La innovación financiera

Muchas burbujas empiezan cuando una explosión de innovación y progreso tecnológico anuncia el nacimiento de una nueva economía. En la década de 1840, Gran Bretaña vivió una obsesión impulsada por una nueva tecnología: el ferrocarril.[1] En 1830, el primer ferrocarril con éxito comercial empezó a transportar pasajeros entre Manchester y Liverpool; a partir de entonces, los inversores compraron acciones de empresas que iban a construir líneas aún más rentables. Durante el punto álgido del *boom* en los años 1845 y 1846, el precio de las acciones ferroviarias subió por las nubes y las empresas construyeron miles de kilómetros de vías, gran parte de ellas redundantes e innecesarias. Aunque ese *boom* acabó con un brutal estallido, estuvo justificado en parte por los fundamentos: una nueva tecnología engendra nuevas oportunidades de negocio. Aunque la mayoría de las empresas ferroviarias de la década de 1840 quebraron, dejaron tras de sí una nueva infraestructura de transporte que fue fundamental para la expansión económica del país a lo largo del siglo XIX.

Ese mismo argumento podría darse con respecto al *boom* de las empresas puntocom de la década de los noventa.[2] Aunque se convirtió rápidamente en una burbuja especulativa, al menos estuvo justificado en parte por una nueva tecnología (Internet) y su gran cantidad de prometedoras aplicaciones. Cuando esa burbuja estalló, muchas de las nuevas compañías sobrevivieron, al igual que una nueva infraestructura de comunicaciones integrada por líneas de cable coaxial, torres de telefonía móvil y otras mejoras tecnológicas tangibles.

En cambio, la reciente crisis ha dejado tras de sí pocos beneficios tangibles: las viviendas subdivididas

abandonadas en Las Vegas son prácticamente inservibles. Y lo que es peor, el *boom* inmobiliario no se vio cimentado por ninguna revolución tecnológica: las casas construidas en el año 2006 no diferían ni eran más eficientes que las construidas una o dos décadas antes. El *boom* más reciente fue algo fuera de lo común, un *boom* sin ningún cambio fundamental. Fue una mera burbuja especulativa.

Pero si la innovación tecnológica no impulsó el *boom* inmobiliario, ¿qué lo promovió? De hecho, hubo una gran cantidad de innovación; ésa es la buena noticia. La mala noticia es que la mayoría de esa innovación se filtró en un sector de la economía, el de los servicios financieros. Esto no suponía un problema en sí mismo, ya que, al fin y al cabo, en los últimos siglos ha habido una gran cantidad de innovaciones financieras (como los seguros y las opciones de *commodities**) que han demostrado su valor una y otra vez, al permitir que los participantes en el mercado gestionen y contengan el riesgo.

En un principio, ese mismo espíritu estimuló el actual surtido de innovaciones financieras. De hecho, hubo intentos de mejorar el antiguo modelo de concesión de préstamos. Hace varias décadas, los bancos que concedían préstamos hipotecarios se basaban en el modelo «originar para mantener». El futuro propietario solicitaba una hipoteca y el banco le prestaba el dinero, se quedaba de brazos cruzados y recibía los pagos del

* La palabra *commodities* hacía referencia originalmente a las materias primas (productos agrícolas, metales, petróleo), que se han convertido en una forma de inversión financiera. El crecimiento de las bolsas amplía este término a otros bienes indiferenciables, como la electricidad y la banda ancha de Internet.

capital principal y los intereses. El banco que originaba la hipoteca la mantenía; se trataba estrictamente de una transacción entre el propietario y el banco.

La innovación financiera cambió la situación.[3] En la década de los setenta, la Government National Mortgage Association (más conocida como Ginnie Mae) estableció los primeros valores con respaldo hipotecario.[4] Es decir, agrupaba hipotecas que había creado y, a continuación, emitía bonos basados en ese grupo. En consecuencia, en vez de esperar treinta años a recuperar los fondos de una hipoteca, Ginnie Mae podía recibir un pago único por adelantado de mano de los compradores del bono. A su vez, los inversores que adquirían esos nuevos bonos recibirían una determinada parte de los ingresos procedentes de los miles de propietarios que iban pagando sus hipotecas.

