí y allí: diferencias**

Hasta aquí las similitudes. Existen también numerosas diferencias, la mayoría procedentes del hecho de que diecisiete países de la Eurozona comparten una moneda y un banco central comunes, pero no un gobierno común.

Durante y después de la crisis, el BCE se quedó muy lejos del nivel de agresividad mostrado por la Reserva Federal a la hora de luchar contra ella. El modo más simple de percibir la diferencia es echar un vistazo al gráfico 16.1, que muestra la evolución de los principales tipos de interés de ambos bancos centrales: el tipo de interés de los fondos federales de la Fed y el tipo principal de refinanciación del BCE. Resulta evidente que el primer banco central reaccionó ante la incipiente crisis con mayor rapidez y decisión que el segundo; por ejemplo, en diciembre de 2008, el tipo de interés de la Fed ya había descendido hasta casi cero, mientras que el del BCE aún se mantenía en el 2,5 por ciento, e incluso *aumentó* dos veces en 2011 (¿en qué demonios

estaban pensando?) mientras la Fed buscaba nuevas formas de estimular la economía. Una de las principales razones de esta diferencia es que la normativa que regula la Fed la obliga a perseguir *tanto* una baja inflación *como* un bajo desempleo, mientras que la del BCE *únicamente* le exige obtener una baja inflación.

GRÁFICO 16.1 Historia de dos bancos centrales  
(tipos de interés de la Fed y del BCE)



Aunque los países de la Eurozona comparten una moneda común y una política monetaria común, igual que los estados de Estados Unidos, las diecisiete naciones están mucho menos integradas a nivel político que los cincuenta estados, y pronto estuvo meridianamente claro que Grecia, Portugal e Irlanda estaban sufriendo baches mucho más profundos que, pongamos por caso, Alemania, Francia y Países Bajos. *En teoría*, los países más débiles precisaban una política monetaria más flexible que los más fuertes; *en la práctica*, el BCE no puede aplicar distintas políticas monetarias a distintos países, sino que es la misma política monetaria para todos.

Igualmente, también existe un único tipo de cambio para todos. Dado que los diecisiete países emplean el euro, la tradicional ruta de escape de una nación atrapada en un profundo bache —una devaluación de su moneda que espolee sus exportaciones— quedaba descartada, lo que sin duda causó una

estupenda tragedia griega. Si durante el verano de 2010 Grecia hubiese tenido su propia moneda, el valor del dracma hubiese caído en picado y la soleada tierra mediterránea se hubiese convertido en un destino irresistible para veraneantes de todo el mundo; sus exportaciones, lideradas por el turismo, hubiesen gozado de un enorme auge, y la recesión griega hubiese acabado inmediatamente. Por desgracia, el euro mantuvo altos los precios griegos, y las revueltas antiausteridad ahuyentaron a los turistas.

La tercera diferencia importante entre Estados Unidos y Europa es tal vez demasiado obvia para comentarla siquiera: Europa tenía a Grecia, y Estados Unidos no. La situación griega es, si se me permite el latinajo, *sui generis*, pues Grecia cuenta con un deprimente historial fiscal: ¡Los economistas Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff han descubierto que Grecia ha estado en situación de incumplimiento de su deuda pública casi la mitad del tiempo desde su independencia, en la década de 1830! Más recientemente, el déficit presupuestario griego ya era grande antes de la crisis, y tras ella se volvió descomunal. Los griegos también han demostrado ser unos recaudadores de impuestos bastante mediocres —podría decirse que realmente ponen poco empeño en ello—, y aunque el gobierno no recibe muchos ingresos, sí que mantiene en nómina a numerosos trabajadores, gente que espera recibir su salario y jubilarse cuanto antes. Todo fruto de la democracia ateniense, supongo.

Para colmo, la recesión global golpeó a Grecia de forma particularmente violenta, por razones que no son difíciles de comprender si se tiene en cuenta que la economía griega se basa principalmente en dos industrias: el transporte de mercancías y el turismo. A finales de 2008 y principios de 2009 el comercio mundial sufrió un enorme colapso comparable al de la Gran Depresión, lo que hirió gravemente al transporte de mercancías; y para millones de personas de todo el mundo, la recesión implicaba que unas vacaciones en Grecia eran un lujo que ya no podían permitirse, lo que hirió gravemente al turismo.

Entre el tercer trimestre de 2008 (el trimestre de Lehman) y finales de 2010, el PIB real griego se contrajo un 10 por ciento. Y no se detuvo ahí, pues un año más tarde, a finales de 2011, dicho PIB era aproximadamente un 16 por ciento menor que su máximo del tercer trimestre de 2008, y aún

continuaba cayendo. Y ahí estaba Estados Unidos pensando que una reducción del 4,7 por ciento del PIB era devastador. A modo de comparación, entre 1929 y 1933 el PIB real de Estados Unidos se desplomó casi un 27 por ciento, dando paso a la Gran Depresión. A finales de 2012 Grecia iba por ese mismo camino.

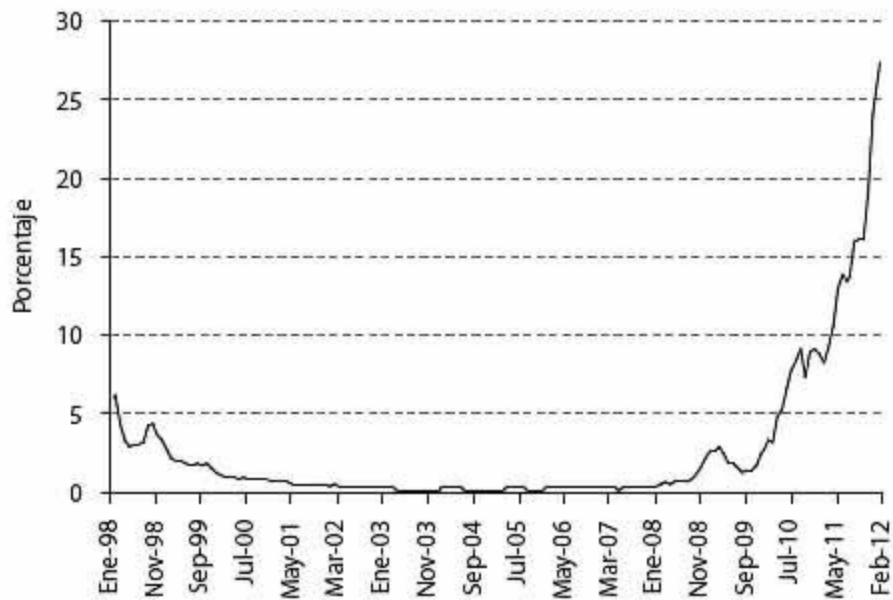
Además, estaba el pequeño asunto de las mentiras sobre sus déficits presupuestarios y la deuda nacional. Grecia fue admitida en la Eurozona en 2001 con un guiño de complicidad, unas cifras maquilladas y una deuda pública muy por encima del límite del 60 por ciento del PIB impuesto por el Tratado de Maastricht. Pero, oye, ¿quién tenía tiempo de fijarse en minucias? En noviembre de 2009, tan sólo un mes después de su elección, el primer ministro Yorgos Papandreu reveló que durante el anterior gobierno se habían producido déficits más grandes de lo admitido; y en un irónico vínculo con las travesuras financieras estadounidenses, parece ser que la ingeniería financiera de Goldman Sachs no fue ajena a la ocultación de la creciente deuda griega por parte de dicho gobierno, cosa que no hizo excesiva gracia a los acreedores de Grecia. La relación griega deuda/PIB, por cierto, ya superaba por entonces el 120 por ciento, un pesado lastre incluso con tipos de interés moderados, aunque muy pronto se tornarían desmesurados.

Es cierto que Estados Unidos tiene gobiernos estatales y locales con un historial de mala gestión, cuyo comportamiento fiscal (o de otras clases) es más bien pícaro, o algo peor. No obstante, resulta inconcebible que un desastre presupuestario en, por ejemplo, Minnesota —cuyo porcentaje respecto del PIB de Estados Unidos equivale aproximadamente al porcentaje de Grecia respecto del PIB de la Eurozona— derribe al país entero; Minnesota se limitaría simplemente, o tal vez no tan simplemente, a entrar en situación de impago. Pues bien, en Europa fue exactamente esto lo que ocurrió: desde comienzos de 2009, los problemas fiscales griegos mermaron la fe en muchos países de la Eurozona, e incluso sobre el propio euro. Todos para uno y uno para todos, ¿no es así?

## **Cuidado con Grecia**

La forma más sencilla de establecer la solvencia percibida de cualquier gobierno europeo es comparar un tipo de interés de uno de sus bonos con el de uno de Alemania, entonces y ahora el estándar europeo por excelencia. El gráfico 16.2 muestra el margen, esto es la prima de riesgo, entre los tipos de interés de bonos a diez años de los gobiernos griego y alemán. Varios aspectos saltan a la vista.

**GRÁFICO 16.2 El mercado examina a Grecia  
(prima de riesgo entre los tipos de interés  
de bonos a diez años de Grecia  
y Alemania)**



Primero, que en una fecha tan tardía como octubre de 2008, el margen estaba por debajo del 1 por ciento; de hecho, si se observa la evolución anterior, puede apreciarse que durante los años 2001-2007 hubo márgenes aún menores, en ocasiones por debajo de los 20 puntos básicos. Antes de la crisis, según parece, el gobierno griego estaba considerado como casi igual de solvente que el alemán. ¿Alguien ha hablado de «burbuja de bonos comerciales»?

Segundo, que la prima de riesgo de la deuda griega se incrementó en casi tres puntos porcentuales en el apogeo de la crisis financiera global, a principios de 2009, ya que los inversores huyeron del riesgo como de la



peste, pero volvió a caer —aunque no hasta los niveles previos— cuando las condiciones financieras internacionales mejoraron a finales de dicho año. Si usted fuese un ciudadano griego, podría fácilmente autoconvencerse de que las subidas y bajadas del tipo de interés de los bonos gubernamentales se debían más a los acontecimientos financieros internacionales que a la situación de Grecia.

Pero a finales de 2009 las cosas comenzaron a cambiar, y los tipos de interés griegos comenzaron una escalada al alza provocada por el aumento de los miedos de los inversores. El gobierno de Papandreu reaccionó proponiendo una serie de programas de austeridad fiscal, anunciados a bombo y platillo con la bendición de las autoridades europeas e implantados con gran rapidez. Fue el detonante de lo que estaba por llegar: algunos de los programas dieron lugar a protestas o incluso revueltas en las calles de Atenas; el tipo de interés de los bonos griegos aumentó, y su credibilidad se hundió. Hagamos el cálculo: si la deuda nacional es del 150 por ciento del PIB y el tipo de interés es del 6 por ciento, el gobierno debe recaudar el 9 por ciento del PIB sólo para poder pagar los intereses, lo que suponía en torno al 30 por ciento de la totalidad de los ingresos del gobierno griego. Problemas.

Tal y como ilustra el gráfico 16.2, la situación comenzó a hacerse insostenible alrededor de abril de 2010. Los acontecimientos se precipitaron rápidamente: más promesas de austeridad fiscal, más protestas y agitación política, más descensos de las calificaciones de las agencias calificadoras y más discusiones sobre paquetes de ayuda procedentes de otros países de la Eurozona, e incluso del Fondo Monetario Internacional (FMI). Cuando el tipo de interés de los bonos griegos alcanzó el 12 por ciento, la cuna de la civilización occidental comenzó a parecer un caso perdido. A comienzos de mayo de 2010 se llegó al primer acuerdo «histórico» de rescate, que alivió la presión durante un tiempo, pero, tal y como muestra el gráfico 16.2, el alivio fue efímero. Dejo al lector el cálculo mencionado en el párrafo anterior con un tipo de interés del 12 por ciento.

Sin embargo, los problemas de Grecia iban más allá de la simple aritmética. A diferencia de Irlanda, que tomó voluntariamente la medicina, Grecia era un paciente díscolo con políticos incontrolables, y además una sucesión de gobiernos griegos había establecido acuerdos con sus ciudadanos

que el Estado ya no podía permitirse. De repente, los griegos se encontraron pagando mayores impuestos, ganando menores salarios, disfrutando de menores servicios públicos y en general viviendo peor. ¿Y todo ello por qué? ¿Para aplacar a los propietarios extranjeros de bonos? Con razón los griegos protestaron de forma tan vehemente y el gobierno incumplió sus promesas una y otra vez.

A medida que se ensanchaba la grieta en la economía de Grecia, sus objetivos presupuestarios se volvieron cada vez más difíciles de lograr, por lo que tras una nueva «cumbre» europea fallida, Papandreu presentó la dimisión en noviembre de 2011. Su gobierno fue reemplazado por una coalición provisional liderada por el tecnócrata Lucas Papademos, un respetado economista que había sido previamente gobernador del Banco de Grecia y vicepresidente del BCE. El gobierno de Papademos duró hasta mayo de 2012, pero fueron necesarias dos elecciones generales para instalar un gobierno de coalición viable. Desde entonces Grecia ha estado caminando en la cuerda floja.

Las dificultades políticas causadas por la situación de la deuda griega no se limitaron ni mucho menos a Atenas, pues en la mesa de negociaciones de la Eurozona no se sentaba un solo país, sino dieciséis más, y en ocasiones también otros países de la Unión Europea, o incluso el FMI. Se dice que en una ocasión, Henry Kissinger preguntó: «Cuando tengo que negociar con Europa, ¿a quién debo dirigirme?»; <sup>104</sup> pues bien, a la hora de negociar un posible rescate, la incapacidad para responder a la pregunta de Kissinger planteó serios problemas. ¿Quién se encargaba de solucionar los problemas europeos? Recordemos que la Unión Europea es una confederación bastante flexible de Estados soberanos, con un gobierno central reducido al mínimo, más parecida a los Artículos de la Confederación estadounidenses que a una nación unificada como la amparada por la Constitución de Estados Unidos. Y recordemos también que los Artículos de la Confederación fracasaron, irónicamente a causa sobre todo de la incapacidad para lidiar con la deuda gubernamental.

Aunque sobre el papel la autoridad en Europa no está muy clara, Alemania y Francia suelen ser los encargados de tomar las riendas. La política interna alemana resulta particularmente intrigante: en tanto que la

mayor economía de Europa, Alemania está destinada a hacerse cargo de la mayor parte de cualquier rescate; sin embargo, los organizados y buenos contribuyentes alemanes desearían saber por qué deben pagar por los fracasos de los indisciplinados griegos, que —así lo creen— trabajan menos horas, se jubilan antes y no pagan sus impuestos. Es una pregunta muy pertinente. Yo mismo suelo pedir a mis compatriotas que traten de imaginar la reacción política en Estados Unidos si se nos pidiese que rescatásemos a Canadá, nuestro amistoso vecino del norte, cuyos habitantes *trabajan* duro, *pagan* sus (elevados) impuestos y *acatan* las normas; ¿cuántos votos a favor obtendría en el Congreso un hipotético rescate canadiense? Ahora, cambiemos *Canadá* por *México* y volvamos a imaginar tal votación; o tal vez baste con recordar la clamorosa trifulca desatada con ocasión de los problemas mexicanos de 1994.

Europa arrastraba sus numerosos pies, chutando cada vez la pelota lo suficientemente lejos como para poder llegar hasta la siguiente cumbre, y a medida que lo hacía, cada vez más países eran arrastrados hacia el fango: Portugal, con sus grandes déficits presupuestarios y su economía poco competitiva, se parecía demasiado a Grecia como para sentirse tranquilo; Irlanda, que había experimentado un monumental auge y desplome inmobiliario, había permitido a sus bancos emprender un surtido surrealista de travesuras financieras y posteriormente los había rescatado con un enorme coste público, pronto estuvo en el punto de mira; España, con su descomunal burbuja inmobiliaria y la precaria situación de sus bancos, e Italia, con su gigantesca deuda pública y su indisciplinado gobierno, eran los siguientes en la lista. Los participantes de los mercados idearon un nombre poco halagüeño para este grupo de países de la Eurozona con problemas, utilizando sus iniciales en un orden escogido con toda la intención: Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España (Spain) eran y son los PIIGS.<sup>105</sup>

Las opciones de cortar la crisis de raíz se fueron desvaneciendo a medida que crecía la lista de países en apuros. Grecia sola era manejable si se lograba poner en cuarentena y rescatarla; después de todo, aunque la deuda pública griega era enorme en relación con su pequeña economía, no suponía ni siquiera el 4 por ciento del PIB de la Eurozona. ¿Podía una cifra semejante plantear una barrera infranqueable para Europa? Aritméricamente, no. Sin

embargo, cuando Portugal e Irlanda se unieron a Grecia en la lista de países rescatables, el problema creció considerablemente; y España, a pesar de tener unas finanzas públicas más razonables, era más grande que Grecia, Portugal e Irlanda juntos. Por último, estaba el caso de Italia, que con la tercera deuda nacional más grande del mundo —sólo por detrás de las de Estados Unidos y Japón— dio la vuelta por completo al viejo tópico: el país era *demasiado grande para poder ser salvado*.

## **El euro da y el euro quita**

Los países de la periferia de Europa se beneficiaron enormemente de su «inocencia por asociación» (con los países fuertes de la Eurozona) durante los años del auge, principalmente en forma de tipos de interés más bajos de lo que podrían haber logrado por sí solos; por poner sólo un ejemplo, los comentados tipos de interés griegos apenas estaban por encima de los alemanes.

Pero cuando comenzó la crisis, el euro se convirtió en una camisa de fuerza: con una política monetaria única para diecisiete países dictada por Frankfurt, los PIIGS no podían salir de sus baches con una mayor fluidez monetaria; ni tampoco depreciando su divisa, puesto que ya no existían el escudo portugués, la libra irlandesa, la lira italiana, el dracma griego ni la peseta española, sino únicamente el euro. Esto dejaba sólo una vía de escape tradicional, esto es, intentar salir del bache mediante políticas fiscales. Pero a medida que la deuda de los gobiernos iba en aumento en la periferia europea, la capacidad de estos países para pedir dinero prestado comenzó a desaparecer; Grecia, concretamente, vio como le cerraban la puerta en las narices. En este caso, formar parte de la Eurozona suponía tener un billete de ida hacia una larga y profunda recesión.

Llama la atención que Reino Unido, que experimentó un enorme colapso financiero, una aguda recesión y un déficit presupuestario casi tan grande como el de Grecia (en porcentaje del PIB), se las arreglara finalmente mucho mejor. Aunque tuvo una doble recesión, no se produjo una crisis de deuda soberana británica; de hecho, los tipos de interés de sus bonos

gubernamentales se mantuvieron a un nivel bajo (y se siguen manteniendo). Muchos economistas insisten en que la razón principal de ello es que Reino Unido sigue teniendo su propia divisa, la libra esterlina, y diseña su propia política monetaria.

También tuvo lugar un caso de culpa por asociación dentro de la Eurozona. Cuando Grecia, Irlanda y Portugal se derrumbaron, haciendo necesario un rescate para cada uno de ellos, los mercados volvieron la vista con recelo hacia España e Italia, y los tipos de interés de estos países se dispararon. Incluso Francia y Austria perdieron sus preciadas calificaciones AAA. Alemania, la economía más solvente de la Eurozona, nunca se preocupó del aumento de los tipos de interés, pues era un refugio seguro; pero sí se preocupó por una posible ruptura del euro, ya que un hipotético nuevo marco alemán se dispararía hacia las nubes y las exportaciones alemanas caerían en picado.

La situación comenzaba a acercarse al famoso refrán, en este caso aplicado al euro: «No puedes vivir con él, pero tampoco sin él».

## **No se puede contar con los bancos** [106](#)

Hasta el momento me he ceñido a la terminología habitual al referirme al desastre en Europa como *crisis de deuda soberana*, pues a los inversores les preocupa la capacidad de algunos gobiernos europeos para pagar sus deudas. Sin embargo, hay que destacar que también existe una *crisis bancaria*, y que a esos mismos o a otros inversores les inquieta también la solvencia de muchos de los grandes bancos europeos. De hecho, ambas crisis están estrechamente vinculadas, pues parte de los problemas de deuda de algunos de los gobiernos se derivan de los gastos realizados para el rescate de sus bancos.

Los bancos más importantes de Europa también poseen una parte considerable de la deuda gubernamental, con la que no pueden permitirse tener pérdidas. Además, la línea que separa los bancos de los gobiernos está mucho más difuminada en Europa que en Estados Unidos; no olvidemos, por ejemplo, las mencionadas lavanderías demasiado grandes para dejar quebrar.

Los estrechos lazos entre los bancos europeos y sus gobiernos crean nuevas vías de contagio. Ya he mencionado el nervioso contagio de Grecia a Portugal, de ahí a Irlanda, de ahí a España, y así sucesivamente; eso fue contagio de gobierno a gobierno. Pero en 2010 se estableció un nuevo tipo de vía: desde la deuda del *gobierno* griego a los *bancos* griegos (que poseen un gran volumen de bonos gubernamentales del país), de ahí a los bancos de otros países europeos (que mantienen importantes relaciones de contraparte con los bancos griegos) y de ahí a todo el sistema financiero global. Además, el contagio se produce también en sentido inverso: en 2012, un rescate europeo de los *bancos* españoles arrojó aún más dudas sobre la deuda soberana de España, debido a que inicialmente tal rescate tomó la forma de nuevos préstamos al *gobierno* español.

Cuando en 2009 Estados Unidos diseñó y llevó a cabo sus exitosas pruebas de estrés, a nadie le preocupaba que los bancos estadounidenses pudiesen sufrir pérdidas procedentes de sus reservas de títulos financieros del Departamento del Tesoro. Sin embargo, cuando Europa aplicó pruebas de estrés similares ese mismo año, los mercados no estaban muy tranquilos. Una posible razón es que los bancos europeos poseían grandes cantidades de deuda gubernamental europea, y no toda ella parecía ser «tan segura como el oro», precisamente. En cualquier caso, los diseñadores de estas pruebas de estrés europeas se negaron a contemplar siquiera la posibilidad de pérdidas procedentes de la deuda soberana, pues habría sido casi imposible, políticamente hablando: ¿a qué países se señalaría con el dedo? Aun así, desestimar el riesgo de la deuda soberana parecía algo surrealista en el contexto europeo del momento.

Europa tampoco fue tan agresiva como Estados Unidos a la hora de apuntalar las posiciones de capital de sus bancos, por lo que si bien la confianza del mercado en los bancos estadounidenses se recuperó con rapidez, siguieron existiendo numerosas dudas sobre la situación de los bancos europeos. Estas dudas eran lo suficientemente serias y persistentes como para que Christine Lagarde afirmase sin rodeos en su discurso de investidura como directora del FMI, en agosto de 2011, que los bancos de Europa necesitaban una «recapitalización urgente». Y añadió: «Ésta es la clave para cortar las cadenas de contagio», y que tal recapitalización debería

incluir «el uso de fondos públicos si fuese necesario». Su severa advertencia parecía estar dirigida especialmente a Francia, lo que resultaba bastante chocante teniendo en cuenta que su cargo inmediatamente anterior había sido el de ministra de Finanzas de ese país. Además, en el momento de su discurso estaba sentada justo al lado de su compatriota Jean-Claude Trichet, entonces presidente del BCE, que acababa de hablar de forma tranquilizadora sobre la situación de los bancos europeos, y que no se mostró excesivamente contento durante el discurso de Lagarde.

## **El rescatador reticente**

Esto nos da pie para traer al BCE a colación.

Según se iba alargando y profundizando la crisis europea, muchos economistas y expertos financieros llegaron a la conclusión de que la forma más plausible para salir de la debacle era que el BCE comprase cantidades masivas de bonos gubernamentales de países de la Eurozona amenazados. Muchos de ellos siguen opinando lo mismo. ¿Por qué? Porque el volumen de dinero requerido era descomunal, y únicamente el BCE tiene la potestad de crear euros en cantidades ilimitadas, dinero que no por casualidad no necesita ser aprobado por los parlamentos europeos. Según su argumentación, la Reserva Federal había señalado el camino con Bear Stearns, AIG, QE1, QE2 y todo lo demás; enormes adquisiciones de activos, financiadas mediante la creación de todo el dinero bancario que fuese preciso, que a su parecer habían salvado el sistema financiero de Estados Unidos. Con certeza el BCE —y *sólo* el BCE— podría hacer lo mismo por Europa.

Pero, por diversas razones, el BCE se mostraba reacio a la hora de involucrarse en la refriega de la deuda soberana. Una razón era el Tratado de Maastricht, tratado que había creado al propio BCE y que contiene la famosa «cláusula de no rescate»:

La Unión [Europea] no debe asumir o ser responsable por los compromisos de los gobiernos centrales, regionales o locales, o cualesquiera otras autoridades públicas, otros organismos regidos por legislación pública u otros proyectos públicos de cualquier Estado miembro. [...]