Ese sistema fue revolucionario. Gracias a lo que se bautizó rápidamente como titulización, los activos ilíquidos como las hipotecas podían ahora agruparse y transformarse en activos líquidos con los que se podía negociar en el mercado abierto. Esos nuevos instrumentos tenían un nombre: valores con respaldo hipotecario. Con el tiempo, otros organismos gubernamentales como Freddie Mac y Fannie Mae entraron en el negocio de la titulización. También lo hicieron los bancos de inversión, las corredurías e incluso los constructores inmobiliarios, los cuales reunieron cada vez más préstamos hipotecarios en nuevos grupos que eran cada vez más rentables. Los inversores de todo el mundo se los quitaban de las manos. Al fin y al cabo, según la creencia popular, el precio de la vivienda no bajaría nunca.

Los bancos de inversión solían dirigir la creación de grupos de valores con respaldo hipotecario. En colaboración con quienquiera que hubiera originado la agrupación de hipotecas (ya fuera un banco, un prestamista que no era un banco o una entidad auspiciada por el gobierno), el banco de inversiones ayudaría a establecer un «vehículo de inversión estructurada» (SPV por sus siglas en inglés). Seguidamente, el SPV emitiría bonos, o valores con respaldo hipotecario, y se los vendería a los inversores. En teoría, mediante ese sistema todo el mundo obtenía lo que quería. El propietario conseguía un préstamo, y el intermediario y el tasador hipotecarios se ganaban una comisión. El prestamista hipotecario obtenía un diminuto beneficio sin tener que esperar treinta años. El banco de inversiones ganaba una comisión plana por su ayuda incluso aunque descargara el riesgo de la hipoteca en otro. Y finalmente, aunque no por ello menos importante, los inversores que compraban los valores esperaban ansiosos recibir un flujo continuo de ingresos a medida que los propietarios devolvían sus préstamos.

Aunque los valores con respaldo hipotecario cobraron cada vez más popularidad en la década de los ochenta, no fue hasta los noventa cuando empezaron a tener éxito. En un giro irónico inesperado, la crisis de las entidades de ahorro y préstamo (S&L) consolidó la popularidad de la titulización. En esa debacle quebraron más de 1.600 entidades, y todo porque habían creado un grupo de préstamos malos para bienes inmuebles comerciales y residenciales que habían conservado en sus libros (en forma de transacciones de tipo «originar para mantener»). Eso no habría ocurrido si los préstamos se hubieran titulizado (o al menos ésa fue la conclusión a la que llegaron muchos banqueros a raíz del hundimiento de estas entidades de ahorro y préstamo). La nueva doctrina era muy simple: era mucho mejor li-

quidar los préstamos y embolsarse un beneficio diminuto por adelantado que retener los préstamos y arriesgarse a que empeorasen más adelante. Distribuir los préstamos a los más capacitados para cargar con el riesgo (fondos de pensiones, aseguradoras y otros inversores institucionales) podía reducir el riesgo de que se produjera una crisis bancaria sistémica. La filosofía de «originar para distribuir» sustituyó a la de «originar para mantener».

Se trata de un principio sensato siempre y cuando los compradores de los valores puedan evaluar con precisión el riesgo que llevan intrínseco dichos valores. Pero si eres un banco que liquida hipotecas recién acuñadas mediante el proceso de titulización, tu principal objetivo es vender tantas hipotecas como puedas lo más rápidamente posible. Cada venta te reporta más dinero con el que conceder más préstamos. Por desgracia, dado que el banco ya no afronta las consecuencias de conceder malos préstamos, está mucho menos motivado a supervisar correctamente el riesgo subyacente de las hipotecas que origina. Cuando «originar para mantener» se convierte en «originar para distribuir», las malas hipotecas se van pasando como una patata caliente.[5]

Conforme la titulización se volvía algo cada vez más habitual en las décadas de 1990 y 2000, los intermediarios hipotecarios, los tasadores hipotecarios, los bancos convencionales, los bancos de inversión e incluso instituciones casi públicas como Fannie Mae y Freddie Mac ya no sometían a los futuros prestatarios a un examen minucioso.[6] Los denominados «préstamos mentirosos» (*liar loan*) se hicieron cada vez más frecuentes, puesto que los acreedores mentían sobre sus ingresos y no ofrecían información por escrito acerca de su salario. Los más infames fueron los préstamos NINJA (*No Income, No Job [and no] Assets*), en los que el acreedor no tenía ni ingresos, ni trabajo, ni activos.

Pero la titulización no acabó ahí. Las empresas financieras supervisaron la titulización de las hipotecas inmobiliarias comerciales junto con muchos tipos de préstamos al consumo: préstamos de la tarjeta de crédito, créditos a estudiantes y préstamos para la compra de automóviles. También se titulizaron los préstamos corporativos, como los apalancados y los industriales y comerciales. Los bonos resultantes (valores con respaldo de activos) se popularizaron, y la titulización no tardó en extenderse a otros lugares. Tal como concluía en el año 2001 un libro de texto sobre la gestión de riesgos, «a veces parece como si pudiera titulizarse cualquier cosa». Afirmar esto no era exagerado, ya que cuando atacó la crisis, la titulización se había aplicado a los arrendamientos de aeronaves, a los ingresos forestales y mineros, a los embargos preventivos a delincuentes, a los ingresos por torres de radio, a los préstamos para la adquisición de barcos, a los ingresos estatales y locales del gobierno, e incluso a los derechos de autor de los grupos de rock.

Muchos de esos modernos productos sufrían las mismas tentaciones y adolecían de los mismos problemas que iban asociados a la primera generación de valores con respaldo hipotecario: el banco o la empresa que creaba los valores tenía poca motivación para llevar a cabo una supervisión y aplicar la debida diligencia que eran necesarias para confirmar que los préstamos subyacentes se devolverían. Los bancos de inversión que habían ayudado a nacer a esos grupos de valores tampoco desempeñaron esa función: su intención era vender los préstamos agrupados y, de ese modo, sacarlos de su balance general.

En teoría, las agencias de calificación crediticia (Moody's, Fitch, Standard & Poor's) deberían haber dado la voz de alarma. Sin embargo, fiarse de las agencias de calificación era como fiarse de que un zorro vigilara un gallinero: tenían toda la motivación del mundo para dar una calificación alta a los valores que revisaban (véase el capítulo 8). Al hacerlo, se aseguraban una buena comisión de las propias entidades que evaluaban y la promesa de futuros negocios; en cambio, ofrecer una evaluación realista podía comportar perder la comisión, además de cualquier comisión futura. Era mucho mejor conceder a un banco el equivalente financiero del sello de aprobación de Good Housekeeping* y cruzar los dedos. En vísperas de la crisis, las agencias de calificación obtuvieron más de la mitad de sus beneficios otorgando calificaciones AAA (las de expectativa de riesgo de crédito más reducida), muchas de ellas no merecidas, a exóticos productos financieros estructurados.

Pero la historia no acaba con la corrupción de las agencias de calificación. De hecho, es posible que esas mismas agencias lo pasaran realmente mal al tratar de deducir la probabilidad de impagos de los préstamos agrupados en esos valores, dado que disponían de muy pocos datos históricos sobre las nuevas hipotecas tóxicas y su tasa de impagos. Ése era sobre todo el caso de los nuevos, exóticos y complicados valores respaldados por hipotecas y por activos que idearon en un principio los bancos de inversión en la década de los ochenta.[7] Esos valores se conocen con distintos nombres y acrónimos: obligaciones hipotecarias colateralizadas (CMO), obligaciones de deuda colateralizada (CDO) y obligaciones de deuda garantizada (CLO).

* En referencia a una conocida organización de consumidores de Estados Unidos.