Suena inapelable, ¿verdad? Y tanto el BCE como muchos gobiernos europeos han esgrimido esta cláusula en repetidas ocasiones. ¿Acaso la compra de deuda de países de la periferia no constituye un «rescate» a estas naciones? Tal vez. Pero lo que a menudo se olvida es que el Tratado de Maastricht también contiene lo que podría denominarse (aunque nunca se hace) una «cláusula de rescate»:

Cuando un Estado miembro se encuentre en dificultades [...] causadas por desastres naturales o por sucesos excepcionales fuera de su control, el Consejo, a instancias de la Comisión, podrá conceder [...] asistencia financiera de la Unión al Estado miembro en cuestión.

Las heridas autoinfligidas, ¿pueden considerarse como «sucesos excepcionales» fuera del control de la nación? Bueno, eso depende de lo creativos que sean tus abogados; Grecia, Portugal, Irlanda, España y Chipre, todos ellos recibieron asistencia.

Sin embargo, la reticencia del BCE a la hora de intervenir no procedía exclusivamente de la cláusula de no rescate, sino también de que, desde hace bastante tiempo, la compra de deuda de nueva emisión *directamente* al gobierno afectado se ha considerado como una mala política por parte de un banco central. A menudo, tal *financiación monetaria* de los déficits presupuestarios de los gobiernos se considera «finanzas inflacionistas», y no sin cierta razón: por ejemplo, fue lo que llevó a los estados de hiperinflación en lugares tan diversos como la República de Weimar (Alemania) en las décadas de los veinte y los treinta, América Latina en los años ochenta y, más recientemente, Zimbabue.

El BCE fue creado a propósito a imagen y semejanza del Bundesbank, y era muy consciente de este historial inflacionista, y aún más de que el sello distintivo de un banco central verdaderamente independiente es su capacidad para resistir las presiones de los gobiernos para monetizar déficits. Teniendo esto en cuenta, el Tratado de Maastricht establece claramente que:

Los créditos al descubierto, o cualquier otro tipo de líneas de crédito con el Banco Central Europeo o con los bancos centrales de los Estados miembros [...] concedidos a instituciones de la Unión [...] o proyectos públicos de dichos Estados miembros



quedan totalmente prohibidos, al igual que la compra directa de instrumentos de deuda de estos Estados por parte del BCE o los bancos centrales nacionales.

*Totalmente prohibidos.* Esto parece un obstáculo insalvable, y los alemanes se tomaron la advertencia muy en serio. Pero en este caso las palabras clave son «compra *directa*»; después de todo todos los bancos centrales compran y venden habitualmente deuda de los gobiernos en el mercado secundario como parte de su actividad normal.

La expresión «finanzas inflacionistas» sugiere una nueva objeción a la adquisición de bonos, objeción que tanto los halcones estadounidenses como los alemanes, que tienen lo ocurrido en Weimar muy presente, recuerdan al resto del mundo una y otra vez: la emisión de dinero puede provocar inflación. En Estados Unidos, la Fed se acogió a su doble obligación de buscar una inflación baja y una tasa de empleo elevada, y la compra de bonos puede resultar crucial para esto último. Sin embargo, el BCE fue creado con un único objetivo estatutario: una inflación reducida; y la emisión de moneda para comprar deuda gubernamental se considera tradicionalmente como una política *inflacionista*, por lo que haría falta un jurista realmente hábil para que se reconsiderara como *antiinflacionista*.

Lo cierto es que mientras Trichet estuvo al frente del BCE, el banco defendió su postura de no sacrificar nunca su objetivo antiinflacionista por ningún motivo, ni siquiera por salvar el euro. En silencio, desde el otro lado del océano, observó con desaprobación la creciente lista de políticas monetarias no convencionales de la Fed, ¿no resultarían inflacionistas en última instancia? De hecho, fue el miedo a la inflación el que impulsó al BCE a *eleva*r ligeramente los tipos de interés en 2011, aunque Europa estuviese en graves aprietos por la crisis de la deuda y el débil crecimiento económico.

Y aún existía otra razón para la no intervención del BCE, en este caso abiertamente política. Varios líderes del BCE afirmaron con franqueza que su reticencia a comprar bonos gubernamentales procedía en parte de su preocupación por la posibilidad de que facilitar tanto las cosas a los gobiernos nacionales redujese sus incentivos a poner en orden su fiscalidad. Se trataba pura y simplemente de una cuestión de riesgo moral: si el BCE

comenzaba a comprar bonos griegos, irlandeses, portugueses, españoles e italianos, los gobiernos de estos países no tendrían tanto interés en resolver sus problemas presupuestarios.

Por todo ello, es probable que la actitud del BCE precipitase en 2011 los cambios de gobierno en Grecia, España e Italia; en dos de estos tres casos, fueron los tecnócratas los que se pusieron temporalmente al timón de lo que supuestamente eran gobiernos de unidad nacional.

## **Super Mario Bros**

Uno de esos tecnócratas era Mario Monti, economista de formación y conocido en ocasiones como *Il Professore*, que fue nombrado primer ministro de Italia el 16 de noviembre de 2011. Por casualidad, esto ocurrió tan sólo quince días después de que otro economista de prestigio, Mario Draghi, ocupase la presidencia del BCE. Pese a no ser hermanos ni guardar ningún parentesco entre sí, en poco tiempo recibieron el apodo de «Super Mario Brothers», en irónica alusión al conocido videojuego. Y vaya si eran súper. Monti se propuso reformar Italia. No sólo su presupuesto sino también sus restrictivas leyes laborales, sus estipulaciones sobre concesión de permisos y licencias, y otras arraigadas prácticas anticompetitivas. Y Draghi, por su parte, cambió el rumbo del BCE prácticamente de la noche a la mañana.

Todo comenzó con los tipos de interés. Como ya se ha mencionado, en un increíble despliegue de torpeza, el BCE había *elevado* sus tipos de interés del 1 al 1,5 por ciento en dos pasos, en abril y julio de 2011. Pues bien, con prácticamente los mismos miembros en el consejo de administración, pero bajo la dirección de Draghi, el BCE revertió ambas subidas en noviembre y diciembre de ese mismo año. Error corregido. Pero esto era sólo el principio.

Con Trichet como presidente, el BCE se había tragado todas sus propias objeciones y, en mayo de 2010, había comenzado a comprar pequeñas cantidades de bonos griegos, irlandeses, españoles, portugueses e italianos, de forma que cinco meses más tarde ya acumulaba 170.000 millones de euros en este tipo bonos, lo cual puede parecer una cantidad elevada, pero era una insignificancia comparada con lo invertido por la Fed. Los críticos afirmaban

que era necesario que las compras de bonos creciesen mucho más, pero el BCE contraatacó con las tres objeciones antes enumeradas: se suponía que no debía financiar déficits presupuestarios, pues tal financiación sacaría del aprieto a gobiernos irresponsables y despilfarradores, y su aversión a la inflación los impulsaba a llevar a cabo operaciones monetarias de compensación para impedir que su propio balance explotase, como le había ocurrido a la Fed. Pero entonces llegó Mario Draghi.

Bajo el mandato del presidente Draghi, el BCE expandió de forma creativa sus preexistentes operaciones de refinanciación a medio y largo plazo (LTRO), llevándolas hacia dimensiones totalmente nuevas, tanto en *volumen* como en *vencimiento*. Bajo esta nueva estrategia LTRO, que comenzó en diciembre de 2011, no sólo se *permitía* sino que se *alentaba* a los bancos a pedir prestadas al BCE grandes cantidades de dinero a plazos tan amplios como tres años, lo cual se alejaba considerablemente del hasta entonces típico crédito a un día de los bancos centrales. Un período de vencimiento de tres años, por cierto, es mucho más largo que cualquier crédito jamás concedido por la Fed. Cuando un banco pide dinero prestado por tres años está haciendo mucho más que corregir un problema temporal de liquidez, pues de ahí a la posesión del capital apenas va un paso.

De un solo golpe, la nueva estrategia del BCE logró reducir considerablemente la gravedad de la crisis bancaria europea, permitiendo a los bancos tener espacio para respirar. Entre diciembre de 2011 y febrero de 2012, los bancos europeos pidieron préstamos al nuevo organismo LTRO por un valor agregado de en torno a 1 billón de euros. Eso es dinero de verdad, y barato, por cierto: el tipo de interés pagado al BCE era del 1 por ciento. Por lo tanto, el BCE se posicionaba por fin como un firme apoyo de sus bancos, igual que la Fed y el Tesoro habían hecho en 2009 con el programa TARP y las pruebas de estrés.

Pensemos en lo que significó el nuevo programa de LTRO para la crisis de la deuda soberana europea. El BCE ya no deseaba comprar más deuda soberana para su propia cartera, tal y como los críticos le habían apremiado a hacer; Draghi continuó insistiendo en lo pernicioso que ello sería, y el antiguo programa de compra de bonos fue desplazado a un segundo plano. Pero mediante la concesión de volúmenes masivos de crédito barato a tres

años a los bancos europeos, el BCE los estaba ayudando a que fuesen ellos mismos quienes lo llevaran a cabo. ¿Y acaso alguien dudaba que los gobiernos europeos se apoyarían en sus bancos para que comprasen su deuda? (Lo hicieron, especialmente en España.) Aunque el BCE no estaba comprando bonos de forma directa, lo que estaba haciendo era permitir que otros lo hicieran en condiciones ventajosas; por ejemplo, los bancos españoles podían pedir prestado al BCE al 1 por ciento y comprar con ese dinero bonos del gobierno español a un interés del 5 por ciento. Un buen negocio, no cabe duda.

Las nuevas LTRO parecían cambiar las reglas del juego, pero no acabaron con la crisis de la deuda soberana. Por supuesto, el BCE no está capacitado para ello, o al menos no más de lo que lo estaba la Fed para resolver el problema de la creciente deuda del gobierno de Estados Unidos; únicamente los propios gobiernos de los países afectados pueden llevarlo a cabo, recortando el gasto y recaudando más ingresos. Las acciones del BCE permitieron ganar tiempo, pero no tanto como se esperaba: en junio de 2012 los bancos españoles recibieron un rescate explícito, y existía una presión creciente para la concesión de más LTRO.

Un mes más tarde los mercados volvían a estar más nerviosos que un flan y el euro estaba de capa caída, hasta tal punto de que había rumores sobre una posible fractura de la Eurozona. Draghi volvió a actuar, en esta ocasión con palabras, afirmando en una conferencia en Londres que el BCE haría «todo lo que sea necesario para preservar el euro», y que «créanme, será suficiente». Eso eran palabras mayores, y los mercados comenzaron inmediatamente a especular sobre si el BCE retomaría, y probablemente mejoraría, su abandonado programa de compra de deuda soberana.

Acertaron de lleno. A principios de septiembre, Draghi anunció la implantación de un nuevo programa llamado Transacciones Monetarias Directas (OMT), que iba mucho más allá de los anteriores programas del BCE. Aunque se limitaba a actuar sobre bonos con períodos de vencimiento de tres años o menos, el *volumen* de compra de deuda soberana bajo las OMT en principio es *ilimitado*, por lo que la cartera del BCE está totalmente abierta. Sin embargo, para poder participar en el programa, cada nación deudora debe aceptar ciertas condiciones (sobre todo, sobre su presupuesto)

establecidas por el fondo de rescate europeo, el Mecanismo Europeo de Estabilidad. El BCE será la fuente de financiación, pero no el juez ni el jurado. Los mercados aplaudieron el programa, pero en el momento de escribir esto aún es pronto para saber con seguridad cómo funcionará en la práctica. Crucemos los dedos.

## Los caballos de Troya

Todo comenzó en Grecia, país que se diferencia del resto de los PIIGS porque su situación fiscal parece un caso perdido por lo menos en dos aspectos.

El primero es que Grecia parece incapaz de cumplir ninguno de sus compromisos: promete recortes en su presupuesto, promete incrementar su recaudación de impuestos, promete reformas económicas, pero nunca lleva a cabo nada de ello. Parte del problema es la falta de voluntad; sencillamente, los griegos nunca han sido unos pacientes responsables, como han sido por ejemplo los irlandeses. Tal y como diría cualquier médico, el paciente no se curará a menos que se tome la medicina recetada. Y las políticas griegas han sido, en fin... «bizantinas».

Pero otra de las causas del fracaso de Grecia está fuera de su control. Sus acreedores en Europa y en el FMI reclaman cada vez más austeridad fiscal —mayores impuestos y menor gasto público— para reducir el déficit presupuestario. Efectivamente, el déficit debe reducirse, pero unas políticas monetarias tan profundamente antikeynesianas han exacerbado la depresión griega —y hablamos de *depresión*, no sólo de *recesión*—, lo cual a su vez hace cada vez más difícil la consecución de cualquier objetivo presupuestario.<sup>107</sup> La lenta Grecia está intentando perseguir un objetivo veloz y en constante movimiento. A cambio del rescate de 130.000 millones de euros acordado en febrero de 2012, Grecia tuvo incluso que comprometerse a reducir su salario mínimo un 22 por ciento. Con unas elecciones generales fijadas para mayo de ese mismo año, ¿alguien pensaba realmente que tal cosa ocurriría? No lo hizo, y de hecho varios partidos radicales obtuvieron un buen rédito electoral haciendo campaña contra el mencionado rescate. Ello hizo

necesario la convocatoria de unas segundas elecciones en junio para que Grecia pudiese contar con un nuevo gobierno, que en agosto ya estaba pidiendo más prorrogas a sus acreedores.

El segundo aspecto es que incluso si Grecia lograra de algún modo llevar a cabo las prometidas reducciones de su déficit, ese enorme esfuerzo no sería suficiente. El objetivo provisional de la ratio deuda/PIB que se le ha fijado para 2020 es del 120 por ciento, y prácticamente nadie espera que lo vaya a conseguir. Pero desechemos el escepticismo por un momento e imaginemos que sí lo consigue: en tal caso, si el tipo de interés medio de la deuda del gobierno griego se redujese hasta el 5 por ciento, pongamos por caso —otra suposición apenas creíble—, Grecia aún tendría que incrementar su PIB en un 6 por ciento sólo para cubrir el pago de los intereses, lo cual supone un enorme lastre. Para conseguir una estabilidad presupuestaria, Grecia debería reducir su ratio deuda/PIB muy por debajo del 120 por ciento. ¿Es eso siquiera posible?

Para colmo, Grecia ya ha incumplido el pago de parte de esta deuda. En una larga serie de negociaciones que comenzaron en el verano de 2011 y culminaron en marzo de 2012, los gobiernos europeos consiguieron grandes quitas *voluntarias* de la deuda griega por parte de sus acreedores, principalmente de los bancos. ¿He dicho voluntarias? Sí, más o menos igual de voluntarias que un trato con un mafioso como Tony Soprano. El acuerdo final imponía una pérdida de más del 75 por ciento para los propietarios privados de bonos, sobre todo para los bancos, dejando vigente tan sólo la deuda de los propietarios de bonos oficiales, como el FMI y el BCE. Algunos acreedores demandaron a Grecia, y la decisión de imponer pérdidas para el sector privado, y *no* para el público, hizo que algunos prestamistas potenciales comenzasen a desconfiar de los bonos de otros gobiernos, hasta que el BCE se comprometió a no volver a hacerlo en su nuevo programa de compra de bonos.

**¿Y ahora qué?**

En el momento de mandar este libro a la imprenta, Grecia se encuentra caminando en la cuerda floja, con serios problemas —económicos y políticos— para poder cumplir sus promesas. Sin embargo, el país lleva caminando en dicha cuerda desde hace ya dos años sin caerse, por lo que parece claro que los griegos tienen un excelente equilibrio. Muchos economistas, yo entre ellos, se preguntan por qué Grecia se sigue empeñando en permanecer en la Eurozona, pues el precio de seguir siendo país miembro parece terriblemente alto, y cada vez es más elevado; sin embargo, las encuestas siguen mostrando un fuerte apoyo al euro. Qué cosas.

De palabra y obra, Irlanda parece dispuesta a pagar cualquier precio —excepto renunciar a su estatus de paraíso fiscal corporativo— para permanecer en la Eurozona. Portugal se encuentra en un punto intermedio, con problemas presupuestarios similares a los de Grecia, aunque no tan malos, y con un deseo de seguir formando parte del euro parecido al de Irlanda, aunque no tan fuerte. España parece menos segura, aunque a causa más de sus temblorosos bancos, susceptibles de un fuerte programa de rescate, que de sus finanzas públicas; como ya se ha dicho, los bancos son un gran lastre para su gobierno. En cuanto a Italia —¡esperamos!— ha iniciado su camino hacia la salvación bajo el liderazgo de Súper Mario Monti. Mientras tanto, en Europa, su nuevo banquero jefe, Súper Mario Draghi, parece estar sacando su Bernanke interno.

Está claro que los europeos están viviendo una época interesante y, debido a sus vínculos internacionales, también los estadounidenses. En 2008 un pánico financiero en Estados Unidos infectó rápidamente a Europa y al resto del mundo, y si en 2013 se produjera un pánico financiero similar en Europa, infectaría rápidamente a Estados Unidos, poniendo en peligro la incipiente recuperación de este último. Esta situación se conoce como la hipótesis «Lehman II», y desde luego nadie desea llegar a verla convertida en realidad.

## Nunca más: el legado de la crisis

La Historia no se repite, pero en ocasiones rima.

Cita atribuida a MARK TWAIN

En Estados Unidos han pasado muchas cosas desde 2007, las suficientes como para hacer que muchas cabezas hayan dado enloquecidas vueltas y para que mucha gente no haya cesado de fruncir el ceño en cinco años, así como para llenar dieciséis capítulos de este libro. Pero la cosa no ha acabado, ni mucho menos. Este capítulo señala el fin del *libro*, pero no de la *historia*: la economía estadounidense aún camina cojeando, y Washington sigue estando en punto muerto, con un nuevo Congreso recientemente inaugurado. Estados Unidos tiene pendiente la mayoría de las tan esperadas decisiones para encontrar la «salida», y las decisiones que se tomen afectarán profundamente a su futuro.

### La agenda política

#### *Es la economía, estúpido*

Lo lógico es comenzar por el estado de la economía nacional, que puede ser el peor legado de la crisis. Más de cuatro años después de que Lehman Brothers se declarase en bancarrota, los responsables políticos aún están



curando las heridas de la frágil economía para que recupere su salud. Una tasa de desempleo cercana al 8 por ciento es mucho mejor que una cercana al 10 por ciento, pero aun así está lejos de ser óptima; el objetivo debería fijarse entre el 5 y el 5,5 por ciento, y la aceptación de cualquier tasa superior a este intervalo implica un derrotismo injustificado. La Reserva Federal parece estar de acuerdo con ello, pues ha fijado su propio objetivo oficial entre el 5,2 y el 6 por ciento. El problema es que no se está avanzando hacia él con la suficiente rapidez.

La épica batalla entre halcones y palomas en el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) aún se desarrolla con virulencia. Los halcones de la Fed parecen más preocupados por la inflación *que podría haber* que por el alto desempleo *que aún existe*, por lo que mi apoyo personal se encuentra del lado de las palomas. La reserva de munición del presidente Bernanke ya no está tan bien provista, pero aún no se ha agotado, y parece dispuesto a seguir disparando. Éstas son las buenas noticias.

## *La política fiscal y el presupuesto*

Las malas noticias son que la política fiscal parece paralizada, tanto por el fantasma de los déficits presupuestarios superiores al billón de dólares —en sí mismos producto principalmente de la crisis— como por la disfunción provocada por el partidismo del Congreso. Las elecciones de 2012 mantuvieron básicamente la misma composición de partidos y no redujeron el déficit ni un solo centavo, por lo que ya veremos qué pasa. El problema es que la esperanza no es una política; es preciso implantar leyes. El desastre presupuestario de Estados Unidos está empezando a resultar kafkiano, porque la idea básica de una posible solución está muy clara: combinar un modesto estímulo fiscal inmediato con una gran reducción del déficit en el futuro. La primera parte se traduciría en impuestos más elevados (lo siento, republicanos), y la segunda, en un gasto público más reducido (lo siento, demócratas).

Si se mira el mundo a través de unas gafas de color de rosa tal vez se pueda ver a dos partidos avanzando pasito a pasito en la dirección correcta. Por desgracia, «pasito a pasito» no es suficiente; hay demasiado espacio para infinidad de disputas por los detalles, y en este momento es indispensable adoptar la solución Nike —*Just do it! (¡Simplemente, hazlo!)*— lo antes posible. El plan Simpson-Bowles señala el camino, e imagino que algún día se aprobará aunque sea un primo lejano de éste. Algún día, pero no hoy.

### *El inflado balance de la Fed*

Mientras tanto, la Reserva Federal tiene en sus libros de cuentas unos activos por valor de casi 3 billones de dólares; un incómodo legado de sus prodigiosos esfuerzos para luchar contra la crisis financiera y acortar la Gran Recesión, cuando antes de la crisis «apenas» contaba con unos 900.000 millones. La Fed desearía poder reducir *en algún momento* un balance tan excesivamente inflado, así como normalizar los tipos de interés. El presidente Bernanke ha esbozado la estrategia de salida del Banco Central, en la que en cierto modo se establece que la Fed comenzará a elevar sus tipos de interés mucho antes de que su balance haya descendido hasta niveles aceptables. Sin embargo, actualmente parece estar esperando a que la economía alcance una situación algo más boyante o a que surjan signos de inflación antes de dirigirse a la salida, y ninguna de las dos cosas parece estar a la vuelta de la esquina.

### *El fantasma del riesgo moral del pasado*

Uno de los legados menos agradables de las medidas de emergencia instauradas en 2008 y 2009 es la creación de riesgo moral por todas partes: rescates, ayudas, garantías y similares que lograron salvar del abismo a muchos inversores, compañías e incluso algunos ejecutivos y operadores financieros. A pesar de lo que afirman los ayatolás del riesgo moral, tales

acciones *no* fueron un error; si la postura anti riesgo moral hubiese prevalecido, los buenos principios morales hubiesen salido indemnes, pero la economía no. En este caso, la necesidad dio preferencia al pragmatismo.

No obstante, actualmente el riesgo moral es un rasgo poco deseable en el paisaje financiero. Una cuestión importante del *nunca más* consiste en convencer a los mercados financieros de que *no* se les rescatará de sus futuros errores, y que el juego «cara, gana el inversor; cruz, pierde el contribuyente» es un juego en el que la ciudadanía ha dejado de querer participar. Pero la inocencia se ha perdido —si es que en algún momento existió realmente—, y los inversores han visto el comportamiento del gobierno de Estados Unidos en una situación de emergencia extrema; si en el futuro surgiesen circunstancias similares, sin duda esperarán un trato similar.

En este aspecto, los ayatolás del riesgo moral tienen razón: se debe convencer a los mercados de que una cosa son las emergencias y otra muy distinta los períodos de normalidad. La Ley Dodd-Frank intenta dejar clara esta distinción, en parte insistiendo en que las instituciones financieras moribundas deben recibir la extremaunción, no ser resucitadas a costa del dinero público. Recordemos el adagio clave del poder legislativo: «Los contribuyentes no deben asumir ninguna pérdida». Ya veremos cómo funciona eso en el futuro.

## *El virus de las ejecuciones hipotecarias*

Tal vez el legado más doloroso de la crisis financiera es el tsunami de ejecuciones hipotecarias que aún hoy continúa arrasando Estados Unidos. Muchos aspectos de la crisis sorprendieron a los responsables políticos; éste no: las oleadas de desahucios fueron detectadas con antelación, pero no se pusieron los medios necesarios para detenerlas. Los programas de mitigación fueron fracasando uno tras otro, principalmente por intentar ahorrar demasiado y por hacerlos demasiado complicados. En febrero de 2012 el gobierno de Estados Unidos y los fiscales generales del Estado alcanzaron un nuevo acuerdo «histórico» con los principales bancos de la nación, en esta ocasión sobre el escandaloso número de irregularidades legales y procesales a

la hora de acometer las ejecuciones hipotecarias. Para librarse del posible castigo, los bancos pusieron sobre la mesa 26.000 millones de dólares con el fin de ayudar a propietarios en apuros, lo que no era más que una gota en un balde de agua; y además, en mayo de 2012 se filtró la información de que muchos gobiernos estatales estaban interceptando el dinero antes de que llegase a los propietarios. Irónicamente, el principal efecto a corto plazo de este acuerdo fue permitir que muchas ejecuciones hipotecarias, hasta entonces bloqueadas por disputas legales, tuviesen vía libre para continuar el procedimiento. Aún hoy, el exceso de ejecuciones hipotecarias continúa lastrando la economía estadounidense.