Todas ellas se regían por el mismo principio. Cualquiera que tuviera en su poder un valor con respaldo hipotecario normal y corriente asumía necesariamente una determinada cantidad de riesgo: el propietario podía dejar de pagar, por ejemplo, o simplemente cancelar anticipadamente el préstamo, lo cual privaba al prestamista de los pagos adicionales de intereses que obtendría si el préstamo se liquidaba totalmente en la fecha de vencimiento del préstamo. A los «ingenieros» financieros de Wall Street se les ocurrió una elegante solución, las CDO.[8] Las CDO se dividirían en trozos, o tramos. Las CDO más simples tenían sólo tres tramos: *equity*, *mezzanine* y *senior*. Los compradores de un tramo *equity* obtenían el mayor rendimiento, pero asumían también el mayor riesgo: si los propietarios del grupo subyacente presentaban impagos, los titulares del tramo *equity* experimentarían pérdidas antes que nadie. El tramo *mezzanine* era menos arriesgado, pero aun así sus compradores sufrirían pérdidas si un mayor porcentaje de propietarios del grupo subyacente dejaba de pagar sus deudas. En la cima estaba el tramo *senior*, que aunque era el que ofrecía el rendimiento más bajo, se daba por sentado que estaba exento de riesgo o casi exento. Los titulares del tramo *senior* eran los primeros en recibir pagos y los últimos en afrontar pérdidas sostenidas.

Esa impresionante construcción de finanzas estructuradas descansaba sobre cimientos poco firmes. Se basaba en la prestidigitación: un conjunto de arriesgadas hipotecas con calificación BBB se agrupaban para formar un valor con respaldo hipotecario de tipo BBB y después se dividían en tramos, y el tramo *senior* (aproxi-

madamente el ochenta por ciento del total de activos subyacentes) era al que se le otorgaría la calificación AAA. Mediante ese proceso se convertía un residuo tóxico en un valor chapado en oro, aunque el grupo subyacente de hipotecas conllevara el mismo riesgo que antes.

La titulización alcanzó niveles de complejidad aún más estrambóticos. Por ejemplo, se puso de moda combinar CDO con otras CDO y luego dividirlas en tramos. Esas CDO de CDO (denominadas a veces CDO^2) palidecían al lado de los productos más intrincados que salían de los laboratorios de Wall Street: CDO de CDO de CDO (más conocidas como CDO^3), así como CDO sintéticas, que reunían un grupo de seguros contra impago de créditos (CDS —*credit default swaps*— por sus siglas en inglés) para simular una CDO subyacente. Algunos de esos productos más esotéricos tenían mucho más de tres tramos: podían tener cincuenta o incluso cien, y cada uno de ellos representaba un determinado grado de tolerancia del riesgo.

En retrospectiva, es fácil de entender el peligro que supone ese tipo de innovación financiera. La táctica de trocear y trinchar el riesgo crediticio y transferirlo por todo el mundo hizo que el sistema se llenara de instrumentos financieros exóticos, complejos e ilíquidos. Esas creaciones se volvieron tan perversamente complejas e insólitas que se hizo difícil evaluarlas con los medios convencionales. Las empresas financieras, en vez de basarse en los precios de mercado, recurrieron a modelos matemáticos para evaluarlas. Desafortunadamente, esos modelos se basaban en suposiciones optimistas que reducían al mínimo el riesgo evaluado. El resultado neto fue un sistema financiero opaco e impenetrable, proclive a sufrir un pánico financiero.

Tal vez esa situación parecía insólita y sin precedentes; de hecho, lo era, pero sólo en sus pormenores. La falta de transparencia, la infravaloración del riesgo y la incertidumbre sobre cómo se comportarán los nuevos productos financieros al someterse a un estrés considerable son problemas recurrentes en muchas crisis, pasadas y presentes.

Riesgo inducido

Aunque los ingenieros financieros que nos proporcionaron monstruosidades como las CDO^3 merecen gran parte de la culpa, se estaban acumulando muchos otros problemas que iban más allá de las imperfecciones evidentes en la cadena alimentaria de la titulización. La desacertada forma de autogestionarse de las empresas financieras ayudó también a sentar las bases de la reciente crisis.

La clave para entender esa situación es el concepto de riesgo inducido (también denominado «riesgo moral»). Dicho llanamente, el riesgo inducido es la buena disposición que tiene alguien para asumir riesgos (sobre todo excesivos) que normalmente evitaría, simplemente porque sabe que otro se hará responsable de cualquier consecuencia negativa que sobrevenga, e incluso rescatará a quienes asumieron esos riesgos. Por ejemplo, alguien cuyo seguro de automóvil cubre el robo del vehículo estará más dispuesto a aparcar su coche en un lugar donde podrían robárselo, o negarse a comprar un dispositivo antirrobo, que alguien que carece de ese seguro. El propietario del vehículo sabe que la compañía aseguradora cubrirá la pérdida; el problema recaerá sobre otro. Asimismo, es más probable que alguien que firma

un acuerdo de arrendamiento financiero (*leasing*) para alquilar un automóvil a partir de un contrato de servicios conduzca de tal forma que someta al vehículo a más desgaste que alguien sin un contrato de ese tipo. De nuevo, el arrendatario sabe que si se produce cualquier daño, el problema será de otro.

El riesgo inducido ha desempeñado un papel significativo en la reciente crisis económica.[9] En la cadena alimentaria de la titulización, un intermediario hipotecario que compró a sabiendas un «préstamo mentiroso» a un banco se vio recompensado por su esfuerzo, sin tener ningún tipo de responsabilidad con respecto a lo que sucedería conforme la hipoteca seguía su trayectoria descendente. Del mismo modo, el intermediario financiero que apostó mucho en una CDO se vería generosamente recompensado si tenía éxito, pero era raro que se le castigara si fracasaba. Incluso si estaba en quiebra, lograría retener cualquier tipo de remuneración que hubiera acumulado con los años. Las secuelas radiactivas de sus decisiones se convertían en el problema de un tercero (es decir, de la compañía que le contrató).

Esta observación nos resulta bastante familiar. Lo que no se sabe tanto es que el riesgo inducido abundaba sobre todo en el sector de los servicios financieros por la forma en que esas empresas ofrecían remuneraciones.[10] En vez de limitarse a pagar un salario a los empleados, a los intermediarios financieros y banqueros que trabajaban en bancos de inversión, fondos de cobertura y otras empresas de servicios financieros, se les recompensaba por su rendimiento mediante un sistema de bonificaciones anuales.[11] Aunque las bonificaciones han servido durante mucho tiempo como remuneración en esas empresas, habían aumentado de un modo desorbitado en los últimos años, y todos los principales bancos de

inversión (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers y Bear Stearns) pagaban sumas cada vez más increíbles.[12] En el año 2005, las cinco grandes empresas pagaron 25.000 millones de dólares en bonificaciones, cifra que aumentó a 36.000 millones de dólares en 2006 y a 38.000 millones un año después.

Es más, el coeficiente entre bonificaciones y salario base subió por las nubes. En 2006, la bonificación media representaba el sesenta por ciento de la remuneración total en los cinco mayores bancos de inversión. En algunos casos, la cifra era aún más alta: las bonificaciones diez o incluso doce veces por encima del salario base se convirtieron en el pan de cada día en muchas empresas en el centro del colapso. Incluso después de que esas empresas tuvieran que ser reanimadas, siguieron pagando bonificaciones.

El sistema de bonificaciones, centrado en los beneficios a corto plazo realizados a lo largo de un año, incitaba al riesgo y a un apalancamiento excesivo a grandísima escala. En ningún otro lugar fue más evidente que en AIG, que se especializó en la venta de seguros que cubrían casos (por ejemplo, la quiebra de Lehman Brothers) que era improbable que se materializaran. A corto plazo, esa buena disposición a apostar ingentes cantidades de dinero en seguros contra catástrofes reportó grandes beneficios, ingresos y bonificaciones a bancos e intermediarios financieros. Pero a largo plazo ocurrió lo inevitable, y al suceder, las empresas como AIG estuvieron al borde de la quiebra. Las consecuencias de las decisiones de esos ludópatas acabaron cargadas a hombros de terceros, es decir, de los contribuyentes estadounidenses.