### *¿Alguna hipoteca en su futuro?*

Tal y como comentó con bastante acierto el periodista David Frum, «los artífices del sistema hipotecario estadounidense esperaban conseguir la seguridad del gobierno, la integridad de la banca local y el ingenio de Wall Street. Sin embargo, lo que consiguieron fue el ingenio del gobierno, la seguridad de la banca local y la integridad de Wall Street». Ahora este sistema ha quedado en ruinas, destrozado por la crisis. Fannie Mae y Freddie Mac avanzan renqueantes en forma de filiales del Departamento del Tesoro estadounidense, y nadie desea mantener tal situación indefinidamente. La recreación de un sistema viable que sea más seguro que el anterior ocupa un lugar muy destacado en la agenda nacional, pues después de todo los estadounidenses siguen desando comprar viviendas, y presumiblemente no pagándolas al contado. El mercado inmobiliario, en estado catatónico durante años, parece mostrar por fin algunos signos de vida; tal vez sea un buen momento para dedicar más atención a la creación de un sistema hipotecario con el que se pueda vivir.

### *Una nueva normativa financiera*

El último de los legados de la catástrofe financiera son las 2.319 páginas de la Ley Dodd-Frank, que reescribieron la totalidad de la legislación sobre finanzas. La implementación de la Ley Dodd-Frank es una tarea hercúlea que apenas ha comenzado, pero que es absolutamente necesario que se lleve a cabo. Como ya he comentado, primero se redactan las leyes, seguidamente se detallan las reglas y normas, a continuación se observa cómo funcionan en la práctica y finalmente se realizan ajustes. La fase de redacción de la ley finalizó en julio de 2010, aunque actualmente aún hay miembros del bando republicano que desean desmantelarla; la fase de detalle de las normas está actualmente en marcha, y parece una batalla de trincheras, sin Dodd ni Frank presentes para defenderla, y la aplicación práctica apenas está dando sus primeros pasos. En las postrimerías de la crisis, se necesita algo más que el cambio del marco legislativo, pues también es preciso modificar la forma de hacer negocio de los bancos y de otras instituciones financieras; no olvidemos que fueron sus vergonzosas prácticas, junto con la negligencia reguladora, las que causaron toda la debacle.

## **Los diez mandamientos financieros**

Así pues, ¿cuáles son algunos de los principios clave para que las finanzas avancen en la dirección correcta? Según un viejo chiste, existen tres secretos para poder diseñar un sistema financiero seguro y solvente, el problema es que nadie sabe cuáles son. No obstante, permítame el lector intentar sintetizar las principales lecciones financieras que nos ha dejado la crisis en diez mandamientos para el futuro de las finanzas.

### *1. No olvidarás que la gente olvida*

Volviendo la vista atrás, Tim Geithner atribuyó la crisis a la amnesia colectiva, al menos en parte: «No había memoria de una crisis extrema, ni tampoco de lo que podía suceder cuando una nación permite que se acumulen enormes cantidades de riesgo». Las pruebas del olvido colectivo están por

todas partes: en los mercados, en el Congreso y en las cacareadas instituciones financieras. Hyman Minsky, el economista renegado que ofreció argumentos en contra de la supuesta eficiencia del mercado, nos enseñó, o más bien *debería habernos* enseñado, que lo habitual es que los mercados especulativos caigan en el exceso, pues ésa es su función. Según Minsky, una de las principales razones es que, a diferencia de los elefantes, la gente *olvida*. Cuando hay vacas gordas, los inversores esperan que sigan gordas indefinidamente; pero no lo hacen, y cuando las burbujas explotan, los inversores siempre se ven sorprendidos. Por tanto, deberíamos recordar siempre a Minsky: los mercados y la gente olvidan.

## 2. *No confiarás en la autorregulación*

El concepto de autorregulación de los mercados financieros constituye un oxímoron, tal vez incluso un cruel engaño: se necesita una regulación *real*, guardas de zoológico que vigilen a los animales. Los gobiernos no pueden y no deben externalizar esta función a la *disciplina del mercado* (otro oxímoron) o a las agencias de calificación, que están en el negocio para obtener beneficios, pues es competencia de tales gobiernos y es preciso que se lleve a cabo de forma más diligente. Y aunque es cierto que existe el peligro del *exceso* de regulación, ahora mismo yo no me preocuparía demasiado por ello, teniendo en cuenta lo sucedido en los últimos años. En general, la Ley Dodd-Frank refleja esta postura con bastante acierto, aunque seguramente se irán descubriendo defectos a medida que pase el tiempo.

## 3. *Respetarás a los accionistas*

Los directores de las corporaciones deberían recordar que los consejos de administración deben supuestamente observar y controlar el comportamiento de los altos ejecutivos —que después de todo son *empleados* de la compañía, no miembros de la realeza—, así como velar por los intereses de los accionistas. Sin embargo, estos directores se quedaron con demasiada

frecuencia dormidos al timón y no hicieron ninguna de las dos cosas, y tanto sus compañías como la ciudadanía sufrieron su perniciosa irresponsabilidad. Por ello, los miembros de los consejos de administración deberían prestar mucha más atención. Es cierto que ya se ha intentado obligarles a ello —por ejemplo, con la Ley Sarbanes-Oxley de 2002— con un éxito bastante reducido, pero eso no es excusa; hay que seguir intentándolo.

#### *4. Incrementarás la importancia de la gestión del riesgo*

Resulta que lo que no conoces *sí que puede* hacerte daño. Cuando se permite a los directores de las estrategias de negocio saltarse olímpicamente la labor de los gestores del riesgo, lo que lamentablemente es la norma, las compañías acaban dejándose llevar demasiado por la avaricia y no lo bastante por el miedo y la prudencia. Los altos ejecutivos, los consejos de administración y —gracias a la Ley Dodd-Frank— los reguladores, todos comparten la responsabilidad de asegurar que los sistemas de gestión del riesgo de las compañías financieras están a un nivel satisfactorio. No es algo que se pueda dar por supuesto: es preciso comprobarlo, pues incluso JPMorgan Chase, entidad alabada durante mucho tiempo por su buena gestión del riesgo, fue pillada con la guardia baja cuando sufrió pérdidas operativas en Londres en 2012. Todo el mundo debe intentar hacerlo mejor, sin excepciones.

#### *5. Usarás menos apalancamiento*

Thomas Alva Edison, que sin duda sabía bien de lo que hablaba, dijo en una ocasión que «la genialidad es un 1 por ciento inspiración y un 99 por ciento transpiración». Pues bien, en el mundo de las inversiones existe mucha menos genialidad —y mucha más habilidad para vender— de lo que a los excesivamente bien pagados Amos del Universo les gustaría que la gente continúe creyendo. Los grandes rendimientos son a menudo ilusorios, un simple producto de la aplicación de un fuerte apalancamiento de las

inversiones ordinarias (las viviendas son un buen ejemplo de ello). En el jardín de infancia de las finanzas aprendemos que unos rendimientos cada vez más elevados sólo llegan mediante la asunción de mayores riesgos, y es una verdadera lástima que tanta gente haya olvidado esta lección cuando llega a la universidad de las finanzas. Un atracón de apalancamiento se parece mucho a una borrachera con alcohol, pues sus principales efectos son amnesia y resaca. Por ahora, muchas de las nuevas normas poscrisis, por no hablar de las experiencias cercanas a la muerte de muchas de las grandes instituciones financieras estadounidenses, están empujando a la baja el apalancamiento; veremos qué ocurre a medida que la gente vaya olvidando.

## 6. *Lo harás sencillo, estúpido*

Las finanzas modernas florecen en la complejidad; de hecho, se podría decir que la idea central de la ingeniería financiera es la complejidad. Sin embargo, hay que preguntarse si todos esos sofisticados instrumentos financieros realmente son beneficiosos para la economía, o si por el contrario están diseñados para enriquecer única y exclusivamente a sus diseñadores. Los economistas están acostumbrados a considerar cualquier innovación como inequívocamente positiva, en el sentido de que eleva la calidad de vida. Pero ¿es eso *siempre* cierto en el caso de las finanzas? ¿Acaso lo es *a menudo*, siquiera? No pretendo insinuar que *todas* las innovaciones financieras sean perniciosas; como señaló Paul Volcker, el cajero automático fue enormemente beneficioso, al igual que los fondos mutuos, los fondos del mercado monetario y las carteras hipotecarias más sencillas. Pero ¿quién necesita las CDO<sup>2</sup>? ¿De qué forma han contribuido estas monstruosidades a la mejora de la humanidad? Por supuesto, la simplicidad y la complejidad dependen del cristal con que se las mira, y en la práctica no pueden ser legisladas, y probablemente ni siquiera reguladas, por lo que no queda más remedio que fiarse del buen juicio, la transparencia, y —aquí tenemos de nuevo la frasecita— la *disciplina de mercado*. Si es que realmente existe.



## *7. Estandarizarás los derivados y comerciarás con ellos en mercados regulados*

Los derivados adquirieron muy mala reputación durante la crisis. ¿He dicho *adquirieron*? En realidad, la mala reputación ya la tenían desde mucho antes. Sin embargo, no todos los derivados son armas financieras de destrucción masiva: cuando son directos, transparentes, están bien garantizados, negociados en mercados razonablemente líquidos entre partes con buena capitalización, y *correctamente regulados*, pueden cubrir adecuadamente los riesgos existentes y redirigir los riesgos no cubiertos hacia aquellos que estén más dispuestos a asumirlos, tal y como sostienen sus defensores. Pero es preciso tener mucho cuidado con los derivados personalizados, opacos, y negociados en mercados no regulados (OTC), ya que éstos son los peligrosos y los que probablemente se adecúen más a los intereses de sus emisores y sus operadores que a los de sus clientes. La Ley Dodd-Frank avanza ligeramente en la dirección de una mayor estandarización de los derivados y un mayor comercio en mercados regulados, pero no avanza lo suficiente, ni mucho menos; la resistencia por parte de la industria es feroz, ya que su gusto por los derivados altamente rentables, personalizados y OTC es desmesurado.

## *8. Registrarás todo en el balance*

Algunas actividades financieras importantes, e incluso la totalidad de algunas entidades financieras, fueron eliminadas de los balances de los bancos con el fin de evitar la aplicación de las regulaciones sobre el capital —esto es, para incrementar el apalancamiento, contraviniendo así el quinto mandamiento financiero—, aunque a veces existían otras razones. No obstante, parafraseando la vieja canción, cuando se engaña a la gente que uno busca, es posible que uno acabe engañándose a sí mismo. La crisis financiera puso de manifiesto un hecho bastante embarazoso: que muchos consejeros delegados tan sólo tenían una vaga idea de la existencia de todos los SIV, conduits y demás entidades no registradas en los balances de sus compañías. ¿Amos del Universo? ¡Venga ya! ¡Si ni siquiera eran los amos de sus propias

compañías! La Sección 165 de la Ley Dodd-Frank establece que «el cómputo del capital a fin de cumplir los requisitos de capital debe incluir todas las actividades de la compañía no registradas en su balance». Bien, es un paso hacia la conversión de las entidades fuera de balance en entidades seguras, legales y muy escasas; ahora sólo hay que asegurarse de que la normativa se cumple.

## *9. Modificarás los perversos sistemas de retribución*

Los sistemas de compensación disfuncionales pueden crear incentivos para que se produzcan disfunciones, valga la redundancia: el hecho de dar a los operadores financieros fabulosas recompensas por una inversión exitosa, pero una simple colleja por una inversión fallida, y de ofrecer a los agentes inmobiliarios comisiones basadas en el volumen y no en la calidad hipotecaria, los invita a asumir demasiados riesgos; concretamente, a asumir más riesgos de los que a los *accionistas* —o si es el gobierno el que mantiene la compañía, a los *contribuyentes*— les gustaría que asumiesen. Los consejeros delegados y los consejos de administración deberían hacer cumplir este mandamiento, pero si no lo hacen es muy posible que sea necesario que el gobierno emplee mano dura para garantizar el cumplimiento.

## *10. Te ocuparás de los ciudadanos-consumidores corrientes*

El último mandamiento financiero va en la línea del séptimo de los Mandamientos originales: *No hurtarás*. Hace mucho tiempo que se sabe que los mansos no heredarán nunca su parte de la tierra si se ven continuamente privados de sus bienes, así como que la moralidad precisa de leyes que la hagan valer. Si hay algo que nos ha enseñado la crisis es que la falta de protección de los consumidores poco sofisticados frente a las prácticas

financieras depredadoras puede realmente socavar toda la economía; no deberíamos olvidar esta lección, y la nueva Oficina de Protección financiera del consumidor debería ayudarnos a no olvidarla.

## **Un programa de rehabilitación en siete pasos para los responsables políticos**

Tal vez la ironía más exquisita de todo este lamentable episodio es que los mercados financieros libres, innovadores e inadecuadamente regulados a punto estuvieron de provocar en Estados Unidos la Gran Depresión II. El gobierno federal acudió raudo a detener la hemorragia y a intentar contener el desastre, y aunque su intervención estuvo lejos de ser perfecta, sus esfuerzos tuvieron un éxito considerable: lo peor no llegó a suceder. Y sin embargo el mundo político ha acabado furioso con el gobierno; nadie se ha apresurado a colgar medallas de los cuellos de Ben Bernanke, Hank Paulson y Tim Geithner, y mucho menos del de Barack Obama, que ha sido tildado simultáneamente de socialista por intervenir demasiado y de fracasado por hacer demasiado poco. Pese a lograr su reelección en las elecciones de 2012, el escaso margen obtenido no puede considerarse precisamente un voto de confianza.

Es muy posible que la asombrosa combinación de *medidas políticas exitosas y fracaso político* sea el legado más extraño de la crisis financiera, y ello conlleva unas importantes lecciones para el futuro: ¿Qué deberían hacer de forma diferente los responsables políticos la próxima vez que se acabe la música, incluso si la melodía de entonces no tiene nada que ver con la que se podía escuchar en 2007 y 2008? He aquí mi Programa de rehabilitación en siete pasos para los obstinados (o exhaustos) responsables políticos; deberían seguir el camino marcado en él *a la mayor brevedad posible*, antes de que Estados Unidos tenga tiempo de volver a crear un nuevo gran desastre.

*Paso 1: No tratar de hacer demasiadas cosas al mismo tiempo*

Estados Unidos tiene un problema constitucional, un problema de partidismo y un problema de ancho de banda, y todo ello exige agendas políticas más reducidas, contenidas y concentradas que la que intentó llevar a cabo el presidente Obama. El problema del partidismo tiene cura, pero tendrá que pasar bastante tiempo para ello.

### ***El problema constitucional***

James Madison, considerado el Padre de la Constitución de Estados Unidos, y sus colegas cofundadores, diseñaron deliberadamente una forma de gobierno de pequeño gobierno; el problema es que con todos esos controles existentes entre poderes, es difícil que el gobierno federal consiga realmente llevar a cabo cualquier cosa. Si además se añade a tal diseño original un partidismo rabioso (que el propio Madison tuvo ocasión de conocer ya en su tiempo), la necesidad de una mayoría cualificada del 60 por ciento en las votaciones del Senado (punto que *no* figura en la Constitución) y otras tácticas obstruccionistas (principalmente en el Senado), el resultado es una estupenda receta para crear un buen bloqueo político. Estos bloqueos pueden romperse aplicando la fuerza política necesaria, pero no es nada fácil; y resulta especialmente difícil cuando uno intenta abrirse camino en varias direcciones a la vez. Por eso afirmé en su momento que Obama debería haberse «centrado como un rayo láser en la economía».

### ***El problema del partidismo***

La era de la cordialidad terminó hace mucho tiempo. Al menos desde los días de Newt Gingrich en la Cámara de Representantes, si no antes, la política estadounidense se ha convertido en una sanguinaria cacería, en la que cada partido no se limita a oponerse a las políticas del otro partido, sino que intenta «liquidar» a sus líderes, tal y como Gingrich hizo en 1989 con el portavoz demócrata del Congreso y como intentó hacer con Bill Clinton en 1998. Cuando en cierta ocasión preguntaron a Gingrich por qué el bando republicano del Congreso estaba intentando impugnar a Clinton por un escándalo sexual, su respuesta fue sorprendente: «Porque podemos». Bonita razón. Un pensamiento similar, supongo, al que llevó al líder del grupo minoritario del Senado, Mitch McConnell (republicano por Kentucky), a

declarar en octubre de 2010: «Nuestro logro más importante sería que el presidente Obama no tuviera un segundo mandato». ¿Qué tal sacar a la economía estadounidense del abismo en el que había caído? ¿O poner fin a la guerra en Afganistán? Cuando el partidismo alcanza estos niveles, hay que tener mucha suerte para conseguir un solo objetivo importante, ya no digamos veinticinco.

### ***El problema del ancho de banda***

Los ciudadanos se suelen ver bombardeados con toneladas de información, por lo que, desorientados ante tal sobrecarga informativa, se vuelven altamente vulnerables ante distorsiones deliberadas de la realidad, cuando no ante mentiras puras y duras. Y con tantos mensajes que absorber o que filtrar, la ciudadanía tiene una capacidad limitada para sumergirse por completo en las complicadas cuestiones de política nacional. Este comportamiento no es irracional; después de todo, ¿quién cree realmente que su voto, su correo electrónico o su carta cambiarán la política nacional? Formarse ideas a partir de fragmentos de información es mucho más fácil que mantenerse bien informado sobre cuestiones complicadas, y los sobrios mensajes políticos se las ven y se las desean para hacerse oír entre todo el estrépito.

### ***Paso 2: Explicarse ante la ciudadanía***

Conseguir hacer cualquier cosa en la democracia estadounidense resulta diabólicamente difícil a menos que se cuente con el apoyo de la ciudadanía. En los sistemas *parlamentarios*, con frecuencia el primer ministro puede forzar la aprobación de todo lo que quiera a través de la legislatura; Reino Unido, por ejemplo, a veces es conocido como «dictadura con elecciones ocasionales». En un sistema *congresual* como el de Estados Unidos, por el contrario, el presidente propone y el Congreso *dispone*, a menudo de forma literal. Sin embargo, el Congreso suele seguir los resultados de las encuestas, por lo que, de acuerdo con la frase de Geithner, si se pierde a la ciudadanía se puede perder todo, incluidas la iniciativa política y las siguientes elecciones.

La Administración Obama debería haber anunciado, a bombo y platillo y desde el principio, un mensaje firme y consistente dividido en cuatro partes:

1. Así es como nos hemos metido en semejante embrollo.
2. Esto es lo que proponemos para solucionar los problemas.
3. Tenemos un plan coherente, y he aquí por qué tiene sentido.
4. Esto va a llevar tiempo, de modo que tengan paciencia.

Nunca lograré entender por qué el presidente Obama, a quien en 2008 considerábamos tan buen comunicador, no fue capaz de trasladar este mensaje al electorado una y otra vez. No obstante, el problema de comunicación iba mucho más allá de las políticas económicas. Tal y como afirmó en 2012 el frustrado columnista Thomas Friedman, de *The New York Times*, «Barack Obama es un gran orador, pero es el peor presidente que he visto a la hora de explicar sus logros, ponerlos en el contexto adecuado y conectar con la gente a nivel emocional mediante la repetición de sus mensajes, influyendo así en la forma en la que la ciudadanía considera tal o cual cuestión».

### *Paso 3: Decirlo todo en un lenguaje que la gente corriente pueda entender*

Muy poca gente lleva dentro un analista político, por lo que si se habla en un lenguaje demasiado técnico, lo más probable es que se incordie a mucha más gente de la que se ilumine. Sin embargo, los estadounidenses tiene bastante sentido común, y si se dispone de un buen planteamiento y se argumenta de forma clara y concisa, hay muchas probabilidades de acabar ganando el caso en el tribunal de la opinión pública. Llevar esto a cabo puede requerir el uso de hábiles analogías, eslóganes o trucos efectistas, y sin duda precisa del uso de metáforas, pues la gente se siente más identificada con las historias que con los silogismos. Cualquier explicación pública de Bill Clinton es un claro ejemplo de ello, ya que es un consumado maestro.

## *Paso 4: Repetir los pasos 2 y 3*

Hay que hacerlo una, y otra, y otra vez, especialmente cuando un mensaje es complicado; nunca hay que tener miedo de decirlo demasiadas veces. Así pues, repetir, repetir y repetir. Por desgracia, el presidente Obama no lo hizo.

## *Paso 5: Mantener bajas las expectativas*

Los problemas sencillos son fáciles de resolver, si se me permite la perogrullada, pero los complicados son otro cantar, y con frecuencia los gobiernos no pueden hacer mucho más que tratar de controlar los daños en la medida de lo posible. Por ejemplo, cuando quebró Lehman no había nada que las Administraciones de Bush o de Obama pudieran haber hecho para prevenir la severa recesión que siguió. Lo peor que se puede hacer es comprometerse excesivamente, especialmente cuando la capacidad para controlar los acontecimientos es limitada. Ante la duda, lo más seguro es comprometerse lo menos posible, por al menos dos razones:

Una es que, muy probablemente, la mejoría llegará con lentitud. Los problemas económicos casi nunca desaparecen de la noche a la mañana, sino que tienden a disiparse muy lentamente como si de una espesa niebla se tratase, por lo que durante bastante tiempo la ciudadanía notará poco o ningún progreso. Por ello, eso es lo que se ha de procurar que los ciudadanos esperen, y no arreglos rápidos, pues de otro modo su capacidad de atención intrínsecamente reducida dominará el discurso político.

La otra es que no hay castigo político por hacerlo *mejor* de lo esperado, pero sí, y mucho, por hacerlo *peor*, tal y como el equipo de Obama aprendió por las malas. Los republicanos se agarraron como lapas al error de predicción cometido a finales de 2008 y lo usaron para golpear una y otra vez a los demócratas, llegando incluso a presentarlo como «prueba» de que el estímulo fiscal había fracasado, pese al hecho de que la tasa de desempleo había superado el 8 por ciento *antes incluso de que se aprobase el proyecto de ley de 2009*. Increíblemente, esa misma predicción excesivamente

optimista fue incluso utilizada contra el presidente Obama y sus políticas cuatro años después, durante la campaña electoral de 2012. Oye, el desempleo superó el 8 por ciento, ¿o no?

### *Paso 6: Prestar mucha atención a la actitud, a los prejuicios y a las ideas erróneas de la ciudadanía*

En política, como en el comercio de bienes y servicios, el cliente siempre tiene razón; bueno, en realidad no siempre, por supuesto, pero el vendedor inteligente siempre se la dará, y un político inteligente debería hacer lo mismo. Ésta es una de las razones por las que las explicaciones exhaustivas son tan importantes (ver paso 2). Las actitudes básicas de la gente son muy difíciles de cambiar: intente, por ejemplo, convencer a una persona realmente conservadora de que la redistribución de ingresos de los ricos hacia los pobres es beneficiosa para el conjunto de la sociedad (yo mismo lo he intentado: no funciona). Sin embargo, a veces las ideas preconcebidas erróneas pueden ser superadas mediante la presentación de hechos —siempre que estos hechos sean simples, fiables y creíbles. No es fácil, pero es factible —, al menos por parte de la gente en algunas ocasiones. ¿He mencionado ya el paso 4? Repetir, repetir y repetir.

### *Paso 7: Prestar una atención minuciosa a la justicia*

Hay una gran diferencia entre *mucha* atención y atención *minuciosa*. El sentido de la justicia de la gente corriente exige y merece la mayor de las atenciones, aquella en la que uno deja a un lado todo lo que está haciendo y pone todo su poder de concentración en la tarea en cuestión. Dado que la justicia suele importar más que cualquier otra cosa, debería ser una auténtica obsesión para los responsables políticos, ya que si la gente siente que se le está tratando de manera justa, estará dispuesta a aceptar mayores sacrificios y



a esforzarse más (o al menos a dar su apoyo a las medidas); pero si los ciudadanos sienten que se les está jodiendo —como desde luego sintieron durante la crisis financiera, y con razón—, casi seguro que se revolverán con furia, incluso aunque se sigan con tesón los pasos 1 a 6.

Los ciudadanos que se sienten alienados o maltratados pueden adoptar una actitud del tipo «¡Malditas sean todas vuestras estirpes!»<sup>108</sup> y dar rienda suelta a su ira de forma indiscriminada contra el presidente, el Congreso, el Partido Demócrata, el Partido Republicano, y hasta contra la Reserva Federal, por si no fuera suficiente. *De qué se trata, que me opongo* puede convertirse en su respuesta para todo, lo cual no es bueno para los debates políticos, para los resultados de las medidas políticas ni para el sistema político de Estados Unidos; sin embargo, parece que es el resumen perfecto de lo que ocurrió después de la crisis.

## La pregunta de Rahm Emanuel

Termino este libro más o menos en el mismo punto en el que lo empecé, con una pregunta derivada del Principio de Emanuel: ¿Hemos desperdiciado la crisis o la hemos aprovechado bien? Las naciones, como las personas, aprenden de sus errores. ¿O no lo hacen? Hegel escribió en su momento que «la experiencia y la historia nos enseñan que la gente y los gobiernos nunca han aprendido nada de la historia». Sin embargo, yo creo que sí que aprenden; simplemente, olvidan, y a menudo con rapidez (recordemos el primer mandamiento financiero).