Aunque, en teoría, debería haberse prevenido ese brote de riesgo inducido, lo cierto es que no se hizo. ¿Por

qué? La respuesta radica en lo que los economistas denominan el problema del agente y el principal. En las empresas capitalistas a gran escala, los «principales» (accionistas y junta directiva) deben contratar a otra gente, como los gerentes («agentes»), para hacer realidad sus deseos y para que velen por su negocio. Por desgracia, los agentes siempre están mucho más al corriente de lo que sucede que los principales, por lo que pueden actuar en interés propio, con un efecto destructivo.

Pensemos, por ejemplo, en el problema del propietario de un establecimiento que tiene a empleados que se ocupan de la caja registradora. Se trata de un ejemplo muy básico del problema entre agente y principal. Es evidente que al dueño del establecimiento le interesa tener empleados honrados que no se llenen los bolsillos de un modo deshonesto. Sin embargo, el propietario del negocio no es omnisciente, no puede ver todo lo que sucede a sus espaldas. Sufre lo que los economistas denominan el problema de la información asimétrica, en el que el principal (el propietario del establecimiento) sabe menos que el agente (el cajero). El dueño del establecimiento tiene que lograr que sus empleados miren por el bien del negocio, lo cual no es una tarea fácil.

Ahora imaginemos ese problema elevado a la enésima potencia, con muchas capas de empleados y agentes, todos ellos con capacidad para actuar en interés propio a costa de los «principales» que los supervisan. Además, muchos empleados son a la vez principales (responsables de supervisar a sus subordinados) y agentes (responsables de rendir cuentas a sus superiores). Y lo que es peor, el problema aquí ya no es que los empleados roben, sino que utilicen los recursos de la empresa para realizar apuestas arriesgadas y desmesuradas destinadas

a obtener la máxima bonificación, aunque ello implique poner a la empresa en peligro.

Ésa es, más o menos, la estructura de una empresa financiera convencional, y sus peligros se hicieron cada vez más evidentes durante la reciente crisis financiera. La quiebra de AIG puede ser el ejemplo más extremo de los peligros del riesgo inducido, los problemas entre agente y principal y la información asimétrica. En ese caso, los actos de un pequeño grupo de empleados con sede en Londres llevaron al borde del desastre a toda la compañía, y arrastraron a todo el sistema financiero global.

En teoría, los accionistas deberían ser capaces de prevenir ese tipo de catástrofes, puesto que son el último eslabón de la cadena, los propietarios finales de la empresa financiera. Sin embargo, en la práctica, los accionistas no suelen estar muy motivados para poner a raya a banqueros, intermediarios financieros y gerentes imprudentes. ¿Por qué? Dado que las financieras dependen mucho más de los préstamos monetarios para financiar sus operaciones que las empresas convencionales, los accionistas no se entrometen demasiado del sistema operativo cotidiano de la financiera. No les interesa demasiado evitar que los intermediarios financieros asuman grandes riesgos, sino más bien al contrario. Si el riesgo compensa, los accionistas ganan mucho. Si el riesgo no compensa, acaban perdiendo su pequeña parte de la compañía. Sin duda es una mala noticia, pero comparado con las posibles ganancias que se pueden conseguir con el dinero de otra gente, merece la pena asumir el riesgo. Así, los accionistas, que no ponían demasiada carne en el asador, sabían que apostaban casi sobre seguro.

En teoría, existe un cortafuegos final para mantener a raya el riesgo inducido: la gente que presta dinero a

los bancos y a otras entidades financieras. Si hay una parte interesada en controlar a los bancos, es ésta. Al fin y al cabo, se arriesgan a perderlo todo si el banco comete alguna estupidez. Por desgracia, éste es otro ejemplo de la ley de consecuencias indeseables. Los fondos prestados a la mayoría de los bancos convencionales se conceden en forma de depósitos. Sin embargo, la mayor parte de los depósitos están sujetos a un seguro de depósitos. Por lo tanto, incluso en el caso de que un banco arriesgue de un modo imprudente el dinero de los depositantes, éstos pueden dormir tranquilos sabiendo que el seguro de depósitos los resarcirá. Eso les quita el incentivo de emprender acciones que podrían castigar al banco por su mala gestión.