La experiencia de Estados Unidos durante los años posteriores al estallido de las burbujas ha sido tremendamente costosa, y el alto precio pagado ha sido sin duda demasiado alto para lo poco que se ha aprendido. Pero sí se ha aprendido *algo*, y es absolutamente crucial que las lecciones aprendidas sean recordadas la próxima vez que estalle un gran alboroto financiero. Por desgracia, el olvido ya ha comenzado: los impenitentes financieros, ansiosos por recuperar su anterior statu quo, ya se están quejando

de la excesiva regulación; los recalcitrantes políticos ya se están lamentando del «gran gobierno» y están deseando volver al *laissez-faire*, y la ciudadanía ha desviado su atención hacia otros asuntos.

Pero aún queda trabajo por hacer: las burbujas regresarán, al igual que los altos niveles de apalancamiento, la descuidada gestión del riesgo, las oscuras prácticas empresariales y la regulación laxa. Es absolutamente necesario implantar cambios institucionales duraderos, que logren al menos que las perturbaciones financieras resulten menos dañinas la próxima vez que se acabe la música. La historia realmente rima, y sólo hace falta entender la métrica.

## Agradecimientos

En cierto modo, debería expresar mi agradecimiento a todos aquellos con los que he mantenido en algún momento una conversación sobre finanzas, crisis, regulación, políticas monetarias y temas similares, ya que mi visión sobre estos y otros asuntos de la misma índole ha evolucionado a lo largo de décadas de observación y lectura, conversación y reflexión, escritura y labor docente, así como de trabajo en el sector académico, financiero y gubernamental. Pero, en relación directa con este trabajo, estoy profundamente agradecido hacia un cierto número de funcionarios públicos, expertos financieros, periodistas y eruditos que me ayudaron, mediante conversación o correspondencia, sobre temas concretos abordados en este libro, o que ofrecieron útiles comentarios o sugerencias durante la composición de los primeros borradores del manuscrito. Mis más sinceras gracias a Ben Bernanke, Scott Blinder, Dan Clawson, John Duca, William Dudley, Stephen Friedman, Timothy Geithner, Erica Groschen, Rober Hoyt, Nobuhiro Kiyotaki, Edward Knight, Sebastian Mallaby, Michael Morandi, Craig Perry, Ricardo Reis, Robert Rubin, David Smith, Launny Steffens, Lawrence Summers, Phillip Swagel y Paul Willen por tomarse el tiempo de compartir conmigo su conocimiento. Debo destacar a Philip Freidman en particular por revisar todo el manuscrito y ofrecer numerosas y valiosas sugerencias. Y considero importante dejar claro que no debería vincularse a ninguna de estas personas con ninguna de las conclusiones a las que yo y sólo yo he llegado, pues me consta que algunos de ellos no están de acuerdo con algunos detalles importantes. Tales opiniones son, por tanto, exclusivamente mías.

La mayor parte de este libro fue escrita durante un año sabático concedido por la Universidad de Princeton en 2011-2012, la mitad del cual lo pasé en la Fundación Russell Sage de Nueva York, con la que estoy

realmente en deuda. Desde su presidente, Eric Wanner, a toda su plantilla, Russell Sage merece no pocas alabanzas por proporcionar el perfecto entorno de trabajo para un académico visitante. En particular, Galo Falchettore, Claire Gabriel y Katie Winograd fueron una asistencia muy útil durante la redacción del manuscrito. Sin el tiempo libre para meditar y escribir, probablemente lo único que tendría ahora mismo sería un primer borrador grabado en el disco duro de mi ordenador.

Mi investigación en Princeton recibió el apoyo continuo del Centro Griswold de estudios políticos y económicos, cuya generosa ayuda se mantuvo durante toda la composición del libro; se impone un enorme *gracias*. Estoy también en deuda con los estudiantes que me asistieron en la investigación —Armando Asunción-Cruz, que la inició, y Joanne Im y Kevin Ma, que la terminaron—, y aún más en deuda con mi fantástica asistente desde hace mucho tiempo, Kathleen Hurley, que siempre logra hacer las cosas en menos tiempo del que parece humanamente posible, y siempre con una sonrisa.

Cuando llegó el momento de convertir el manuscrito en un libro real, mi primera (y sabia) parada fue en las oficinas de John Brockman, quien se convirtió en mi agente literario y me condujo numerosas veces en la buena dirección. Una de esas direcciones fue Penguin Press, donde adquirí aún más deudas con algunas excelentes personas que hacen su trabajo extraordinariamente bien. Mi editor, Scott Moyers, fue al mismo tiempo un gran estímulo y un crítico astuto y comprensivo, cuyo buen juicio contribuyó a mejorar el libro de muchas formas. La asistente de Scott, Mally Anderson, siempre tenía la respuesta adecuada a cada una de mis preguntas, y las proporcionaba asimismo alegremente. Juliana Kiyán se encargó de la publicidad con mano experta.

Finalmente, ¿qué puedo decir sobre mi compañera de toda la vida y maravillosa esposa, Madeline, a quien tanto debo? Arregló mi prosa y refinó mis argumentos cuando precisaron de arreglo y refinado; impidió que me fuese por la tangente y me apartó de excesos retóricos y de jerga impenetrable; y me alentó y animó cuando necesité aliento y ánimo. Este libro está dedicado a ella, con todo mi cariño. Nos casamos en 1967 y, para nosotros, la música nunca ha dejado de sonar.

ALAN S. BLINDER  
*Princeton, Nueva Jersey*  
*noviembre de 2012*

## Bibliografía

---

- ACHARYA, VIRAL V., MATTHEW RICHARDSON, STIJN VAN NIEUWERBURGH y LAWRENCE J. WHITE, *Guaranteed to Fail: Fannie Mae, Freddie Mac, and the Debacle of Mortgage Finance*, Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2011.
- ANDREWS, EDMUND L., «The Ever More Graspable, and Risky, American Dream», *The New York Times*, 24 de junio de 2004.
- , «FED Shrugged as Subprime Crisis Spread», *The New York Times*, 18 de diciembre de 2007.
- APPELBAUM, BINYAMIN, «Citi's Long History of Overreach, Then Rescue», *The Washington Post*, 11 de marzo de 2009.
- BAKER, DEAN, «The Run-up in Home Prices: Is It Real or Is It Another Bubble?», Informe del Centro de Investigación Económica y Política (CEPR), Washington, D.C., agosto de 2002.
- BANCO CENTRAL EUROPEO, «Consolidated Versions of the Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union», *Diario Oficial de la Unión Europea*, 2008/C115/01 (9 de mayo de 2008), pp. 1-200. [www.ecb.int/ecb/legal/pdf/fixac08115enc\\_002.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/fixac08115enc_002.pdf).
- BANCO DE LA RESERVA FEDERAL en Kansas City, *Viviendas, finanzas inmobiliarias y política monetaria*, Simposio patrocinado por el Banco de la Reserva Federal en Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 30 de agosto - 1 de septiembre de 2007.
- BAR-GILL, OREN, y ELIZABETH WARREN, «Making Credit Safer», *University of Pennsylvania Law Review*, p. 157, 2008, 1-101.
- BARR, COLIN, «Banks Want the Old Bailout Back», *CNN Money*, 9 de enero de 2009. <http://money.cnn.com/2009/01/09/news/classic.tarp.fortune/index.htm?postversion=2009010916>.

- BARSKY, NEIL, «What Housing Bubble?», *The Wall Street Journal*, 28 de julio de 2005.
- BARTH, JAMES R., *The Rise and Fall of the U.S. Mortgage and Credit Markets*, Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons, 2009.
- BEBCHUK, LUCIAN A., y HOLGER SPAMANN, «Regulating Bankers' Pay», *Georgetown Law Journal* 98/2, 2010, pp. 247-287.
- BERKSHIRE HATHAWAY, *2002 Annual Report*, Omaha, Nebraska: Berkshire Hathaway, 2003. [www.berkshirehathaway.com/2002ar/2002ar.pdf](http://www.berkshirehathaway.com/2002ar/2002ar.pdf).
- BERNANKE, BEN S., «The Economic Outlook», Declaración ante el Comité Económico Conjunto, Congreso de Estados Unidos, Washington, D.C., 20 de octubre de 2005.
- , «The Economic Outlook», Declaración ante el Comité Económico Conjunto, Congreso de Estados Unidos, Washington, D.C., 24 de septiembre de 2008.
- , «Federal Reserve Policies in the Financial Crisis», Discurso en la Gran Cámara de Comercio de Austin, Texas, 1 de diciembre de 2008.
- , «The Federal Reserve's Balance Sheet: An Update», Discurso sobre evoluciones clave en el ámbito de la economía monetaria en la Conferencia del consejo de administración de la Reserva Federal, Washington, D.C., 8 de octubre de 2009.
- , «Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in Propagation of the Great Depression», *American Economic Review* 73/3, junio de 1983, pp. 257-276.
- , «On Milton Friedman's Ninetieth Birthday», Comentarios en la Conferencia de homenaje a Milton Friedman, Universidad de Chicago, 8 de noviembre de 2002.
- , «The Recent Financial Turmoil and Its Economic and Policy Consequences», Discurso en el Club de Economía de Nueva York, 15 de octubre de 2007.
- , «Semiannual Monetary Policy Report to the Congress», Declaración ante el Comité de Servicios Financieros, Congreso de Estados Unidos, Washington, D.C., 21 de julio de 2009.

- , «The Subprime Mortgage Market», Discurso en la 43.<sup>a</sup> Conferencia sobre estructura y competencia bancaria en el Banco de la Reserva Federal en Chicago, *The Mixing of Banking and Commerce*, Chicago, 17 de mayo de 2007.
- BLINDER, ALAN S., «Crazy Compensation and the Crisis», *The New York Times*, 28 de mayo de 2009.
- , «The Fed Is Running Low on Ammo», *The Wall Street Journal*, 26 de agosto de 2010.
- , «Financial Rescue Plan», entrevista con Katty Kay, «NPR Diane Rehm Show», 22 de septiembre de 2008. <http://thedianerehmshow.org/shows/2008-09-22/financial-rescue-plan>.
- , «From the New Deal, a Way out of a Mess», *The New York Times*, 24 de febrero de 2008.
- , «The GOP Myth of “Job-Killing” Spending», *The Wall Street Journal*, 21 de junio de 2011.
- , «In Defense of Ben Bernanke», *The Wall Street Journal*, 15 de noviembre de 2010.
- , «It’s Broke, Let’s Fix It: Rethinking Financial Regulation», *International Journal of Central Banking* 6/4, diciembre de 2010), pp. 277-330.
- , «Whatever Happened to the *Troubled Assets Relief Program?*», Declaración ante el Comité de Servicios Financieros, Congreso de Estados Unidos, Washington, D.C., 17 de noviembre de 2008.
- BLINDER, ALAN S., y DOUGLAS HOLTZ-EAKIN, «Public Opinion and the Balanced Budget», *American Economic Review* 74/2 (mayo de 1984): pp. 144-149.
- BLINDER, ALAN S., y R. GLENN HUBBARD, «Blanket Deposit Insurance Is a Bad Idea», *The Wall Street Journal*, 15 de octubre de 2008.
- BLINDER, ALAN S., ANDREW LO y ROBERT SOLOW (eds.), *Rethinking the Financial Crisis*, Fundación Russell Sage, Nueva York, 2012.
- BLINDER, ALAN S., y MARK ZANDI, «How the Great Recession Was Brought to an End», *Moody’s Analytics*, 27 de julio de 2010. [www.economy.com/mark-zandi/documents/End-of-Great-Recession.pdf](http://www.economy.com/mark-zandi/documents/End-of-Great-Recession.pdf).



- CASE, KARL E., y ROBERT J. SHILLER, «Is There a Bubble in the Housing Market?», *Brookings Papers on Economic Activity* 34/2, otoño de 2003, pp. 299-362.
- CASSIDY, JOHN, «No Credit», *The New Yorker*, 15 de marzo de 2010, pp. 26-30.
- , «The Next Crash», *The New Yorker*, 11 de noviembre de 2002.
- CBS NEWS, «CBS Poll: Americans Optimistic About Obama», *CBS News Opinion*, 11 de febrero de 2009. [www.cbsnews.com/stories/2009/01/17/opinion/polls/main4729887.shtml](http://www.cbsnews.com/stories/2009/01/17/opinion/polls/main4729887.shtml).
- CENTRO DE POLÍTICAS RESPONSABLES, *Open Secrets*. [www.opensecrets.org/lobby/top.php?showYear=2009&indexType=i](http://www.opensecrets.org/lobby/top.php?showYear=2009&indexType=i).
- CESCA, BOB, «Keep Your Goddamn Government Hands off My Medicare!», *The Huffington Post*, 5 de agosto de 2009. [www.huffingtonpost.com/bob-cesca/get-your-goddamn-governme\\_b\\_252326.html](http://www.huffingtonpost.com/bob-cesca/get-your-goddamn-governme_b_252326.html).
- CHANG, YAN, y EDWARD L. GOLDING, «Measuring the Effect of Foreclosure Prevention on House Prices and the Spillover Benefit of Reduce[d] Defaults», Presentación en la Wharton School, Universidad de Pennsylvania, Filadelfia, 27 de abril de 2012.
- CHRISTIE, LES, «Home Futures: Price-drop Seen for 10 Top Markets», *CNN Money*, 19 de septiembre de 2006. [http://money.cnn.com/2006/09/19/real\\_estate/futures\\_trading\\_indicates\\_housing\\_drop/index.htm](http://money.cnn.com/2006/09/19/real_estate/futures_trading_indicates_housing_drop/index.htm).
- CLINTON, BILL, *Back to Work*, Alfred A. Knopf, Nueva York, 2011.
- , *My Life*, Alfred A. Knopf, Nueva York, 2004.
- CNN MONEY, «Fed Look at Wachovia in Drug Money Probe», *CNN Money*, 26 de abril de 2008. [http://money.cnn.com/2008/04/26/news/companies/wachovia\\_mexico](http://money.cnn.com/2008/04/26/news/companies/wachovia_mexico).
- CNN/OPINION RESEARCH, «Polls: Stimulus Unpopular, but Its Uses Have Broad Support», *CNN Politics*, 29 de enero 2010. [http://articles.cnn.com/2010-01-29/politics/stimulus.poll\\_1\\_stimulus-billstimulusplan-cnn-survey?\\_s=PM:POLITICS](http://articles.cnn.com/2010-01-29/politics/stimulus.poll_1_stimulus-billstimulusplan-cnn-survey?_s=PM:POLITICS).
- COCHRANE, JOHN H., «Lessons from the Financial Crisis», *Regulation* 32/4 (invierno 2009-2010), pp. 34-37.

- COGAN, JOHN F., TOBIAS CWIK, JOHN B. TAYLOR y VOLKER WIELAND, «New Keynesian Versus Old Keynesian Government Spending Multipliers», *Diario de dinámicas y control económico*, 34/3 (marzo de 2010), pp. 281-295.
- COGAN, JOHN F., JOHN B. TAYLOR y VOLKER WIELAND, «The Stimulus Didn't Work», *The Wall Street Journal*, 17 de septiembre de 2009.
- COHAN, WILLIAM D., *House of Cards: A Tale of Hubris and Wretched Excess on Wall Street*, Doubleday, Nueva York, 2009.
- , *The Long-Term Budget Outlook*, Oficina de Información del gobierno de Estados Unidos, Washington, D.C., 1 de octubre de 2000.
- , *The Long-Term Budget Outlook*. Oficina de Información del gobierno de Estados Unidos, Washington, D.C., 1 de diciembre de 2003.
- , *Report on the Troubled Asset Relief Program-March 2012*. Oficina de Información del gobierno de Estados Unidos, Washington, D.C., 28 de marzo de 2012.
- CONNOLLY, CECI, «Obama Chooses Peter Orszag as Chief of Office of Management and Budget», *The Washington Post*, 26 de noviembre de 2008.
- COMISIÓN DE INVESTIGACIÓN DE LA CRISIS FINANCIERA, *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report to the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, Oficina de Información del gobierno de Estados Unidos, Washington, D.C., enero de 2011.
- COMISIÓN NACIONAL DE RESPONSABILIDAD Y REFORMAS FISCALES, *Moment of Truth: Report of the National Commission on Fiscal Responsibility and Reform*, Oficina de Información del gobierno de Estados Unidos, Washington, D.C., 1 de diciembre de 2010.
- COMITÉ FEDERAL DE OPERACIONES MERCADO ABIERTO y CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL, «Federal Reserve and Other Central Banks Announce Schedules for Term and Forward Auctions of U.S. Dollar Liquidity for Fourth Quarter», Informe sobre la política monetaria de la Reserva Federal, 7 de octubre de 2008.

- CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL, CORPORACIÓN FEDERAL DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS y DEPARTAMENTO DEL TESORO DE ESTADOS UNIDOS, «Joint Statement by Treasury, Federal Reserve, and the FDIC on Citigroup», Comunicado de prensa de la FRB, 23 de noviembre de 2008. [www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/bcreg20081123a1.pdf](http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/bcreg20081123a1.pdf).
- CORDELL, LARRY, KAREN DYNAN, ANDREAS LEHNERT, NELLIE LIANG y EILEEN MAUSKOPF, «Designing Loan Modifications to Address the Mortgage Crisis and the Making Home Affordable Program», *Finance and Economics Discussion Series* (FEDS), Consejo de Administración del Sistema de la Reserva Federal, Washington, D.C., 2009-43.
- CORPORACIÓN FEDERAL DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS, «FDIC Announces Plan to Free up Bank Liquidity», Comunicado de prensa de la FDIC, 14 de octubre de 2008.
- DALTON, JOHN, y CLAUDIA DZIOBEK, «Central Bank Losses and Experiences in Selected Countries», Informe del IMF 5/72, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C., abril de 2005.
- DALY, CORBETT B., «“Rick Perry Jabs Bernanke, Says ‘Printing More Money [...] Is Almost Treasonous’”», CBS News *Political Hotsheet*, 16 de agosto de 2011. [www.cbsnews.com/8301-503544\\_16220092885-503544.html?tag=contentMain;contentBody](http://www.cbsnews.com/8301-503544_16220092885-503544.html?tag=contentMain;contentBody).
- DAVEY, MONICA, «The State That Went Bust», *The New York Times*, 22 de enero de 2011.
- DEPARTAMENTO DE DESARROLLO URBANO Y DE LA VIVIENDA DE ESTADOS UNIDOS, *Annual Report to Congress: Financial Status of the FHA Mutual Mortgage Insurance Fund (MMI Fund), Fiscal Year 2011*, Oficina de Información del gobierno de Estados Unidos, Washington, D.C., 15 de noviembre de 2011.
- , *Subprime Markets, the Role of the GSEs, and Risk-Based Pricing*, Oficina de Información del gobierno de Estados Unidos, Washington, D.C., marzo de 2002.
- DEPARTAMENTO DEL TESORO DE ESTADOS UNIDOS, *Financial Regulatory Reform: A New Foundation-Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, Oficina de Información del gobierno de Estados Unidos,

Washington, D.C., 23 de junio de 2009.

- DEUTSCHE BANK SECURITIES, «Shorting Home Equity Mezzanine Tranches: A Strategy to Cash in on a Slowing Housing Market», febrero de 2007. En *Fact Sheet*, recopilado por el Departamento del Tesoro de Estados Unidos, la Oficina de Control de la Moneda (antiguamente Oficina de Supervisión de Entidades de Ahorro), 25 de septiembre de 2008. Extraído del Comité de Asuntos de Seguridad Nacional y Asuntos Gubernamentales del Senado, [http://hsgac.senate.gov/public/\\_files/Financial\\_Crisis/FN107-1342.pdf](http://hsgac.senate.gov/public/_files/Financial_Crisis/FN107-1342.pdf).
- DI LEO, LUCA, y JON HILSENATH, «Fed Could Keep Short-Term Interest Rates Near Zero Well Beyond Mid-2013», *The Wall Street Journal*, 22 de diciembre de 2011.
- ECONOMIST, THE, «The Rise of the Anti-Keynesians: Paul Ryan's Intellectual Hinterland», 14 de abril de 2011. [www.economist.com/node/18560739](http://www.economist.com/node/18560739).
- , «Will the Walls Come Falling Down?», 20 de abril de 2005. [www.economist.com/node/3886356](http://www.economist.com/node/3886356).
- ELLUL, ANDREW, y VIJAY YERRAMILI, «Stronger Risk Controls, Lower Risk: Evidence from U.S. Bank Holding Companies», *Informe de la NBER* 16178, Agencia Nacional de Investigación Económica, Cambridge, Massachusetts, julio de 2010.
- FAIR ISAAC CORP., «FICO Scores Drift Down as Economic Factors Weigh on Consumer Credit Risk», Comunicado de prensa de la FICO 13 de julio de 2010. [www.fico.com/en/Company/News/Pages/07-13-10.aspx](http://www.fico.com/en/Company/News/Pages/07-13-10.aspx).
- , «FDIC Implements Loan Modification Program for Distressed IndyMac Mortgage Loans», Comunicado de prensa de la FDIC, 20 de agosto de 2008.
- , Actas del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC), Washington, D.C., 2010 (26-27 de enero, 16 de marzo, 27-28 de abril, 10 de agosto y 2-3 de noviembre).
- FELDSTEIN, MARTIN, «Concluding Remarks», en *Viviendas, finanzas inmobiliarias y política monetaria*, Simposio patrocinado por el Banco de la Reserva Federal en Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 30 de agosto - 1 de septiembre de 2007, pp. 489-500.

- , «How to Stop the Mortgage Crisis», *The Wall Street Journal*, 7 de marzo de 2008.
- FEYRER, JAMES, y BRUCE SACERDOTE, «Did the Stimulus Stimulate? Real Time Estimates of the Effects of the American Recovery and Reinvestment Act», *Informe de la NBER 16759*, Agencia Nacional de Investigación Financiera, Cambridge, Massachusetts, febrero de 2011.
- FIORINA, MORRIS P., y SAMUEL J. ABRAMS., *Disconnect: The Breakdown of Representation in American Politics*, Serie de conferencias del distinguido Julian J. Rothbaum, vol. 11, University of Oklahoma Press, Norman, 2009.
- FOOTE, CHRISTOPHER L., KRISTOPHER S. GERARDI, y PAUL S. WILLEN, «Why Did So Many People Make So Many *Ex Post* Bad Decisions? The Causes of the Foreclosure Crisis», en Alan S. Blinder, Andrew Lo, y Robert Solow (eds.), *Rethinking the Financial Crisis*, Fundación Russell Sage, Nueva York, 2012.
- FREE, LLOYD A., y HADLEY CANTRIL, *The Political Beliefs of Americans: A Study of Public Opinion*, Rutgers University Press, New Brunswick, Nueva Jersey, 1967.
- FRIEDMAN, THOMAS L. «Obama Should Seize the High Ground», *The New York Times*, 26 de mayo de 2012.
- FRUM, DAVID, «Full Comment», *National Post*, 11 de julio de 2008. <http://fullcomment.nationalpost.com/author/dfrumnp>.
- GAGNON, JOSEPH, MATTHEW RASKIN, JULIE REMACHE, y BRIAN SACK, «The Financial Market Effects of the Federal Reserve's LargeScale Asset Purchases», *International Journal of Central Banking* 7/1, marzo de 2011, pp. 3-44.
- GARRETT, MAJOR, «Top GOP Priority: Make Obama a One-Term President», *National Journal*, 23 de octubre de 2010. [http://nationaljournal.com/member/magazine/top-gop-priority-make-obama-aone-termresident-20101023?mrefid=site\\_search](http://nationaljournal.com/member/magazine/top-gop-priority-make-obama-aone-termresident-20101023?mrefid=site_search).
- GEANAKOPOLOS, JOHN D., y SUSAN P. KONIAK, «Mortgage Justice Is Blind», *The New York Times*, 29 de octubre de 2008.

- GEITHNER, TIMOTHY F., «The Federal Bailout of AIG», Declaración ante el Comité de supervisión y reforma gubernamental, Congreso de Estados Unidos, Washington, D.C., 27 de enero de 2010.
- , «Financial Crisis Amnesia», *The Wall Street Journal*, 1 de marzo de 2012.
- GOOLSBEE, AUSTAN, «Looking For Lasting Solutions», entrevista con Bob Schieffer, CBS News, «Face the Nation», 23 de noviembre de 2008. [www.cbsnews.com/htdocs/pdf/FTN\\_112308.pdf](http://www.cbsnews.com/htdocs/pdf/FTN_112308.pdf).
- GOPAL, PRASHANT, «Banks Block Obama's Mortgage Stimulus Plan», Bloomberg, 16 de agosto de 2011. [www.bloomberg.com/news/201108-16/banks-block-obama-on-mortgage-stimulus-plan.html](http://www.bloomberg.com/news/201108-16/banks-block-obama-on-mortgage-stimulus-plan.html).
- GORDON, ROBERT J., y ROBERT KRENN, «The End of the Great Depression: VAR Insight on the Roles of Monetary and Fiscal Policy», *Informe de la NBER* 16380, Agencia Nacional de Investigación Económica, Cambridge, Massachusetts, septiembre de 2010.
- GRAMLICH, EDWARD M., «Booms and Busts: The Case of Subprime Mortgages», en *Housing, housing finance and monetary policy*, Simposio patrocinado por el Banco de la Reserva Federal en Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 30 de agosto - 1 de septiembre de 2007, pp. 257-265.
- , *Subprime Mortgages: America's Latest Boom and Bust*, Urban Institute Press, Washington, D.C., 2007.
- GREENSPAN, ALAN, «Activism», *International Finance* 14/1 (primavera de 2011), pp. 165-182.
- , «The Crisis», *Brookings Papers on Economic Activity* 41/1 (primavera de 2010), pp. 201-261.
- , «Outlook for the Federal Budget and Implications for Fiscal Policy», Declaración ante el Comité de Presupuestos del Senado, Washington, D.C., 25 de enero de 2001.
- HARRISS, C. LOWELL, *History and Policies of the Home Owners' Loan Corporation*, Agencia Nacional de Investigación Económica, Nueva York, 1951.

- HAUBRICH, JOSEPH G., y DEBORAH LUCAS, «Who Holds the Toxic Waste? An Investigation of CMO Holdings», *Informe de debate sobre medidas políticas n.º 20 del Banco de la Reserva Federal en Cleveland*, junio de 2007.
- HEGEL, GEORG WILHELM FRIEDRICH [1770-1831], *Introduction to the Philosophy of History: With Selections from the Philosophy of Right*, Traducción e introducción de Leo Rauch, Hackett Publishing Co., Indianápolis, 1988.
- HIRSCH, MICHAEL, «The Party of Goldwater?», *Newsweek*, 28 de enero de 2009.
- , «The Re-education of Larry Summers», *Newsweek*, 20 de febrero de 2009.
- HOOVER, HERBERT, *The Memoirs of Herbert Hoover*, vol. 1, *Years of Adventure, 1874-1920*, Macmillan, Nueva York, 1951.
- HUBBARD, R. GLENN, y CHRIS MAYER, «First, Let's Stabilize Home Prices», *The Wall Street Journal*, 2 de octubre de 2008.
- IP, GREG, «Did Greenspan Add to Subprime Woes?», *The Wall Street Journal*, 9 de junio de 2007.
- IRWIN, NEIL, y DAVID CHO, «Paulson's Change in Rescue Tactics», *The Washington Post*, 15 de octubre de 2008.
- JACOBSON, LOUIS S., ROBERT J. LALONDE, y DANIEL G. SULLIVAN, «Earnings Losses of Displaced Workers», *American Economic Review* 83/4, septiembre de 1993, pp. 685-709.
- JONES, JEFFREY M., «Americans Want Congress, Obama to Tackle Economic Issues», *Gallup Politics*, 14 de enero de 2011. [www.gallup.com/poll/145592/americans-congress-obama-tackle-economicissues.aspx](http://www.gallup.com/poll/145592/americans-congress-obama-tackle-economicissues.aspx).
- , «Domestic Priorities Top Americans' To-Do List for Obama», *Gallup*, 19 de enero 2009. [www.gallup.com/poll/113869/domesticpriorities-top-americans-list-obama.aspx](http://www.gallup.com/poll/113869/domesticpriorities-top-americans-list-obama.aspx).
- KAHN, LISA B., «The Long-Term Labor Market Consequences of Graduating from College in a Bad Economy», *Labour Economics* 17/2, abril de 2010, pp. 303-316.

- KELLY, KATE, «Bear CEO's Handling of Crisis Raises Issues», *The Wall Street Journal*, 1 de noviembre de 2007.
- KEOUN, BRADLEY, «Citigroup's 1.1 Trillion of Mysterious Assets Shadows Earnings», *Bloomberg*, 13 de julio de 2008. [www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a1liVM3tG3aI](http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a1liVM3tG3aI).
- KING, MERVYN, Discurso en el Banquete para banqueros y comerciantes de lord Mayor, Mansion House, Londres, Banco de Inglaterra, 17 de junio de 2009. [www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech587.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech587.pdf).
- KRISHNAMURTHY, ARVIND, y ANNETTE VISSING-JORGENSEN, «The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy», *Brookings Papers on Economic Activity* 42/2, otoño de 2011, pp. 215-287.
- KRUGMAN, PAUL R., «Cash for Trash», *The New York Times*, 21 de septiembre de 2008.
- , «Gordon Does Good», *The New York Times*, 12 de octubre de 2008.
- , «It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap», *Brookings Papers on Economic Activity* 29/2, otoño de 1998, pp. 137-205.
- LA CASA BLANCA, secretario de la Oficina de Prensa, «Remarks by President Obama and British Prime Minister Gordon Brown after Meeting», Comunicado de prensa de la Casa Blanca, 3 de marzo de 2009.
- LAGARDE, CHRISTINE, «Global Risks Are Rising, but There Is a Path to Recovery», en *Consiguiendo el máximo crecimiento a largo plazo*, Simposio patrocinado por el Banco de la Reserva Federal en Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 25-27 de agosto de 2011, pp. 421-426.
- LAKE RESEARCH PARTNERS, «Wall Street Reform: One Year Anniversary», Presentación en Estadounidenses por la Reforma Financiera, Washington, D.C., 18 de julio de 2011. [www.lakeresearch.com/news/AFR/Presentation.WallStreetReform.f.071811.pdf](http://www.lakeresearch.com/news/AFR/Presentation.WallStreetReform.f.071811.pdf).
- LATMAN, PETER, «New York Accuses Ernst & Young of Fraud in Lehman Collapse», *The New York Times*, 22 de diciembre de 2010.
- LEWIS, MICHAEL, *The Big Short: Inside the Doomsday Machine*, W. W. Norton, Nueva York, 2010.



- , *Boomerang*, W. W. Norton, Nueva York, 2011.
- LINDBLAD, CRISTINA, IRA BOUDWAY, y CAROLINE WINTER, «How's Geithner's Home Holding Up?», *Bloomberg Businessweek*, 20 de mayo de 2010.
- LOWENSTEIN, ROGER, *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*, Random House, Nueva York, 2000.
- LUHBY, TAMI, «FDIC's Bair Pushes Aggressive Mortgage Plan», *CNN Money*, 14 de noviembre de 2008. [http://money.cnn.com/2008/11/14/news/economy/fdic\\_bair/index.htm](http://money.cnn.com/2008/11/14/news/economy/fdic_bair/index.htm).
- MALLABY, SEBASTIAN, *More Money Than God*, Penguin Press, Nueva York, 2010.
- MCHUGH, DAVID, «Draghi: ECB to Do "Whatever It Takes" to Save Euro», *Associated Press*, 26 de julio de 2012. <http://bigstory.ap.org/article/draghi-ecb-do-whatever-it-takes-save-euro>.
- MELTZER, ALLAN H., «Policy Principles: Lessons from the Fed's Past», en John D. Ciorciari y John B. Taylor (eds.), *The Road Ahead for the Fed*, Hoover Institution Press, Universidad de Stanford, California, 2009, pp. 13-32.
- MERRILL LYNCH ADVERTISEMENT, *Derivatives Week*, 7 de noviembre de 2005.
- MORGAN, DAVID, «Pay Czar Says AIG Bonus Flap to End in March», *Reuters*, 3 de febrero de 2010. [www.reuters.com/article/2010/02/03/us-aig-feinberg-idUSTRE6122ZH20100203](http://www.reuters.com/article/2010/02/03/us-aig-feinberg-idUSTRE6122ZH20100203).
- MORGENSON, GRETCHEN, y JOSHUA ROSNER, *Reckless Endangerment: How Outsized Ambition, Greed, and Corruption Led to Economic Armageddon*, Henry Holt, Nueva York, 2011.
- MURPHY, KEVIN J., «Pay, Politics, and the Financial Crisis», en Alan S. Blinder, Andrew Lo, y Robert Solow (eds.), *Rethinking the Financial Crisis*, Fundación Russell Sage, Nueva York, 2012.
- NAKAMOTO, MICHIO, y DAVID WIGHTON, «Citigroup Chief Stays Bullish on Buy-Outs», *Financial Times*, 9 de julio de 2007.
- NEWPORT, FRANK, «Views on Government Aid Depend on the Program», *Gallup*, 24 de febrero de 2009. [www.gallup.com/poll/116083/views-government-aid-depend-program.aspx](http://www.gallup.com/poll/116083/views-government-aid-depend-program.aspx).
- NEW YORK TIMES, THE, «Following the A.I.G. Money», *Opinión*, 15 de marzo de 2009. [www.nytimes.com/2009/03/15/opinion/15sun1.html](http://www.nytimes.com/2009/03/15/opinion/15sun1.html).

- NOCERA, JOE, «Sheila Bair's Bank Shot», *The New York Times Magazine*, 9 de julio de 2011.
- NORRIS, FLOYD, «After Years of Red Flags, a Conviction», *The New York Times*, 21 de abril de 2011.
- , «Quotes of the Day at Davos.», *Economix*, *The New York Times*, 25 de enero de 2008. <http://economix.blogs.nytimes.com/2008/01/25/quotes-of-the-day-at-davos>.
- OBAMA, BARACK, Discurso en el Ayuntamiento de Raleigh, Carolina del Norte, 19 de agosto de 2008.
- , Comentarios en el Consejo de Empleo y Competitividad, Durham, Carolina del Norte, 13 de junio de 2011.
- OFICINA PRESUPUESTARIA DEL CONGRESO, *The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2012 to 2022*, Oficina de Información del gobierno de Estados Unidos, Washington, D.C., 31 de enero de 2012.
- PALIN, SARAH, Carta al Editor, *The Wall Street Journal*, 18 de noviembre de 2010.
- PALETTA, DAMIAN, «Barney Frank Celebrates Free Market Day», *The Wall Street Journal*, 17 de septiembre de 2008. <http://blogs.wsj.com/economics/2008/09/17/barney-frank-celebrates-free-market-day>.
- PARKER, JONATHAN A., Nicholas S. Souleles, David S. Johnson, y Robert McClelland, «Consumer Spending and the Economic Stimulus Payments of 2008», *Informe de la NBER 16684*, Agencia Nacional de Investigación Económica, Cambridge, Massachusetts, enero de 2011.
- PAULSON, HENRY M., JR., *On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*, Business Plus, Nueva York, 2010.
- PEW RESEARCH CENTER, *Auto Bailout Now Backed, Stimulus Divisive*, Pew Research Center Publications, Washington, D.C., 23 de febrero de 2012. [www.people-press.org/2012/02/23/auto-bailoutnow-backedstimulus-divisive](http://www.people-press.org/2012/02/23/auto-bailoutnow-backedstimulus-divisive).
- , *Political Knowledge Update*. Publicaciones del Centro de investigación Pew, Washington, D.C., 15 de julio de 2010. <http://pewresearch.org/pubs/1668/political-news-iq-update-7-2010-tweetertarp-roberts>.

- PORFOLIO.COM, «Portfolio's Worst American CEOs of All Time», CNBC, 30 de abril de 2009. [www.cnbc.com/id/30502091?slide=1](http://www.cnbc.com/id/30502091?slide=1).
- POZSAR, ZOLTAN, TOBIAS ADRIAN, ADAM ASHCRAFT, y HAYLEY BOESKY, «Shadow Banking», Informe 458 del personal del Banco de la Reserva Federal en Nueva York, julio de 2010.
- PROTESS, BEN, «Mortgage Executive Receives 30-Year Sentence», *The New York Times*, 30 de junio de 2011.
- REINHART, CARMEN M., y KENNETH ROGOFF, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton, Nueva Jersey, 2009.
- ROGERS, WILL, *Sanity Is Where You Find It*, Seleccionado y editado por Donald Day, Houghton Mifflin, Boston, Massachusetts, 1955.
- ROGOFF, KENNETH, «The Bullets Yet to Be Fired to Stop the Crisis», *Financial Times*, 8 de agosto de 2011.
- RUBIN, ROBERT E., y JACOB WEISBERG, *In an Uncertain World: Tough Choices from Wall Street to Washington*, Random House, Nueva York, 2003.
- SAAD, LYDIA, «CDC Tops Agency Ratings; Federal Reserve Board Lowest NASA Ratings Remain High, While Federal Reserve Has Lost Ground», *Gallup*, 27 de julio de 2009. [www.gallup.com/poll/121886/cdc-tops-agency-ratings-federal-reserve-board-lowest.aspx](http://www.gallup.com/poll/121886/cdc-tops-agency-ratings-federal-reserve-board-lowest.aspx).
- SAHM, CLAUDIA, MATTHEW D. SHAPIRO, y JOEL SLEMROD, «Check in the Mail or More in the Paycheck: Does the Effectiveness of Fiscal Stimulus Depend on How It Is Delivered?», *American Economic Journal: Economic Policy* 413, agosto de 2012, pp. 216-250.
- SANTELLI, RICK, «Rick Santelli and the “Rant of the Year”», YouTube, 19 de febrero de 2009. [www.youtube.com/watch?v=bEZB4taSEoA](http://www.youtube.com/watch?v=bEZB4taSEoA).
- SARGENT, THOMAS J., «United States Then, Europe Now», Discurso de aceptación del Premio Nobel de Economía, Universidad de Estocolmo, 8 de diciembre de 2011.
- SCHEIBER, NOAM, *The Escape Artists: How Obama's Team Fumbled the Recovery*, Simon & Schuster, Nueva York, 2011.
- SCHMITT, RICK, «Prophet and Loss», *Stanford Magazine*, marzo/abril de 2009.

- SHILLER, ROBERT J., *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*, Princeton University Press, Princeton, Nueva Jersey, 2008.
- SIDES, JOHN, «Republican Primary Voters Embrace Government. No, Really», *Model Politics*, YouGov, 22 de marzo de 2012. <http://today.yougov.com/news/2012/03/22/republican-primary-votersembracegovernment-no-re>.
- SJOSTROM, WILLIAM K., JR., «The AIG Bailout», *Washington & Lee Law Review* 66, 2009, pp. 943-991.
- SMITH, GARY N., y MARGARET H. SMITH, *Houseonomics: Why Owning a Home Is Still a Great Investment*, FT Press, Upper Saddle River, Nueva Jersey, 2008.
- SOLOMON, DEBORAH, «Bair's Legacy: An FDIC with Teeth», *The Wall Street Journal*, 7 de julio de 2011.
- SORKIN, ANDREW ROSS, «A Bailout above the Law», *The New York Times*, 22 de septiembre de 2008.
- , *Too Big to Fail: The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System—and Themselves*, Viking Penguin, Nueva York, 2010.
- SOROS, GEORGE, «Paulson Cannot Be Allowed a Blank Cheque», *Financial Times*, 24 de septiembre de 2008.
- STEIN, HERBERT, *The Fiscal Revolution in America*, University of Chicago Press, Chicago, 1969.
- STIGLITZ, JOSEPH E., «A Better Bailout», *Nation*, 26 de septiembre de 2008.
- STORY, LOUISE, LANDON THOMAS JR., y NELSON D. SCHWARTZ, «Wall St. Helped to Mask Debt Fueling Europe's Crisis», *The New York Times*, 13 de febrero de 2010.
- SUMMERS, LAWRENCE, «Summers: AIG Bonuses Are "Outrageous"», entrevista con Kevin Hechtkopf. CBS News, «Face the Nation», 15 de marzo de 2009. [www.cbsnews.com/news/summers-aig-bonuses-are-outrageous/](http://www.cbsnews.com/news/summers-aig-bonuses-are-outrageous/).
- SUSKIND, RON, *Confidence Men: Wall Street, Washington, and the Education of a President*, HarperCollins, Nueva York, 2011.

- , *The Price of Loyalty: George W. Bush, the White House, and the Education of Paul O'Neill*, Simon & Schuster, Nueva York, 2004.
- SWAGEL, PHILLIP, «The Financial Crisis: An Inside View», *Brookings Papers on Economic Activity* 40/1, primavera de 2009, pp. 1-78.
- TAYLOR, JOHN B., «Discretion Versus Policy Rules in Practice», *Carnegie-Rochester Series on Public Policy* 39 (1993), pp. 195-214.
- , «An Empirical Analysis of the Revival of Fiscal Activism in the 2000s», *Journal of Economic Literature* 49/3 (septiembre de 2011), pp. 686-702.
- , *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Institution Press, Universidad de Stanford, California, 2009.
- , «The Need for a Clear and Credible Exit Strategy», en John D. Ciorciari y John B. Taylor (eds.), *The Road Ahead for the Fed*, Hoover Institution Press, Universidad de Stanford, California, 2009, pp. 85-100.
- , «The 2009 Stimulus Package: Two Years Later», Declaración ante el Comité de Supervisión y Reforma Gubernamental, Subcomité de Asuntos de Regulación, Congreso de Estados Unidos, Washington, D.C., 16 de febrero de 2011.
- TETT, GILLIAN, *Fool's Gold: How Unrestrained Greed Corrupted a Dream, Shattered Global Markets and Unleashed a Catastrophe*, Free Press, Nueva York, 2009.
- TIMIRAOIS, NICK, «Confusion Roils HARP Program for Refinancing», *The Wall Street Journal*, 2 de septiembre de 2009.
- TOURRE, FABRICE, Correos electrónicos a Marine Serres, 23 de enero de 2007. Recogido por *Telegraph* (Londres). [http://i.telegraph.co.uk/multimedia/archive/01623/Fabrice\\_Tourre\\_ema\\_1623617a.pdf](http://i.telegraph.co.uk/multimedia/archive/01623/Fabrice_Tourre_ema_1623617a.pdf).
- , *Making Home Affordable Program Performance Report through March 2012*, Oficina de Información del gobierno de Estados Unidos, Washington, D.C., 4 de mayo de 2012.
- , «Secretary Geithner Introduces Financial Stability Plan», Comunicado de prensa del Departamento del Tesoro de Estados Unidos, 10 de febrero de 2009.

- , «Statement by Secretary Henry M. Paulson, Jr. on Comprehensive Approach to Market Developments», Comunicado de prensa del Departamento del Tesoro de Estados Unidos, 19 de septiembre de 2008.
- VOLCKER, PAUL A., Discurso en el Club de Economía de Nueva York, 8 de abril de 2008. <http://online.wsj.com/public/resources/documents/volckerspeech040808>.
- , Discurso en la Segunda iniciativa sobre el futuro de las finanzas de *The Wall Street Journal*, Horsham, West Sussex, Reino Unido, 8 de diciembre de 2009.
- WAGNER, PAUL, «Unreal Estate», *Metroactive, Metro* (San José, California), 10 de septiembre de 2008. [www.metroactive.com/metro/09.10.08/news-0837.html](http://www.metroactive.com/metro/09.10.08/news-0837.html).
- WALLISON, PETER J., «The Argument Against a Government Resolution Authority», Informe 4 sobre el Proyecto de reforma financiera, 18 de agosto de 2009.
- WALLISON, PETER J., y DAVID SKEEL, «The Dodd Bill: Bailouts Forever», *The Wall Street Journal*, 7 de abril de 2010.
- WALLSTEN, PETER, LORI MONTGOMERY, y SCOTT WILSON, «Obama's Evolution: Behind the Failed "Grand Bargain" on the Debt», *The Washington Post*, 17 de marzo de 2012.
- WALL STREET JOURNAL, THE, «What They Said About Fan and Fred», Opinión, *Wall Street Journal*, 2 de octubre de 2008. <http://online.wsj.com/article/SB122290574391296381.html>.
- WARREN, ELIZABETH, «Unsafe at Any Rate», *Democracy: A Journal of Ideas* 5, verano de 2007, pp. 8-19.
- WARSH, KEVIN M., «The New Malaise and How to End It», *The Wall Street Journal*, 8 de noviembre de 2010.
- WESSEL, DAVID, «Bernanke: Smaller Banks Not Necessarily the Answer for "Too Big to Fail" Dilemma», *The Wall Street Journal*, 23 de octubre de 2009.
- , *In Fed We Trust: Ben Bernanke's War on the Great Panic*, Random House, Nueva York, 2009.
- WHELAN, KARL, «Ireland's Sovereign Debt Crisis», Informe del Centro de Investigación Económica 11/09, Universidad de Dublín, mayo de 2011.

ZERNIKE, KATE, «“Boiling Mad”: A Tea Party Origin Story», entrevista con David Greene, NPR, «All Things Considered», 14 de septiembre de 2010. [www.wbur.org/npr/129865403/boiling-mad-a-teaparty-originstory](http://www.wbur.org/npr/129865403/boiling-mad-a-teaparty-originstory).

# Notas

---

## ***Prefacio***

«**Por ahora, en ello estamos**»: Nakamoto y Wighton, «Citigroup chief stays bullish on buy-outs», *Financial Times*.

## ***Capítulo 1. ¿Qué hace una bonita economía como tú en un sitio como éste?***

**por lo menos durante una o dos décadas**: Ver, por ejemplo, Kahn, «The Long-Term Labor Market Consequences of Graduating from College in a Bad Economy», *Labour Economics*; Jacobson, LaLonde y Sullivan, «Earnings Losses of Displaced Workers», *American Economic Review*.

**la peor racha negativa desde los años treinta**: La recesión de 1937-1938 fue según parece mucho peor, aunque no existen datos trimestrales oficiales para este período. Gordon y Krenn estiman que el PIB real se redujo un 7 por ciento durante los cuatro trimestres transcurridos entre principios de 1937 y 1938. Gordon y Krenn, «The End of the Great Depression», *Informe de la NBER*.

## ***Capítulo 2. En el principio...***

**cronista [...] de la burbuja inmobiliaria**: El gráfico 2.1 es una adaptación del gráfico 2.1 del libro de Shiller *The Subprime Solution*, p. 33. He adaptado su gráfico con datos trimestrales disponibles en su página web: [www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm](http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm).

«... **existencia de una burbuja inmobiliaria**»: Baker, «The Run-up in Home Prices», *CEPR Briefing Paper*.

**estaba aún convencido**: Case y Shiller, «Is There a Bubble in the Housing Market?», *Brookings Papers on Economic Activity*.

«... **fuertes elementos fundamentales a nivel económico**»: Bernanke, «The Economic Outlook», declaración ante el Comité Económico Conjunto, 20 de octubre de 2005.

**no era el único con esta opinión**: Lindblad, Boudway y Winter, «How's Geithner's Home Holding Up?», *Bloomberg Businessweek*.



**Artículo de *The Wall Street Journal*:** Barsky, «What Housing Bubble?», *The Wall Street Journal*, A10.

**no figura el término «burbuja»:** Smith y Smith, *Houseonomics*.

**un crecimiento considerablemente mayor:** Shiller, *The Subprime Solution*, p. 45.

**durante el mismo período de tiempo:** «Will the walls come falling down?», *The Economist*.

**la culpa [...] al Banco Central:** Ver, por ejemplo, Taylor, *Getting Off Track*.

### **Capítulo 3. El castillo de naipes**

**estaban empezando a llamar la atención:** Un informe del HUD de marzo de 2002 llamó la atención sobre «técnicas de mercadotecnia dudosas y prácticas empresariales casi o totalmente fraudulentas». Departamento para el Desarrollo Urbano y Residencial de Estados Unidos, *Subprime Markets, the Role of the GSEs, and Risk-Based Pricing*, p. 26.

**ya escribían artículos en 2004:** Ver Andrews, «The Ever More Graspable, and Risky, American Dream», *The New York Times*. Irónicamente, el propio Andrews se vio involucrado posteriormente en un problema hipotecario.

**también hizo sonar las alarmas:** Andrews, «FED Shrugged as Subprime Crisis Spread», *The New York Times*. Sobre el episodio Gramlich-Greenspan, ver también Ip, «Did Greenspan Add to Subprime Woes?», *The Wall Street Journal*.

**fue demasiado tarde:** Andrews, «FED Shrugged as Subprime Crisis Spread», *The New York Times*.

**banco comercial regulado (Wells Fargo):** Dos de los otros fueron Lehman Brothers y Bear Stearns. Los datos proceden de un informe de febrero de 2007 elaborado por el Deutsche Bank para sus clientes, *Shorting Home Equity Mezzanine Tranches*. (¡Muy buen consejo!)

**corredores de bolsa [...] en vez de bancos:** Paulson, *On the Brink*, p. 69.

**bancos y cajas de ahorros regularmente controlados:** Gramlich, *Subprime Mortgages*, pp. 20-21.

**sistema bancario convencional:** El tamaño del sistema bancario en la sombra depende de lo que se incluya en él. Pozsar, Adrian, Ashcraft y Boesky, «Shadow Banking». El personal del Banco de la Reserva Federal en Nueva York estima que a comienzos de la crisis el sistema bancario en la sombra era el doble de grande que el sistema bancario convencional.

**no viene nada mal un poquito de historia:** Ver Tett, *Fool's Gold*; Lewis, *The Big Short*, y otros.

**rescate [...] de las entidades de Wall Street:** La historia está fantásticamente relatada por Lowenstein, *When Genius Failed*.

**dura reprimenda verbal por parte de Summers:** Schmitt, «Prophet and Loss», *Stanford Magazine*.

**más cauteloso con los derivados que Summers:** Rubin y Weisberg, *In an Uncertain World*, pp. 197-198, 287-288.

**JPMorgan en la década de los noventa:** su historia está bien contada por Tett, *Fool's Gold*.

**apuestas financieras en lugar de contratos de cobertura:** «Following the A.I.G. Money», *The New York Times*, atribuyó la estimación del 80 por ciento a Eric Dinallo, por entonces superintendente de seguros del estado de Nueva York.

**dominio del inglés era bastante escaso:** Esta historia ha sido contada en numerosas ocasiones. Ver, por ejemplo, Wagner, «Unreal Estate», *Metro* (San José, California).

**puntuación FICO no supera los 620 puntos:** No sólo cuenta la puntuación FICO (para la compañía Fair Isaac, la inventora), pero es importante. La puntuación FICO de un posible prestatario es la medida cuantitativa estándar por la que los banqueros evalúan la solvencia. Su rango va desde 300 hasta 850, con una media de 725. Una puntuación de 620 es bastante baja, aunque no extrema. Según un comunicado de prensa de la compañía, aproximadamente el 30 por ciento de las puntuaciones FICO se sitúa por debajo de 630.

**adquirir una vivienda en propiedad:** Gramlich, *Subprime Mortgages*.

**se multiplicó por dieciocho en tan sólo once años:** Gramlich, *Subprime Mortgages*, p. 6.

**variedades low-doc o no-doc:** Ver Barth, *The Rise and Fall of the U.S. Mortgage and Credit Markets*, p. 93.

**impago [...] casi con la misma frecuencia:** Foote, Gerardi y Willen, «Why Did So Many People Make So Many *Ex Post* Bad Decisions?», en *Rethinking the Financial Crisis*.

**comenzaron a deteriorarse:** Acharya, Richardson, Van Nieuwerburgh y White, *Guaranteed to Fail*, especialmente el capítulo 3.

**participaciones [...] se desplomaron de forma tan dramática:** Ver Acharya, Richardson, Van Nieuwerburgh y White, *Guaranteed to Fail*, pp. 42 (gráfico 3.1) y 51 (tabla 3.2). Parte de esto sin duda se debía a restricciones a su crecimiento impuestas como reacción a los escándalos contables de Fannie y Freddie.

**se concentraron en las franjas más seguras:** Comisión de Investigación de la Crisis Financiera, *The Financial Crisis Inquiry Report*, pp. 123-124. En lo sucesivo, este informe será referido como *Informe FCIC*.

**tasas [...] menores que las de otras empresas:** A fecha de 30 de septiembre de 2011, Fannie y Freddie poseían un 56 por ciento de todas las primeras hipotecas pero sólo un 28 por ciento de las primeras hipotecas con morosidad severa. Ver Chang y Golding, «Measuring the Effect of Foreclosure Prevention on House Prices and the Spillover Benefit of Reduce[d] Defaults».

**Hay otros, no obstante, a los que no les cuesta tanto:** Ver, por ejemplo, la opinión disidente de Peter Wallison sobre el *Informe FCIC*; Morgenson y Rosner, *Reckless Endangerment*.

**«... implicaciones de tales monstruosidades»** y **«excesivamente culpable por todo el asunto»**: Ver Tourre, correo electrónico a Marine Serres. Las citas proceden de una auténtica mina de correos electrónicos que publicó Goldman Sachs.

**los consumidores evitan toda la carne de vacuno**: Paulson, *On the Brink*, p. 72.

**Villano 7**: Esta sección se basa en Blinder, «Crazy Compensation and the Crisis», *The New York Times*.

**ellos también están deseando lanzar al aire sus grandes monedas**: Murphy, «Pay, Politics, and the Financial Crisis,» en *Rethinking the Financial Crisis*.

**el daño [...] habría sido mucho menor**: Ellul y Yerramilli, «Stronger Risk Controls, Lower Risk,», *Informe de la NBER*.

**«... lo poco que saben nuestros grandes hombres»**: Rogers, *Sanity Is Where You Find It*, p. 120.

#### **Capítulo 4. Cuando la música paró**

**índice compuesto Case-Shiller, basado en diez ciudades**: Christie, «Home futures», *CNN Money*.

**«en gran medida controlados»**: Paulson, *On the Brink*, p. 66.

**«... o al sistema financiero»**: Bernanke, «The Subprime Mortgage Market», discurso de la 43.<sup>a</sup> Conferencia anual sobre estructura y competencia bancaria, celebrada en el Banco de la Reserva Federal en Chicago.

**(la denominada «basura tóxica»)**: Haubrich y Lucas, «Who Holds the Toxic Waste?», Banco de la Reserva Federal en Cleveland, trabajo de documentación sobre medidas políticas.

**«... la valoración equitativa de ciertos activos»**: *Informe FCIC*, pp. 250-251.

**(del mercado de créditos subprime) era «una carnicería»**: Gramlich, «Booms and Busts: The Case of Subprime Mortgages», en *Viviendas, finanzas inmobiliarias y política monetaria*, p. 259.

**«... podría sufrir una recesión muy seria»**: Feldstein, «Concluding Remarks», en *Housing, housing finance and monetary policy*, p. 499.

**sus esfuerzos iniciales fueron claramente insuficientes**: Wessel, *In Fed We Trust*, p. 123.

#### **Capítulo 5. De Bear a Lehman: la inconsistencia era el monstruo**

**entre los años 2000 y 2008 [...] y acciones**: *Informe FCIC*, p. 285.

**títulos financieros [...] entre 2000 y 2007**: *Informe FCIC*, p. 280.

**más atención a su juego de bridge que a su compañía:** Kelly, «Bear CEO's Handling of Crisis Raises Issues, *The Wall Street Journal*, A1. Ver también Wessel, *In Fed We Trust*, p. 251.

**«poco más que “Introducción a los Bonos”»:** Ver Cohan, *House of Cards*, p. 421.

**la mayor parte a un día:** *Informe FCIC*, pp. 281 y 283.

**«Cuando la confianza se pierde, ya no se recupera»:** Citado en Wessel, *In Fed We Trust*, p. 151.

**declinar una transacción rutinaria:** *Informe FCIC*, pp. 287-288.

**«... difíciles de prever en aquel momento»:** Wessel, *In Fed We Trust*, p. 159.

**«... les comunicaron aquella mañana de viernes»:** Wessel, *In Fed We Trust*, p. 163.

**«... muy poco poder negociador»:** Paulson, *On the Brink*, p. 121.

**el Tesoro pusiese el dinero:** Wessel, *In Fed We Trust*, p. 169.

**«... accionistas de un banco de inversión»:** Citado en el *Informe FCIC*, p. 290.

**«operación deshonest»:** Wessel, *In Fed We Trust*, p. 174.

**«... eso es lo que me enseñaron»:** Sorkin, *Too Big to Fail*, p. 78.

**«... o alguna entidad similar?»:** Sorkin, *Too Big to Fail*, p. 78.

**«... principios y prácticas de la banca central...»:** Volcker, discurso en el Club de Economía de Nueva York.

**«el peor error sobre política monetaria de nuestra generación»:** Citado en Wessel, *In Fed We Trust*, p. 174.

**aludiendo a los riesgos morales de la misma:** Wessel, *In Fed We Trust*, p.174.

**«... creando pérdidas aún mayores»:** *Informe FCIC*, p. 291.

**«... hubiese repercutido en otras entidades»:** *Informe FCIC*, p. 291.

**«... todo el sistema se vería seriamente amenazado»:** Paulson, *On the Brink*, p. 102.

**«unos cuarenta y cinco minutos»:** *Informe FCIC*, p. 294.

**un apalancamiento de 75 a 1:** *Informe FCIC*, p. 65.

**aumentó del 16 por ciento en 2001 hasta el 33 por ciento en 2004:** Greenspan, «The Crisis», *Brookings Papers on Economic Activity*, p. 207 (tabla 1).

**«... no cumplen los estándares de concesión de Fannie Mae y Freddie Mac»:** Gramlich, *Subprime Mortgages*, p. 22.

**«... la política inmobiliaria del gobierno de Estados Unidos»:** *Informe FCIC*, p. 444.

**«... relajar los estándares de concesión de créditos»:** Morgenson y Rosner, *Reckless Endangerment*, p. 5.

**«equivocados en sus fundamentos»:** *Informe FCIC*, p. 323.

**«... el núcleo de la crisis financiera»:** *Informe FCIC*, p. 323.

**«... “salvarles el culo”»:** Paulson, *On the Brink*, p. 144.

**«... puede que no necesites siquiera mostrarlo»:** Paulson, *On the Brink*, p. 151.

**«... fue lo más difícil que he hecho nunca»:** Paulson, *On the Brink*, p. 170.

**200.000 millones [...] en repos pendientes de pago:** *Informe FCIC*, p. 326.

**«... y la venta [...] empezaron a perseguirnos a nosotros»:** *Informe FCIC*, pp. 326-327.

**«... y lo que aprendimos nos asustó bastante»:** Paulson, *On the Brink*, p. 121.

**mejores de lo que realmente eran:** Ver Latman, «New York Accuses Ernst & Young of Fraud in Lehman Collapse», *The New York Times*.

**en junio [...] deuda a más largo plazo:** *Informe FCIC*, p. 326.

**rechazó la idea tachándola de «efectista»:** *Informe FCIC*, p. 328.

**incluía un crédito de 55.000 millones [...] de la propia Reserva Federal:** *Informe FCIC*, p. 328.

**Fannie y Freddie eran intervenidos:** Sorkin, *Too Big to Fail*, capítulo 11.

**Paulson se negó:** Paulson, *On the Brink*, p. 190.

**«... ¿qué podríamos ofrecerte?»:** Sorkin, *Too Big to Fail*, p. 94.

**«... No puedo volver a permitirlo»:** Wessel, *In Fed We Trust*, p. 14.

**«... durante una crisis financiera era una locura» y «... ¡Su postura es totalmente errónea!»:** Wessel, *In Fed We Trust*, pp. 15 y 16.

**«importar el cáncer de Estados Unidos»:** Sorkin, *Too Big to Fail*, p. 350.

**«... tomar medidas preventivas»:** Bernanke, «The Economic Outlook», declaración ante el Comité Económico Conjunto, 24 de septiembre de 2008.

**expresaron la misma opinión:** Sorkin, *Too Big to Fail*, p. 343.

**«... requerido para un préstamo de la Reserva Federal»:** Bernanke, «Federal Reserve Policies in the Financial Crisis», discurso en la Gran Cámara de Comercio de Austin, Texas.

## **Capítulo 6. El pánico de 2008**

**«... la semana más increíble [...] en la historia de Estados Unidos»:** Citado en Sorkin, *Too Big to Fail*, p. 2.

**116.000 empleados en 130 países:** *Informe FCIC*, p. 139.

**«... apuestas irresponsables» y «No se me ocurre [...] más que el de AIG»:** Bernanke en una sesión del Comité Presupuestario del Senado, el 3 de marzo de 2009, citado por Wessel, *In Fed We Trust*, p. 194.

**virtualmente ninguno [...] estaba asociado a un fondo de alto riesgo:** *Informe FCIC*, p. 50.

**«... perder un solo dólar en [...] esas transacciones» y «... duermo un poco más tranquilo por las noches»:** Sorkin, *Too Big to Fail*, p. 160.

**Aterrador:** Sorkin, *Too Big to Fail*, p. 239.

**«... peligro inminente» y «... la Fed tuviese que rescatarla»:** Wessel, *In Fed We Trust*, pp. 189 y 190.

**«... e intermediarios están expuestos al riesgo»:** Citado en el *Informe FCIC*, p. 347.

**una suma realmente asombrosa:** Sjostrom, «The AIG Bailout», *Washington & Lee Law Review*, p. 975. Pero en realidad AIG nunca utilizó más que 126.000 millones de dólares de su línea de crédito de 182.000 millones.

- «... **rescate de una compañía en serios problemas**»: *Informe FCIC*, p. 350. Esta crítica procedía de un informe de junio de 2010 del Panel de supervisión del Congreso establecido para controlar el TARP.
- «... **AIG es lo más indignante**»: En el programa «This Week» de la ABC, citado por Suskind en *Confidence Men*, p. 216.
- «... **los contratos se anulen así como así**»: En el programa de la CBS «Face the Nation», transcrito por el autor. «Summers: Las primas de AIG son “indignantes”», CBS News, *Face the Nation*.
- «... **rescindir las primas de AIG**»: Suskind, *Confidence Men*, p. 233.
- «... **pura e indignada incredulidad**»: Scheiber, *The Escape Artists*, pp. 114-115.
- más del 25 por ciento del dinero**: Ver Morgan, «Pay Czar Says AIG Bonus Flap to End in March», Reuters.
- «... **un recorte del 10 por ciento**»: Citado en Nocera, «Sheila Bair’s Bank Shot», *The New York Times Magazine*, p. 29.
- «... **coste [...] para los contribuyentes estadounidenses**»: Geithner, «The Federal Bailout of AIG», declaración ante el Comité de Supervisión y Reforma del Gobierno.
- «**Fue el pasado lunes**»: Esta cita aparece en muchas obras. Ver, por ejemplo, Paletta, «Barney Frank Celebrates Free Market Day», *The Wall Street Journal*.
- (... **pagando la totalidad [...] a los acreedores**): Ver la declaración de Michael Luciano, gerente de la cartera de fondos. *Informe FCIC*, p. 356.
- «... **el miércoles y el jueves**»: Patrick McCabe, economista de la Fed, citado en el *Informe FCIC*, p. 357.
- «... **acceder a esos mercados de efectos comerciales**»: *Informe FCIC*, p. 358.
- no ser capaces de pagar sus nóminas**: Sorkin habla de una conversación al respecto con el consejero delegado de General Electric, Jeffrey Immelt. Sorkin, *Too Big to Fail*, p. 420.
- «... **pánico sobre la cotización del dólar**»: Paulson, *On the Brink*, p. 253.
- tuvo [...] el mismo pensamiento**: Ver Paulson, *On the Brink*, p. 262.
- depositado con posterioridad**: Según Paulson, *On the Brink*, p. 262, esto fue sugerencia de la propia Bair.
- «... **emisores de efectos comerciales en Estados Unidos**»: «Federal Reserve and Other Central Banks Announce Schedules for Term and Forward Auctions of U.S. Dollar Liquidity for Fourth Quarter», publicación de la Reserva Federal. Es de destacar que este anuncio público apareció una semana después de la votación del consejo de administración.
- «**primer asegurador mundial de CDO**»: Citado de un anuncio publicitario de Merrill Lynch, *Derivatives Week*.
- «... **mezclarlas una y otra vez para crear CDO**»: Sorkin, *Too Big to Fail*, p. 144.
- «... **supersénior era súper seguro**»: Dow Kim, citado en el *Informe FCIC*, p. 258. La mayor parte de la información de este párrafo procede de dicho informe.

**«Peores consejeros delegados de la historia de Estados Unidos»:** Porfolio.com, «Portfolio's Worst American CEOs of All Time», CNBC.

**«El siguiente en la lista éramos nosotros»:** *Informe FCIC*, p. 360.

**35.000 millones el viernes:** *Informe FCIC*, p. 361.

**55.000 millones en una sola semana:** *Informe FCIC*, p. 362.

**«... cualquier gestor responsable querría tener»:** *Informe FCIC*, p. 362.

**«... había un peligro real de quiebra»:** *Informe FCIC*, p. 362.

**«... pero no para los propietarios de bonos»:** Nocera, «Sheila Bair's Bank Shot», *The New York Times Magazine*, p. 29.

**«... con consecuencias muy serias»:** *Informe FCIC*, p. 366.

**«... otra Gran Depresión»:** *Informe FCIC*, p. 366.

**«... era imprudente, por no decir peligroso»:** Wessel, *In Fed We Trust*, p. 220.

**«... susceptibles de ser protegidos, y cuáles no?»:** Wessel, *In Fed We Trust*, p. 221.

**no era el banco mejor gestionado de Estados Unidos:** Ver, por ejemplo, «Fed Look at Wachovia in Drug Money Probe», *CNN Money*.

**73 centavos de dólar hasta los 29:** *Informe FCIC*, p. 367.

**Que comience la función:** La narración y los acontecimientos que se «dramatizan» a continuación se basan en la obra de Wessel, *In Fed We Trust*, pp. 221-226, y el *Informe FCIC*, pp. 366-371.

**«... ser rescatado de nuevo»:** *Informe FCIC*, p. 370.

**nuevas «debidas diligencias» sobre el tema:** *Informe FCIC*, p. 370.

**«... conferencia telefónica con los funcionarios de Citigroup»:** Solomon, «Bair's Legacy: An FDIC with Teeth», *The Wall Street Journal*. Los representantes de Citigroup negaron la existencia de tal conferencia.

**durante sus setenta y cinco años de historia:** El comunicado de prensa de la FDIC del 14 de octubre anunció un programa *temporal* para garantizar balances y cuentas operativas no sujetas a tipos de interés (básicamente, cuentas corrientes empresariales) en cantidades *ilimitadas*. Este programa acabó siendo prorrogado dos veces. «FDIC Announces Plan to Free up Bank Liquidity», Comunicado de prensa de la FDIC.

**«... con el fin de evitar o mitigar»:** Cita de la sección 13(c)(4)(G) de la Ley de garantía de depósitos federales.

**cualquier otra organización financiera:** Para un desarrollo parcial, ver Keoun, «Citigroup's 1.1 Trillion of Mysterious Assets Shadows Earnings», *Bloomberg Businessweek*.

**«... fondos de alto riesgo asociados»:** La cita procede de la lista de términos adjunta a la obra elaborada conjuntamente por el Consejo de Directores del Sistema de la Reserva Federal, la Corporación Federal de Garantía de Depósitos y el Departamento del Tesoro de Estados Unidos, «Joint Statement by Treasury, Federal Reserve, and the FDIC on Citigroup», Comunicado de prensa de FRB.

**«colosal error de juicio...»:** Paulson, *On the Brink*, p. 430.

**más «golosinas»?:** Wessel, *In Fed We Trust*, p. 259.

**«un firme creyente en el libre mercado»:** Paulson, *On the Brink*, p. 3.

**«... no dejamos quebrar ni siquiera una lavandería»:** Wessel, *In Fed We Trust*, p. 22.

**posición fiscal insostenible:** La historia la narra, mezclando humor y patetismo, Lewis, en su obra *Boomerang*.

**Menudo lío:** Los pormenores de este lío los recoge Lewis, *Boomerang*.

**«Esta vez, la culpa no es nuestra»:** Norris, «Quotes of the Day at Davos», *Economix*, *The New York Times*.

## Capítulo 7. Extendiendo la lona

**«... improvisar y confiar en el instinto»:** Paulson, *On the Brink*, p. 254.

**«poco» o «nada»:** Centro de Investigación Pew, *Auto Bailout Now Backed, Stimulus Divisive*.

**«... por si las cosas empeoran»:** Swagel, «The Financial Crisis: An Inside View», *Brookings Papers on Economic Activity*, p. 32.

**cuatro alternativas básicas:** Swagel, «The Financial Crisis: An Inside View», *Brookings Papers on Economic Activity*, p. 33.

**«... y evitar que se hiciese pedazos»:** Paulson, *On the Brink*, p. 254.

**«No podemos seguir haciendo esto»:** Sorkin, *Too Big to Fail*, p. 431.

**«... de un capital inadecuado más que de liquidez insuficiente»:** Swagel, «The Financial Crisis: An Inside View», *Brookings Papers on Economic Activity*, p. 33. Recordemos que Bagehot había aconsejado a los bancos centrales que prestasen únicamente para aliviar la falta de liquidez, no la insolvencia.

**«... razones de legitimidad democrática»:** Sorkin, *Too Big to Fail*, p. 431.

**«11 de septiembre económico»:** Sorkin, *Too Big to Fail*, p. 417.

**Paul Krugman y Joseph Stiglitz [...] favorables a esta opción:** Krugman, «Cash for Trash», *The New York Times*; Soros, «Paulson Cannot Be Allowed a Blank Cheque», *Financial Times*; Stiglitz, «A Better Bailout», *Nation*.

**«... colgarán mi piel al sol para que se seque»:** Wessel, *In Fed We Trust*, p. 203.

**«... les pones a todos los huevos por corbata»:** Sorkin, *Too Big to Fail*, p. 445.

**«... que Dios nos asista»:** Sorkin, *Too Big to Fail*, p. 446.

**«... dejar pálidos a todos los miembros del Congreso»:** Paulson, *On the Brink*, p. 259.

**«... me asusté incluso a mí mismo»:** Wessel, *In Fed We Trust*, p. 204.

**«... vendiendo a los ciudadanos estadounidenses»:** Wessel, *In Fed We Trust*, p. 205.

**«... a tirar de la cadena en los retretes» y «... es necesario que llevemos esto a cabo»:** Wessel, *In Fed We Trust*, p. 447.

**«... tan vital resulta para nuestra economía» y «... mucho menos que la alternativa»:** «Statement by Secretary Henry M. Paulson, Jr. on Comprehensive Approach to Market Developments», Comunicado de prensa del Departamento del Tesoro



estadounidense.

**la transcripción de la conversación:** Sorkin, *Too Big to Fail*, p. 450.

**impugnado sólo por proponerla:** Blinder, «Financial Rescue Plan», NPR, *Diane Rehm Show*.

**«... los miembros añadirían disposiciones y cláusulas»:** Paulson, *On the Brink*, p. 266.

**«... una extralimitación por nuestra parte»:** Paulson, *On the Brink*, p. 267.

**no habían tomado parte en el [...] proyecto de ley:** Sorkin, *Too Big to Fail*, p. 469.

**«... cuando tengas mejores opciones?»:** Sorkin, *Too Big to Fail*, p. 474.

**«... sino también nuestra Constitución»:** Paulson, *On the Brink*, p. 283.

**«Total Abdicación de Responsabilidad hacia el Pueblo»:** Sorkin, «A Bailout Above the Law», *The New York Times*. Posteriormente, Rosner coescribió una porquería de libro con la periodista del *Times* Gretchen Morgenson. Morgenson y Rosner, *Reckless Endangerment*.

**«un error de comunicación»:** Swagel, «The Financial Crisis: An Inside View», *Brookings Papers on Economic Activity*, p. 45.

**«... la Reserva Federal debe sentarse»:** Wessel, *In Fed We Trust*, p. 205.

**«... exactamente lo que no deseaba hacer»:** Paulson, *On the Brink*, p. 260.

**«... como un brote de malaria» y «... la que las ha puesto en apuros»:** Wessel, *In Fed We Trust*, p. 214. El congresista era Walter Jones.

**«... sensible a la indignación pública»:** Paulson, *On the Brink*, p. 261.

**«No podemos decir esto ahora»:** Wessel, *In Fed We Trust*, p. 227.

**no es una tarea nada fácil:** Aunque los problemas técnicos requerían un cuidadoso estudio, no eran insolubles. Swagel afirma que «organizamos subastas inversas para comprar MBS a finales de octubre de 2008, incluido un mecanismo de asignación de precios». Swagel, «The Financial Crisis: An Inside View», *Brookings Papers on Economic Activity*, p. 55.

**suscitó las alabanzas de numerosos expertos:** Un ejemplo: Krugman, «Gordon Does Good», *The New York Times*.

**una de las cuatro personas en el mundo:** En aquel momento yo aún ignoraba que Warren Buffett, el Sabio de Omaha, era otra de ellas. Sorkin, *Too Big to Fail*, pp. 510-512.

**«... escogimos esa nueva ruta»:** Irwin y Cho, «Paulson's Change in Rescue Tactics», *The Washington Post*, D1.

**«... proporcionaba un mayor apalancamiento»:** Swagel, «The Financial Crisis: An Inside View», *Brookings Papers on Economic Activity*, p. 50.

**martilleaba [...] en las mentes de los funcionarios:** Wessel, *In Fed We Trust*, p. 238.

**«... los términos del servicio no les van a gustar»:** Sorkin, *Too Big to Fail*, p. 527.

**«capital barato»:** Wessel, *In Fed We Trust*, p. 240.

**«... hablando de vuestros rescates?» y «... está usted descapitalizado»:** Sorkin, *Too Big to Fail*, p. 528.

**«... que sería una insensatez rechazarlo»:** Swagel, «The Financial Crisis: An Inside View», *Brookings Papers on Economic Activity*, p. 52.

**«... bueno, malo o indiferente»:** Sorkin, *Too Big to Fail*, pp. 517-518.

**«... con los pies en el suelo, y el otro no»:** Scheiber, *The Escape Artists*, p. 15.

**«En unos dos meses tendremos un nuevo secretario del Tesoro»:** Blinder, «Whatever Happened to the *Troubled Assets Relief Program?*», declaración ante el Comité de Servicios Financieros.

**adquisición de activos problemáticos:** Ver, por ejemplo, Barr, «Banks Want the Old Bailout Back», *CNN Money*.

**un beneficio aproximado de 25.000 millones:** Ver Oficina Presupuestaria del Congreso, *Report on the Troubled Asset Relief Program*, March 2012.

**cajón de sastre de políticas relativas a los mercados financieros:** Casi todos los estudios académicos se centran en las compras de activos a gran escala por parte de la Fed. Ver, por ejemplo, Gagnon, Raskin, Remache y Sack, «The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases», *International Journal of Central Banking*; Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen, «The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates», *Brookings Papers on Economic Activity*.

**en julio de 2010 por Mark Zandi y por mí mismo:** Blinder y Zandi, «How the Great Recession Was Brought to an End», *Moody's Analytics*.

## **Capítulo 8. Estímulo, estímulo, ¿por qué eres tú, estímulo?**

**un momento manifiestamente aterrador:** CBS News, «CBS Poll: Americans Optimistic About Obama», CBS News, *Opinion*.

**«... necesitaba comentarios y críticas»:** Scheiber, *The Escape Artists*, p. 84.

**«... rozaron el éxtasis bipartidista»:** Connolly, «Obama Chooses Peter Orszag as Chief of Office of Management and Budget», *The Washington Post*.

**prácticamente se declarasen la guerra:** Suskind, *Confidence Men*, pp. 297 y ss.; Scheiber, *The Escape Artists*, pp. 155 y ss.

**«... excluida por Summers de los debates más amplios»:** Suskind, *Confidence Men*, p. 151; Scheiber, *The Escape Artists*.

**no dudaba en responder que no lo estaban:** Suskind, *Confidence Men*, p. 262.

**demasiado pro Wall Street para el momento:** Scheiber, *The Escape Artists*, p. 12.

**«¿Cuál es el equipo de sanidad?»:** Suskind, *Confidence Men*, p. 277.

**la guerra de Iraq, tan sólo alcanzaba el 13 por ciento:** Jones, «Domestic Priorities Top Americans' To-Do List for Obama», Gallup.

**«Eso a mí no me basta»:** Scheiber, *The Escape Artists*, pp. 15-16.

**«... es lo que finalmente tuvimos que hacer»:** Scheiber, *The Escape Artists*, p. 147.

**«... demasiado seria para este tipo de política»:** Obama, discurso en el Ayuntamiento de Raleigh, Carolina del Norte.

**«... los republicanos tendrían que hacerse bipartidistas»:** Scheiber, *The Escape Artists*, p. 96.

**«... que el presidente Obama no gobierne más de un mandato»:** Garrett, «Top GOP Priority: Make Obama a One-Term President», *National Journal*.

**gritando y pataleando (en su fuero interno):** Wessel afirma que Richard Fisher, presidente del Banco de la Reserva Federal en Dallas, presentó inicialmente una objeción, pero posteriormente la retiró, por lo que la votación fue unánime. Wessel, *In Fed We Trust*, pp. 257-258.

**una pequeña vacuna en el brazo:** Parker, Souleles, Johnson y McClelland, «Consumer Spending and the Economic Stimulus Payments of 2008», *Informe de la NBER*; Sahm, Shapiro y Slemrod, «Check in the Mail or More in the Paycheck?», *American Economic Journal*.

**«... ahora empieza lo serio»:** Goolsbee, «Looking for Lasting Solutions», CBS News, *Face the Nation*.

**más o menos en el punto correcto:** Ver Scheiber, *The Escape Artists*, en el que se desarrolla este tema en profundidad.

**«... inmediato como creíamos»:** Ver sus comentarios en el Consejo de Empleo y Competitividad.

**a los banqueros y a los inversores en lugar de a la clase media:** CNN/Opinion Research, «Polls: Stimulus Unpopular, but Its Uses Have Broad Support», *CNN Politics*.

**sólo el 34 por ciento que se decantaba por el presidente Bush:** Centro de Investigación Pew, Actualización de conocimiento político.

**un año y medio después fue de 1,7 puntos porcentuales:** Blinder y Zandi, «How the Great Recession Was Brought to an End», *Moody's Analytics*.

**el estudio elaborado [...] que alcanzó una gran difusión:** Blinder y Zandi, «How the Great Recession Was Brought to an End», *Moody's Analytics*.

**varios economistas afines a la derecha política:** Ver, por ejemplo, Cogan, Taylor y Wieland, «The Stimulus Didn't Work», *The Wall Street Journal*; Cogan, Cwik, Taylor y Wieland, «New Keynesian Versus Old Keynesian Government Spending Multipliers», *Journal of Economic Dynamics and Control*, pp. 281-295.

**abordó estas críticas:** Feyrer y Sacerdote, «Did the Stimulus Stimulate?», *Informe de la NBER*.

**¿de qué forma está destruyendo empleos?:** Blinder, «The GOP Myth of “Job-Killing” Spending», *The Wall Street Journal*.

**otros 49.000 millones para cada uno de los AF desde 2013 hasta 2019:** Oficina Presupuestaria del Congreso, *The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2012 to 2022*.

## **Capítulo 9. El ataque a la prima de riesgo**

**Ken Rogoff (y Krugman de nuevo) para Estados Unidos:** Krugman, «It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap», *Brookings Papers on Economic Activity*; Rogoff, «The Bullets Yet to Be Fired to Stop the Crisis», *Financial Times*.

**«casi traidoras»:** Daly, «Rick Perry Jabs Bernanke, Says “Printing More Money [...] Is Almost Treasonous”», *CBS News Political Hotsheet*.

**«... solucionará mágicamente los problemas económicos»:** La carta de Palin al editor apareció el 18 de noviembre. Blinder, «In Defense of Ben Bernanke», *The Wall Street Journal*; Palin, Carta al Editor, *The Wall Street Journal*.

**de hecho algunos ya lo han hecho:** La lista incluye Chile, Hungría y Tailandia. Ver, por ejemplo, Dalton y Dziobek, «Central Bank Losses and Experiences in Selected Countries», *Informe del FMI*. El Banco Central de Chile ha operado de forma efectiva con un saldo negativo.

**«una perspectiva a largo plazo»:** «Remarks by President Obama and British Prime Minister Gordon Brown after Meeting», Comunicado de prensa de la Casa Blanca.

**«... para aquellas instituciones que lo necesiten»:** «Secretary Geithner Introduces Financial Stability Plan», Comunicado de prensa del Departamento del Tesoro estadounidense.

**Lee Sachs, presionando para avanzar en esa dirección:** Scheiber, *The Escape Artists*, pp. 124-129.

## **Capítulo 10. Se ha roto, arreglémoslo: la necesidad de una reforma financiera**

**desastres bancarios ocurridos durante las últimas décadas:** Appelbaum, «Citi's Long History of Overreach, Then Rescue», *The Washington Post*.

**«... es que son simplemente demasiado grandes»:** King, discurso en el banquete organizado por lord Mayor para banqueros y comerciantes. El «distinguido economista estadounidense» era Allan Meltzer.

**«... compañías (financieras) internacionales multifunción»:** Citado en Wessel, «Bernanke: Smaller Banks Not Necessarily the Answer for “Too Big to Fail” Dilemma», *The Wall Street Journal*.

**riesgo sistémico, he aquí cómo hubiese funcionado:** Todo el párrafo se basa en Blinder, «It's Broke, Let's Fix It: Rethinking Financial Regulation», *International Journal of Central Banking*, pp. 286-287.

**Agencia de Seguridad Nacional, la CIA e incluso el IRS:** Saad, «CDC Tops Agency Ratings; Federal Reserve Board Lowest NASA Ratings Remain High, While Federal Reserve Has Lost Ground», Gallup.

**«... sillita infantil [...] que se vende en el mercado estadounidense»:** Warren, «Unsafe at Any Rate», *Democracy: A Journal of Ideas*. Ver también Bar-Gill y Warren, «Making Credit Safer», *University of Pennsylvania Law Review*.

**una de las peores decisiones que había tomado en su vida:** Ver Hirsh, «The Re-education of Larry Summers», *Newsweek*.

**«... asunto prioritario de interés público»:** Clinton, *Back to Work*, p. 41.

**«armas financieras de destrucción masiva»:** Creo que esta frase tan frecuentemente citada apareció por vez primera en Berkshire Hathaway, *Informe anual de 2002*, p. 15.

**«... es el cajero automático»:** Volcker, discurso en la Segunda iniciativa sobre el futuro de las finanzas de *The Wall Street Journal*.

**«más dinero que Dios»:** Mallaby, *More Money Than God*.

**aceleró notablemente el debate político:** Departamento del Tesoro estadounidense, *Financial Regulatory Reform*.

## **Capítulo 11. Descubriendo cómo se hace la salchicha**

**procedimientos por bancarrota funcionaron bien!:** Wallison, «The Argument Against a Government Resolution Authority», *Informe sobre el Proyecto de reforma financiera de Pew*; Wallison y Skeel, «The Dodd Bill: Bailouts Forever», *The Wall Street Journal*.

**«... a favor de las viviendas subvencionadas»:** Frank, en una sesión del Comité de Servicios Financieros celebrada el 25 de septiembre de 2003, citado en «What They Said About Fan and Fred», Opinión, *The Wall Street Journal*.

**una proporción que superaba el 3 a 1:** Lake Research Partners, «Wall Street Reform: One Year Anniversary».

**conservador más que al liberal:** Centro de Políticas Responsables, *Open Secrets*.

## **Capítulo 12. El gran descarrilamiento de las ejecuciones hipotecarias**

**sigue siendo un problema sangrante:** Cordell, Dynan, Lehnert, Liang y Mauskopf, «Designing Loan Modifications to Address the Mortgage Crisis and the Making Home Affordable Program», *Finance and Economics Discussion Series*, tabla 1. Los datos proceden de la Asociación de Bancos Hipotecarios.

**Entidad de préstamo para propietarios de viviendas:** Los siguientes párrafos se basan en buena medida en Blinder, «From the New Deal, a Way Out of a Mess», *The New York Times*, que a su vez debe bastante a Harriss, *History and Policies of the Home Owners' Loan Corporation*.

**los clientes a sus bancos:** En realidad, Foote, Gerardi y Willen sostienen que la aparente novedad de las finanzas hipotecarias en la primera década de 2000 es exagerada. Foote, Gerardi y Willen, «Why Did So Many People Make So Many *Ex Post* Bad Decisions?», en *Rethinking the Financial Crisis*.

**refinanciar las hipotecas de entre uno y dos millones de viviendas:** Blinder, «From the New Deal, a Way out of a Mess», *The New York Times*. Hay que destacar la temprana fecha de este artículo de opinión. En agosto de 2012 el senador Jeff Merkley (demócrata por Oregón) realizó una propuesta que era muy similar al HOLC.

**activos de los prestatarios morosos:** Feldstein, «How to Stop the Mortgage Crisis», *The Wall Street Journal*.

**préstamos a treinta años con tipos de interés fijos del 5,25 por ciento:** Hubbard y Mayer, «First, Let's Stabilize Home Prices», *The Wall Street Journal*.

**«... tiene que firmar un cheque»:** Swagel, «The Financial Crisis: An Inside View», *Brookings Papers on Economic Activity*, p. 22.

**potestad de modificar las hipotecas:** Geanakoplos y Koniak, «Mortgage Justice Is Blind», *The New York Times*.

**un balance total de 762 hipotecas refinanciadas:** Departamento de Desarrollo Urbano y de Viviendas. *Informe de gestión anual de la FHA, año fiscal 2011*, p. 16.

**«... banqueros e inversores de lo que supondría la ejecución de la hipoteca»:** «FDIC Implements Loan Modification Program for Distressed IndyMac Mortgage Loans», Comunicado de prensa de la FDIC.

**11.000 dólares por hipoteca:** Luhby, «FDIC's Bair Pushes Aggressive Mortgage Plan», *CNN Money*.

**50.000 millones procedentes del TARP:** Oficina Presupuestaria del Congreso, *Report on the Troubled Asset Relief Program, March 2012*.

**tan sólo se habían refinanciado unas 60.000 hipotecas:** Timiraos, «Confusion Roils HARP Program for Refinancing», *The Wall Street Journal*.

**muy lejos del objetivo previsto:** Gopal, «Banks Block Obama's Mortgage Stimulus Plan», *Bloomberg Businessweek*.

**se habían acordado 57.000 ventas en corto:** Departamento del Tesoro estadounidense, *Making Home Affordable Program Performance Report through June 2012*, p. 5.

**En sus propias palabras:** Curiosamente, la CNBC no dispone de una transcripción literal de esta diatriba, pese a ser posiblemente las palabras más famosas que jamás se han pronunciado en esta cadena. Una búsqueda en internet proporciona varias supuestas «transcripciones», pero todas son inexactas, por lo que yo mismo incluí la que aparece en este libro directamente del propio video. Santelli, «Rick Santelli and the “Rant of the Year”», YouTube.

**el origen de este movimiento político:** Ver, por ejemplo, Zernike, «“Boiling Mad”: A Tea Party Origin Story», NPR, *All Things Considered*.

**al 64 por ciento de los estadounidenses le parecía bien:** Newport, «Views on Government Aid Depend on the Program», Gallup.

## Capítulo 13. Las reacciones negativas

**«... nada que introdujese al gobierno en los asuntos del sector privado»:** Paulson, *On the Brink*, p. 3.

**lo que podía haber sido una catástrofe absoluta en algo «simplemente» espantoso:** Blinder y Zandi, «How the Great Recession Was Brought to an End», *Moody's Analytics*. Recordemos que algunos economistas ponen en duda la metodología empleada.

**pragmáticamente liberales:** Ésta es una idea bastante antigua en el seno de la ciencia política estadounidense. Ver, por ejemplo, Free y Cantril, *The Political Beliefs of Americans*. Para evidencias más recientes, ver Fiorina y Abrams, *Disconnect: The Breakdown of Representation in American Politics*.

**«Mantenga las sucias manos del gobierno lejos de mi Seguridad Social»:** Esta cita figura en numerosas obras. Un ejemplo es Cesca, «Keep Your Goddamn Government Hands off My Medicare!», *The Huffington Post*.

**«... para que se unieran a los ataques hacia el gobierno»:** Clinton, *Back to Work*, p. 7.

**Cochrane detestaba los rescates:** Cochrane, «Lessons from the Financial Crisis», *Regulation*.

**Meltzer acusaba a Bernanke:** Meltzer escribió que «el presidente Ben Bernanke parecía dispuesto a sacrificar buena parte de la independencia que Paul Volcker restauró en la década de los ochenta. Trabajó en estrecha colaboración con el Tesoro y cedió ante presiones procedentes de los Comités bancarios del Congreso y el Senado». Meltzer, «Policy Principles: Lessons from the Fed's Past», en *The Road Ahead for the Fed*, p. 13.

**Taylor sostenía que las respuestas [...] de la Fed eran equivocadas:** En palabras de Taylor: «En mi opinión, la crisis fue provocada, prolongada y empeorada por el desvío por parte de la Fed de las políticas monetarias tradicionales». Taylor, «The Need for a Clear and Credible Exit Strategy», en *The Road Ahead for the Fed*, p. 85.

**«Reagan demostró que los déficits no importan»:** Ver Suskind, *The Price of Loyalty*, p. 291.

**«... están dispuestos a acabar de una vez por todas con su nefasta influencia»:** «The Rise of the Anti-Keynesians: Paul Ryan's Intellectual Hinterland», *The Economist*.

**reducir el gasto federal, no aumentarlo:** Hirsh, «The Party of Goldwater?», *Newsweek*.

**pese a costar 800.000 millones de dólares:** Este trabajo está resumido en Taylor, «An Empirical Analysis of the Revival of Fiscal Activism in the 2000s», *Journal of Economic Literature*.

**«... estímulo de la economía» y «... semejante descubrimiento pueda sorprender a nadie»:** Taylor, «The 2009 Stimulus Package: Two Years Later», declaración ante el Comité de Supervisión y Reforma del Gobierno, Subcomité de Asuntos de Regulación.

**«régimen de políticas sin precedentes de la Fed» y «... volver a las políticas monetarias tradicionales»:** Taylor, «The Need for a Clear and Credible Exit Strategy», en *The Road Ahead for the Fed*, p. 85.

**una norma que, como era previsible, se centraba en los tipos de interés:** Taylor, «Discretion Versus Policy Rules in Practice», *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*.

**«... el alejamiento de la Fed respecto de las políticas monetarias convencionales»:** Taylor, «The Need for a Clear and Credible Exit Strategy», en *The Road Ahead for the Fed*, pp. 85-100.

**«... amplia y robusta recuperación económica»:** Greenspan, «Activism», *International Finance*, 1 y 7.

**«Hay que dejar caer el mercado laboral...» y «la gente emprendedora recogerá los pedazos de la gente menos competente»:** Hoover, *The Memoirs of Herbert Hoover*, p. 30.

**Taylor Bean & Whitaker:** Los detalles de esta historia proceden de Norris, «After Years of Red Flags, a Conviction», *The New York Times*.

**una de las mayores crisis [...] de Estados Unidos:** Protes, «Mortgage Executive Receives 30-Year Sentence», *The New York Times*.

## **Capítulo 14. ¿No hay salida? Devolviendo a la Fed a la normalidad**

**«... la economía, no al calendario»:** Di Leo y Hilsenrath, «Fed Could Keep Short-Term Interest Rates Near Zero Well Beyond Mid-2013», *The Wall Street Journal*. Plosser mostró sus discrepancias contra el cambio de lenguaje en agosto de 2011.

**«... futuro aumento de la inflación»:** Bernanke, «Semiannual Monetary Policy Report to the Congress», declaración ante el Comité de Servicios Financieros. Esta cita y otras del siguiente párrafo proceden de esta declaración.

**«... acciones reductoras del exceso de reservas]» y «se usaría una combinación de ambos»:** Bernanke, «The Federal Reserve's Balance Sheet: An Update», discurso sobre evoluciones clave en el ámbito de la economía monetaria en la Conferencia del consejo de administración de la Reserva Federal.

**«... riesgos asociados con efectos a largo plazo»:** Warsh, «The New Malaise and How to End It», *The Wall Street Journal*.

**más pequeños que los causados por la QE1:** Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen, «The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates», *Brookings Papers on Economic Activity*.

**títulos financieros distintos de los ofrecidos por el Tesoro:** Blinder, «The Fed Is Running Low on Ammo», *The Wall Street Journal*.



**nunca más sería la causa de otra depresión:** Bernanke, «On Milton Friedman's Ninetieth Birthday», comentarios en la Conferencia de homenaje a Milton Friedman.

## **Capítulo 15. En busca de una salida fiscal**

**informe elaborado por [...] (d)el Congreso:** Oficina Presupuestaria del Congreso, *The Long-Term Budget Outlook*, 1 de octubre de 2000.

**proyecciones a largo plazo de ratio deuda/PIB:** Oficina Presupuestaria del Congreso, *The Long-Term Budget Outlook*, 1 de diciembre de 2003, p. 12.

**la CBO estima en 831.000 millones de dólares:** Oficina Presupuestaria del Congreso, *The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2012 to 2022*.

**«moderadamente importante»:** Jones, «Americans Want Congress, Obama to Tackle Economic Issues», *Gallup Politics*.

**un 61 por ciento a favor y sólo un 17 por ciento en contra:** Stein, *The Fiscal Revolution in America*, pp. 117-118. Stein señaló: «Parece ser que en 1939 la opinión pública fue la misma de siempre».

**reducir el gasto en ningún programa de política nacional:** Blinder y Holtz-Eakin, «Public Opinion and the Balanced Budget», *American Economic Review*, p. 145.

**exigua mayoría entre estos incondicionales:** Sides, «Republican Primary Voters Embrace Government», *Model Politics*, YouGov.

**«... plato de gelatina» y «... no sería capaz ni de vender una pizza»:** Wallsten, Montgomery y Wilson, «Obama's Evolution: Behind the Failed "Grand Bargain" on the Debt», *The Washington Post*.

**sin aplicar más acciones políticas:** Oficina Presupuestaria del Congreso, *The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2012 to 2022*, tabla 1-7. En este caso uso las cifras de la CBO «Escenario fiscal alternativo».

**tal vez con algunas modificaciones importantes:** Las recomendaciones de la Comisión están en *Moment of Truth: Report of the National Commission on Fiscal Responsibility and Reform*.

**«... si el crecimiento excede los objetivos» y «... reformas estructurales más significativas»:** *Moment of Truth: Report of the National Commission on Fiscal Responsibility and Reform*, pp. 41-42.

## **Capítulo 16. La gran réplica: la crisis de la deuda europea**

**también el propio Reino Unido tuvo su parte:** Para un entretenido resumen de la locura en Islandia e Irlanda, así como de las repercusiones en ambos países, ver Lewis, *Boomerang*.

**un récord mundial moderno:** Whelan, «Ireland's Sovereign Debt Crisis», *Informe del Centro de Investigación Económica de la Universidad de Dublín*.

**desde su independencia, en la década de 1830!:** Reinhart y Rogoff, *This Time Is Different*, p. 98.

**la ocultación de la creciente deuda griega:** Story, Thomas y Schwartz, «Wall St. Helped to Mask Debt Fueling Europe's Crisis», *The New York Times*.

**entrar en situación de impago:** California, un estado mucho más grande, recurrió en 2009 a la emisión de pagarés, pero un acontecimiento tan extraño no sacudió los mercados financieros nacionales. El último estado que entró en impago de deuda fue Arkansas en 1933. Ver Davey, «The State That Went Bust», *The New York Times*.

**la incapacidad para lidiar con la deuda gubernamental:** Sargent, «United States Then, Europe Now», discurso de aceptación del premio Nobel de Economía.

**«recapitalización urgente», «... cadenas de contagio» y «el uso de fondos públicos si fuese necesario»:** Lagarde, «Global Risks Are Rising, but There Is a Path to Recovery», en *Consiguiendo el máximo crecimiento a largo plazo*, un simposio patrocinado por el Banco de la Reserva Federal en Kansas City.

**proyectos públicos de cualquier Estado miembro:** Artículo 125 de la versión del Tratado publicada en la página web del BCE. Banco Central Europeo, «Consolidated versions of the Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union», *Diario Oficial de la Unión Europea*. Anteriormente era el artículo 103.

**asistencia [...] al Estado miembro en cuestión:** Banco Central Europeo, «Consolidated Versions of the Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union», *Diario Oficial de la Unión Europea*, artículo 122 (anteriormente el 100).

**(d)el BCE y los bancos centrales nacionales:** Banco Central Europeo, «Consolidated Versions of the Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union», *Diario Oficial de la Unión Europea*, Artículo 130 (anteriormente el 108).

**«créanme, será suficiente»:** McHugh, «Draghi: ECB to Do “Whatever It Takes” to Save Euro», Associated Press.

## **Capítulo 17. Nunca más: el legado de la crisis**

**«... y la integridad de Wall Street»:** Frum, «Full Comment», *National Post*.

**«... se acumulen enormes cantidades de riesgo»:** Geithner, «Financial Crisis Amnesia», *The Wall Street Journal*.

**«Porque podemos»:** De una conversación de noviembre de 1998 con el entonces jefe de personal de la Casa Blanca Erskine Bowles, incluida en Clinton, *My Life*, p. 824.

**«... la ciudadanía considera tal o cual cuestión»:** Friedman, «Obama Should Seize the High Ground», *The New York Times*.

**«... nunca han aprendido nada de la historia»:** Hegel, *Introduction to the Philosophy of History*.

1. Los economistas sitúan el fin de una recesión en el momento en el que la economía cesa de contraerse, lo cual sucedió (para Estados Unidos) en junio de 2009. Sin embargo, la gran mayoría de la gente considera «recesión» como un sinónimo aproximado de «tiempos difíciles», que ciertamente aún no han terminado.

2. Emanuel, por entonces jefe de personal de la Casa Blanca, fue citado en numerosas ocasiones por decir, en noviembre de 2008, que «Nunca hay que desaprovechar una crisis seria».

3. El Departamento del Tesoro de Estados Unidos es el equivalente al Ministerio de Hacienda en España, y su secretario es el homólogo del titular de dicho Ministerio. *(N. del t.)*

4. Las recesiones quedan recogidas de forma oficial por la Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER, por sus siglas en inglés), una organización de investigación privada creada en 1920, la cual se sirve de una definición mucho más complicada. Según la NBER, la Gran Recesión comenzó en el 4.º trimestre de 2007 y terminó en el 2.º trimestre de 2009.

5. La principal desventaja de un desempleo muy bajo es la preocupación sobre una creciente inflación. La inflación subyacente (esto es, la inflación excluyendo los precios de alimentación y energía) se elevó un poco en 2006 pero volvió a descender en 2007, lo que en opinión de muchos economistas sugería que un desempleo del 4,5 o del 5 por ciento no era demasiado bajo.



6. A lo largo de todo el libro, casi todas las siglas que figuran en la lista de acrónimos y abreviaturas se refieren a su versión inglesa, aunque la traducción propuesta no coincida con ellas. Las únicas cuatro excepciones, por su frecuente uso en castellano, son BCE (Banco Central Europeo), FMI (Fondo Monetario Internacional), IPC (Índice de Precios al Consumo) y PIB (Productor Interior Bruto, ya mencionado anteriormente). *(N. del t.)*

7. Las dos empresas patrocinadas por el gobierno de Estados Unidos que tomaron parte muy activa en la crisis. El autor las define y desarrolla más adelante. (*N. del t.*)

8. Ambos índices se diferencian en muchos aspectos. El de la FHFA se limita a las hipotecas consideradas como asegurables por Fannie Mae y Freddie Mac. Tal restricción elimina los dos extremos del mercado inmobiliario: el *extremo superior*, donde estaban las llamadas hipotecas jumbo, que eran demasiado grandes para que Fannie y Freddie operasen con ellas; y el *extremo inferior*, ocupado en su mayor parte por las hipotecas *subprime*. Dado que sabemos, por otras fuentes de datos, que durante la burbuja los precios inmobiliarios del extremo inferior se inflaron más que los precios intermedios y del extremo superior, el índice de la FHFA puede *subestimar* el crecimiento y el descalabro. Sin embargo, el índice Case-Shiller otorga demasiado peso a veinte zonas urbanas principales, especialmente en las costas Este y Oeste, donde los precios por vivienda son más volátiles, por lo que parece razonable pensar que el Case-Shiller *exagera* la burbuja.

9. En el original, *Double bubble, toil and trouble*. Juego de palabras que se vale de la similitud fonética con una rima shakespeariana: *Double, double toil and trouble* («Doble, doble sufrimiento y angustia»), enunciada por las Tres Brujas en la escena del conjuro de *Macbeth*. (N. del t.)

10. Publicada el 22 de abril de 1971, Día de la Tierra, por el dibujante Walt Kelly. (*N. del t.*)

11. Típicos nombres genéricos empleados en Estados Unidos para personas cuya identidad exacta no es importante y que representan al ciudadano medio; en castellano podrían equivaler a «Fulanito y Menganita». (*N. del t.*)

12. En inglés, *overnight interest rate*; literalmente, «tipo de interés “de la noche a la mañana”». Llamado así porque se refiere a préstamos realizados por un plazo inferior a veinticuatro horas (*N. del t.*)

\* Vuelta de tuerca humorística a los nombres genéricos mencionados en la nota 11, puesto que en este caso el nuevo «apellido» del más dispuesto a arriesgar para lograr un buen rendimiento (*Dough*) pasa a ser el equivalente en argot de «Pasta». (*N. del t.*)



13. Ben Bernanke asumió la presidencia del consejo de la Reserva Federal en febrero de 2006, muy poco antes del comienzo del estallido de la burbuja. Irónicamente, Bernanke también se describía como libertario... antes de la crisis.

14. Alusión a Pangloss, personaje de la novela *Cándido*, de Voltaire, que es considerado el paradigma del optimismo metafísico. (N. del t.)

15. En inglés, el término *parties* posee múltiples significados, entre ellos «partes» y «fiestas», por lo que el autor se vale de esa múltiple semántica para lograr un juego de palabras intraducible en castellano. (*N. del t.*)

16. Término supuestamente acuñado por el economista Paul McCulley.

17. «Alternative-A.» Categoría situada entre las hipotecas «A» (las más seguras) y las hipotecas «subprime». (*N. del t.*)

18. El LIBOR, causante de un enorme escándalo financiero en 2012, es el tipo de interés interbancario de Londres (*London InterBank Offered Rate*), cuyo tipo promedio en 2006 fue del 5 por ciento. Prácticamente ningún prestatario *subprime* tenía la menor idea de lo que era el LIBOR ni de qué factores dependía. Cuando estalló la crisis, el LIBOR creció en un primer momento.

19. Imagine que lanza una moneda no trucada tres veces, y que «cruz» representa «impago». La probabilidad de obtener tres cruces es de  $1/8$ ; baja, pero desde luego no imposible. Pero la probabilidad de obtener seis cruces seguidas es de  $1/64$ , y la de nueve seguidas es de  $1/512$ , es decir, casi imposible. Dado que cada lanzamiento es *independiente*, la probabilidad de una «coincidencia» de todo cruces se reduce vertiginosamente a medida que aumenta el número de lanzamientos. Sin embargo, si nos limitamos a duplicar o triplicar (o quintuplicar, en este caso) la apuesta sobre los *mismos* tres lanzamientos, el riesgo no se reduce, puesto que las probabilidades siguen siendo de  $1/8$ .

20. Acrónimo de *Keep it simple, stupid!*, que podría traducirse por «¡Hazlo sencillo, estúpido!», muy utilizado en los países anglosajones como recordatorio de búsqueda de la simplicidad en una gran variedad de sectores económicos. Probablemente escogido por el atractivo del término, puesto que *kiss* significa «beso». (*N. del t.*)



21. Goldman Sachs resolvió este caso en julio de 2010, admitiendo «errores» pero en ningún caso fraude, y pagando una multa récord de 550 millones de dólares. Turre fue puesto en suspensión *con indemnización*, y en agosto de 2012 el Departamento de Justicia decidió no presentar cargos criminales.

22. Tal fue la memorable respuesta de Ben Bernanke cuando en octubre de 2007 le preguntaron, en el Club de Economía de Nueva York, qué era lo que le gustaría saber que aún no sabía. Y aún pasaría mucho tiempo antes de que alguien lo supiese.

23. Nuevo juego de palabras del autor: el término «abrevadero» del título, en inglés *water hole*, comparte la segunda palabra con la mencionada localidad. (N. del t.)

24. En uno de sus primeros trabajos académicos, *Efectos no monetarios de la crisis financiera en la propagación de la Gran Depresión*, un joven Ben Bernanke escribió un largo y original ensayo sobre la forma en la que el colapso de los mercados de crédito había «ayudado a convertir la recesión de 1929-1930, grave pero no carente de precedentes, en una prolongada depresión». Este trabajo suscitó considerable atención, y fue publicado en la que hoy día es probablemente la revista sobre economía más prestigiosa del mundo, la *American Economic Review*.

25. El rescate fue temporal, pues en febrero de 2008 se produjo la nacionalización definitiva de Northern Rock.

26. El disidente fue William Poole, presidente del Banco de la Reserva Federal en St. Louis, que prefería esperar los ocho días que les separaban de su siguiente reunión ordinaria.

27. Esta vez fue Richard Fisher, presidente del Banco de la Reserva Federal en Dallas.

28. La escala DEFCON (acrónimo de *Defense Condition*, «Estado de Defensa»), empleado por las Fuerzas Armadas estadounidenses, va del 5 (tiempo de paz) al 1 (guerra o invasión inminente) en función del nivel de alerta y despliegue de dichas Fuerzas Armadas; por ejemplo, tras el ataque a las Torres Gemelas y al Pentágono, se alcanzó un nivel de DEFCON 3. En este caso se refiere en sentido figurado al estado de máxima alerta. (*N. del t.*)



29. En este contexto, el término «privado» hace referencia a los títulos financieros *no* emitidos por Fannie Mae o Freddie Mac.

30. En realidad, los doce bancos de la Reserva Federal son corporaciones privadas cuyos accionistas son los propios bancos miembros; pero estos bancos miembros no controlan la Fed ni comparten sus beneficios o sus pérdidas, pues de eso se encarga el Tesoro.

31. Técnicamente, crearon un vehículo de propósito especial denominado «Maiden Lane», llamado así por la dirección de la Fed en Nueva York, y le concedieron un préstamo, con el que éste compró los activos.

32. Los rescates de General Motors y de Chrysler en 2009 fueron dos claros ejemplos de aplicación del «demasiado grande para dejar quebrar» en empresas no financieras.

33. Por añadidura, Fannie y Freddie estaban exentas de cumplir los requerimientos de registro de la SEC y de pagar los impuestos locales, y tenían varios miembros en sus Consejos nombrados directamente por el presidente de Estados Unidos.

34. Tal y como el propio Paulson escribió en sus memorias: «Aprendimos mucho durante el asunto Bear Stearns, y lo que aprendimos nos asustó bastante».

35. En español en el original. (*N. del t.*)

36. AIG poseía en aquel momento unos activos valorados en 1,1 billones de dólares, mientras que los de Lehman no superaban los 640.000 millones.



37. ¿Por qué el 79,9 por ciento? Porque a partir del 80 por ciento los principios contables comúnmente aceptados (GAAP) requerirían que las deudas de AIG se consolidasen en el balance federal del gobierno, ¡y tal cosa no existe! Manteniendo la propiedad por debajo del 80 por ciento preservaba la existencia de AIG como compañía privada, con la característica de tener un gran accionista mayoritario.

38. Posteriormente el Congreso prohibió la práctica de usar el ESF para fondos mercantiles monetarios.

39. *Confesión:* mi interés en el tema no era estrictamente intelectual. Pensé esto porque era y soy copropietario de un negocio, Promontory Interfinancial Network, basado principalmente en el hecho de que son los bancos —y no los fondos monetarios, que son sus competidores— los que poseen seguro de depósito.

40. Los tres prestatarios extranjeros más importantes resultaron ser UBS (Suiza), Dexia (Bélgica) y BNP Paribas (Francia).

41. En marzo de 2009, lo que quedaba de WaMu presentó una demanda contra la FDIC, en parte porque este precio era demasiado bajo. Sin embargo, la compañía desistió de dicha demanda en diciembre de ese mismo año, dejando a los accionistas que pelesen por lograr el dinero que pudiesen.

42. Chuck Prince, el que sostenía que Citigroup debía seguir bailando mientras sonase la música, había sido despedido en noviembre de 2007. Pandit, a su vez, fue también despedido en 2012.

43. Citigroup terminó por ser rescatado en noviembre, de todas formas.

44. La razón real es dudosa. Por un lado, Bair afirma que Kovacevich le dijo que la nueva norma fiscal 2008-83, en vigor desde sólo dos días antes, permitía a Wells una mayor deducción fiscal; pero por otro, Kovacevich comunicó al FCIC que la oferta revisada de Wells reflejaba nuevas «debidas diligencias» sobre el tema.



45. Los dos principales usuarios del TLGP resultaron ser General Electric y Citigroup.

46. En 2009 se levantó un gran revuelo en torno a la posibilidad de que Bernanke y Paulson hubieran *obligado* a BofA a llevar a cabo la fusión.

47. Alusión a una célebre frase de Dorothy (Judy Garland), protagonista de la película *El mago de Oz*. (N. del t.)

48. Glenn Hubbard (republicano) y yo (demócrata) publicamos conjuntamente un editorial de opinión en *The Wall Street Journal*, titulado «La garantía total de los depósitos es una mala idea». La autoría conjunta fue deliberada. *Revelación*: como adjunto a la editorial, añadí un aviso de descargo de responsabilidad, que reproduzco aquí: «El sr. Blinder [...] también está vinculado a la Promontory Interfinancial Network, entidad que podría verse afectada por cambios en la normativa de la FDIC».

49. Juego de palabras: el autor se sirve, en el título y en diversas ocasiones a lo largo del capítulo, de la idéntica grafía del término inglés *tarp* («lona», en castellano) y el ya mencionado Programa de Asistencia para Activos en Problemas, desarrollado en este capítulo, cuyas siglas en inglés son, precisamente, TARP. (*N. del t.*)

50. Es de reseñar que la ley no requería la *aprobación* del presidente de la Fed, sino tan sólo que se le *consultase*.

51. Durante una cena, un amigo de Wall Street, muy astuto él, me comentó la existencia de una CDO con un cupón del 8 por ciento de interés que se vendía por 6 centavos de dólar, a pesar de que nunca había dejado de pagar ni una sola cuota. Como un estúpido, no invertí en ello, mientras que él sí lo hizo. Ésa es la historia de mi vida.

52. Merrill estaba en proceso de ser adquirido por BofA, lo que suponía 25.000 millones de dólares para el conjunto de la fusión.



53. La ley establecía que el presidente Bush podía solicitar otros 100.000 millones de dólares si certificaba que eran necesarios.

54. *Quantitative Easing 1*. Traducible por «Flexibilización Cuantitativa 1». Se refiere a la primera de una serie de acciones de política monetaria llevadas a cabo durante la crisis, cada una de ellas consistente básicamente en la emisión de dinero nuevo por parte de la Reserva Federal. (*N. del t.*)

55. La Unión Europea aplicó posteriormente pruebas de resistencia a los bancos, aunque con mucho menos éxito.

56. Nueva referencia a Shakespeare (en este caso, a *Romeo y Julieta*), adaptando las primeras palabras de Julieta a Romeo en la conocida escena del balcón: *Romeo, Romeo, ¿por qué eres tú, Romeo?* (N. del t.)

57. A modo de ejemplo, una encuesta llevada a cabo conjuntamente por *The New York Times* y por la CBS a mediados de enero de 2009 desveló que un 79 por ciento de los estadounidenses afrontaban con optimismo los siguientes cuatro años de la Administración Obama, más que cualquiera de los últimos cinco presidentes, y ello a pesar de encontrarse en un momento manifiestamente aterrador.

58. *Primicia*: Orszag fue alumno mío.

59. Obama quería inicialmente a Tom Daschle, exlíder del grupo mayoritario del Senado, para ocupar este puesto, pero Daschle se encontró con problemas de ratificación.

60. En castellano en el original. En Estados Unidos se emplea el término castellano *político* para referirse a los profesionales de la política cuando se quiere manifestar un desprecio más o menos velado hacia ellos; la traducción podría ser «politicucho». (*N. del t.*)



61. Obama bromeó posteriormente diciendo que «lo inmediato no era tan... ejem... inmediato como creíamos».

62. En inglés se utiliza el eufemismo *the four-letter word* (literalmente, «la palabra de cuatro letras») para referirse a *fuck* («joder»), término que en el mundo anglosajón resulta mucho más malsonante que su equivalente castellano. (*N. del t.*)

63. Ya que hablamos de culpas mal asociadas, una encuesta del Pew Center llevada a cabo en julio de 2010 estableció que el 47 por ciento de los ciudadanos de Estados Unidos pensaba que el TARP había sido «aprobado y convertido en ley por el presidente Obama», frente a sólo el 34 por ciento que se decantaba por el presidente Bush.

64. En 2011 el presidente sí propuso una variante de esta propuesta como parte de la Ley de empleo estadounidense, pero fue rechazada por el bando republicano.

65. La estimación que hicimos Mark Zandi y yo mismo un año y medio después fue de 1,7 puntos porcentuales.

66. A más largo plazo es otro cantar, pues existen poderosos argumentos de crecimiento a largo plazo a favor de reducir el déficit presupuestario. Más adelante hablaré de ellos.

67. En español en el original. El término *aficionado* se usa con frecuencia en Estados Unidos para referirse a los entusiastas de una actividad o un tema determinados. (N. del t.)

68. Durante el peor período de la crisis, incluso los fondos federales se consideraban como algo arriesgados por los bancos que comerciaban con ellos: sin que se produjese ninguna alteración en la política de la Fed, el tipo de interés predominante sobre fondos en préstamos interbancarios se elevó desde el 2 por ciento (el objetivo de la Fed) el 11 de septiembre hasta el 2,8 por ciento el 17 de ese mismo mes.



69. Los préstamos europeos a países súper seguros como Alemania o Países Bajos son probablemente igual de seguros, en euros. Sin embargo, para los inversores en dólares tienen el riesgo inherente al cambio de divisas.

70. La votación fue de siete a favor y tres en contra, una división muy inusual en el habitualmente unánime FOMC.

71. En teoría, el Banco Central podría comprar algo que no fuesen títulos financieros negociables, como ciertas acciones o incluso bienes y servicios, pero en general los títulos financieros negociables constituyen la única opción relevante.

72. El término Operación Twist es un eco procedente de principios de la década de los sesenta, cuando Chubby Checker era más popular que en la actualidad, y cuando la Fed intentó «distorsionar» (una de las posibles acepciones del verbo inglés *to twist*) de la misma forma la curva de rendimientos: reducir los tipos a largo plazo y elevar los tipos a corto.

73. Traducción aproximada del término *refudiate*, «inventado» por Sarah Palin en uno de sus discursos, pues no figura en ningún diccionario serio de la lengua inglesa. Se trata de una mezcla, intencionada o no, de *refute* («refutar») y *repudiate* («repudiar»), que en castellano podría traducirse por el término propuesto, aunque obviamente tampoco exista. (*N. del t.*)

74. La fuente principal de estos abundantes beneficios es que la Fed obtiene mucho más dinero por los intereses de sus activos de lo que paga por su pasivo: la principal obligación de la Fed es el papel moneda (billetes de la Reserva Federal), sobre los que paga un interés cero, y las reservas bancarias, que sólo le cuestan 25 puntos básicos.

75. No todas las entidades en las que se practicaron las pruebas eran bancos, pues la lista incluía a GMAC, MetLife, Goldman Sachs y Morgan Stanley. MetLife se había convertido en un conglomerado bancario cuando en 2001 adquirió un banco de Nueva Jersey, y los otros tres también habían pasado apresuradamente a ser conglomerados bancarios en 2008, buscando refugio de la tormenta financiera.

76. Citibank y Travelers anunciaron su intención de fusionarse en abril de 1998, y el presidente Clinton firmó la instauración de la GLB diecinueve meses después. Sin esta ley, es probable que la mencionada fusión no hubiese sido legal, por lo que algunos observadores afirman que la fusión Citi-Travelers fue diseñada para inducir al Congreso a acelerar su aprobación.



77. Recordemos que el apalancamiento es el ratio entre activos y capital, por lo que un capital bajo equivale a un apalancamiento alto.

78. En mayo de 2012 apareció un caso muy publicitado sobre las grandes pérdidas operativas de JPMorgan Chase, que produjo un acalorado debate sobre si el banco estaba tomando posiciones especulativas o simplemente cubriendo otros riesgos.

79. «Que se cuide el comprador». En latín en el original. (*N. del t.*)

80. Esta última opción es más complicada de lo que parece, puesto que las calificaciones son opiniones, en principio protegidas por la ley de libertad de expresión.

81. Bueno, en realidad no exactamente *sin* problemas. En 2008 la FHFA puso a Fannie y a Freddie bajo su tutela, lo cual implicaba que la FHFA estaba obligada legalmente a mantener el valor empresarial para los accionistas. La Administración Obama supo más tarde que esta estipulación hacía mucho más difícil refinanciar una hipoteca.

82. En el original, *Oy vey!* El autor, neoyorquino de origen judío, emplea un término bastante común en el dialecto judeo alemán, o yidis, que expresa estupor o pena ante una situación de fuerte dramatismo, y que puede traducirse de la forma propuesta. (*N. del t.*)

83. Cuando el Tesoro se encontró en febrero de 2011 ante tan ingente tarea, intentó irse por las ramas ofreciendo tres opciones, y cada una de ellas reducía drásticamente el papel jugado por el gobierno a la hora de proporcionar seguros hipotecarios en relación con el antiguo sistema Fannie/Freddie.

84. En 2012 Frank decidió no presentarse a la reelección.



85. En determinados juegos de casino con dados, como el denominado *Craps*, los «ojos de serpiente» (un uno en cada dado) constituyen la peor jugada posible. (*N. del t.*)

86. Dodd decidió finalmente no volver a presentarse en 2010.

87. En el mapa electoral de Estados Unidos, el Partido Demócrata aparece siempre con el color azul, en contraste con el color rojo del Partido Republicano. (*N. del t.*)

88. Lincoln logró vencer el reto de las primarias planteado por Halter, pero acabó perdiendo su asiento en las elecciones de 2010.

89. La Fed y la FDIC son inmunes ante tales restricciones presupuestarias ya que se autofinancian.

90. Debo admitir que actualmente escribo regularmente una columna de opinión para este periódico, aunque pese a ello mantengo lo dicho.

91. IndyMac era un apodo de *Indepedent National Mortgage Corporation* (Corporación Nacional Hipotecaria Independiente). ¿Tal vez la llamaron así para que sonase parecido a Fannie Mae y Freddie Mac?

92. La DTI es una medida de la asequibilidad bastante común, pero lo cierto es que es un mal acrónimo, pues realmente no es la ratio entre deuda e ingresos, sino más bien la ratio entre lo que vendrían a ser (aproximadamente) el servicio de la deuda y los ingresos del deudor; en concreto, se refiere por una parte a la suma del pago por amortización del principal y los pagos por intereses, más los impuestos de propiedad y los seguros, y por otra a los ingresos del deudor. Tan sólo los dos primeros pagos constituyen el servicio de la deuda.



93. Legalmente, el mandato de Bair como cabeza de la FDIC no terminaba hasta bien entrado el año 2010, por lo que el presidente Obama no podría haberla echado de su puesto. Sin embargo, lo habitual es que los jefes de las entidades gubernamentales abandonen su cargo voluntariamente si su presencia ya no se ve con buenos ojos por parte del nuevo gobierno.

94. En realidad se asignaron 75.000.000 millones de dólares, ya que se obtuvieron otros 25.000.000 millones de las ya agencias gubernamentales Fannie Mae y Freddie Mac. En marzo de 2012, la CBO estimó que nunca se utilizaron más de 16.000.000 millones de los 50.000.000 millones del TARP.

95. Lo que en España se conoce actualmente como «dación en pago». (*N. del t.*)

96. Se refiere al famoso episodio de protesta contra los impuestos ingleses ocurrido en 1773 durante la guerra de Independencia de Estados Unidos contra Inglaterra, en el que un grupo de estadounidenses asaltó barcos ingleses atracados en el puerto de Boston y arrojó su carga de té por la borda. Por extensión, actualmente los opositores al intervencionismo gubernamental se basan en este «Motín del Té» (en inglés, *Tea Party*) y han creado un grupo de presión con ese nombre para protestar ante cualquier acción del gobierno que consideren como una injerencia en la economía. Como el autor comenta a continuación, esta diatriba pudo ser el punto de partida exacto del movimiento actual del Tea Party, que pese a su nombre no es un partido político. (*N. del t.*)

97. En 2002 el vicepresidente Dick Cheney llegó a comentar al entonces secretario del Tesoro Paul O'Neill que «Reagan demostró que los déficits no importan».

98. Tal vez no exactamente hasta cero, pues al pagar un mayor tipo de interés sobre las reservas, la Fed puede estar en condiciones de inducir a los bancos a que conserven un mayor volumen de las mismas. Luego volveremos sobre esto.

99. En ocasiones, la inflación general sí que lo hace, pero casi siempre se debe a un rápido aumento o descenso de los precios del petróleo.

100. Posteriormente, también España e Italia aparecerían en su punto de mira. En el capítulo 16 se hablará con más detalle de la crisis de la deuda soberana europea.



101. Entre 2000 y 2011 las dos tasas de inflación fueron del 4 por ciento y del 2,4 por ciento, respectivamente.

102. Cuando Ryan revisó su presupuesto un año después, la reducción de dos tercios se había quedado en aproximadamente la mitad.

103. Por ejemplo, en 2006, el aún senador Barack Obama había votado en contra de la proposición del entonces presidente Bush para elevar el techo de deuda nacional. Pero aquello fue un «voto nulo», ya que todo el mundo sabía que la proposición resultaría aprobada.

104. Esta famosa cita parece tener un número de variantes casi infinito, ¡y ni siquiera el propio Kissinger está muy seguro de haberla dicho!

105. Acrónimo que se asemeja mucho al término inglés *pigs*, «cerdos» en castellano. (*N. del t.*)

106. Juego de palabras: en inglés, la expresión *Don't bank on it* (título original del epígrafe), se traduce literalmente por «No cuentes con ello», pero también se aprovecha el término *bank* («banco») para aludir de forma irónica a la crisis bancaria de la que se hablará a continuación. (*N. del t.*)

107. España se encuentra en una situación muy similar.

108. Nueva alusión al Romeo y Julieta shakespeariano; concretamente al pasaje en el que Mercucio es herido de muerte y exclama: «¡Malditas sean vuestras dos estirpes!», refiriéndose a los Capuletos y los Montescos. En este caso, el autor extiende la cita a todos los miembros del panorama político estadounidense. (*N. del t.*)



*Y la música paró*

Alan S. Blinder

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal)

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita reproducir algún fragmento de esta obra.

Puede contactar con CEDRO a través de la web [www.conlicencia.com](http://www.conlicencia.com) o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47

Título original: *After the music stopped*

© del diseño de la portada, Microbio Gentleman, 2014

© de la imagen de la portada, © Simon Smith / Getty Images

© Alan S. Blinder, 2013

Diagrama de *The Deal*. Número del 6 de octubre de 2008.

Con el permiso de The Deal LLC.

Los números de las páginas se refieren a la edición en papel (*n. del e.*)

© de la traducción, Iván Barbeitos, 2014

© Centro Libros PAPF, S. L. U., 2014

Deusto es un sello editorial de Centro Libros PAPF, S. L. U.

Grupo Planeta, Av. Diagonal, 662-664, 08034 Barcelona (España)

[www.planetadelibros.com](http://www.planetadelibros.com)

Primera edición en libro electrónico (epub): mayo de 2014

ISBN: 978-84-234-1906-7 (epub)

Conversión a libro electrónico: Newcomlab, S. L. L.

[www.newcomlab.com](http://www.newcomlab.com)