En principio, los acreedores no asegurados de los bancos y otras instituciones financieras podrían imponer disciplina en el mercado, ya que, al fin y al cabo, sus fondos podrían peligrar si las instituciones asumieran demasiado riesgo. Sin embargo, en la reciente crisis, ni siquiera esos acreedores no asegurados impusieron disciplina en el mercado. Los motivos eran diversos: las reclamaciones no aseguradas resultaban demasiado insignificantes; los acreedores no asegurados eran tratados en su mayoría como acreedores asegurados (depositantes asegurados) y no experimentaron pérdidas, ya que se les rescató, y el apoyo de los bancos centrales como prestamistas de último recurso evitó que se impusiera disciplina en el mercado.

No todas las instituciones financieras están cubiertas por seguros de depósitos, pero si hay algo que nos han enseñado las crisis financieras y que todo el mundo recuerda es que, cuando las cosas se tuercen, aparece el prestamista de último recurso para salvar la situación. Desde la Gran Depresión, los bancos centrales han entrado sistemáticamente en la brega ejerciendo de prestamista de último recurso. Sucedió en la crisis del LTCM en 1998, cuando el Banco de la Reserva Federal de Nueva York orquestó un plan de rescate privado, y volvió a suceder en medio de la reciente crisis, cuando la Reserva Federal puso a disposición de instituciones como bancos de inversión y otras entidades no auspiciadas por los depósitos de seguros unos niveles de liquidez sin precedentes.

La conciencia de que existía un probable prestamista de último recurso redujo el interés de las instituciones financieras por conservar una gran cantidad de activos líquidos para amortiguar un posible pánico bancario. Asimismo, ayudó a eliminar cualquier motivación que hubiera para que los depositantes *de facto* supervisaran el quehacer de esas instituciones: sabían que en caso de que sobreviniera una crisis, podía contarse con que los bancos centrales de todo el mundo salvaran la situación. A tal efecto, la suposición que hicieron todos los actores del sistema financiero demostró ser notablemente correcta: tanto en Estados Unidos como en el extranjero, los bancos centrales se desvivieron por echar un cable a las empresas en apuros. Hubo un espectacular intento de abordar el problema del riesgo inducido (dejando que Lehman Brothers cayera), seguido de frenéticos esfuerzos por rescatar enormes franjas del sistema financiero.

Si hubo alguna vez un argumento a favor de aplicar una estricta regulación a los bancos y otras entidades financieras, es ése. Hay que obligar a los bancos a mantener la liquidez adecuada, y los accionistas deben implicarse lo suficiente y estar motivados para controlar a las empresas que supuestamente supervisan. Esos requisitos implican que el gobierno tiene que desempeñar un

papel importante, aunque controvertido. Por desgracia, en los años que precedieron a la crisis, el gobierno brillaba por su ausencia. De hecho, el gobierno ayudó a fomentar esa crisis no sólo con su ausencia, sino también con sus intervenciones no demasiado sutiles.

El malestar en el gobierno

Se podría decir que la Reserva Federal es el instrumento más poderoso de control gubernamental sobre la economía estadounidense. Su poder puede utilizarse para hacer el bien o el mal, tal como sugiere de sobras la trayectoria de Alan Greenspan.[13] Resulta irónico que Greenspan presidiera la Reserva Federal. Al fin y al cabo, de joven estaba locamente enamorado del poder del libre mercado. En la década de los cincuenta se hizo incluso discípulo de Ayn Rand, del que admiraba sus radicales ideas libertarias. Aun así, la creciente convicción de Greenspan de que el gobierno debía mantenerse alejado de la economía no evitó que sirviera al gobierno cuando tuvo la oportunidad.

El primer cargo importante de Greenspan llegó en 1974, cuando fue nombrado presidente del Consejo de Asesores Económicos del presidente estadounidense Gerald Ford. Sin embargo, ese cargo palidecía al lado de su nombramiento en 1987 como presidente de la Reserva Federal. Su ambivalencia sobre el papel del gobierno en la regulación del libre mercado fue evidente desde el principio. Cuatro meses después de su nombramiento, el mercado de valores experimentó un crac y Greenspan salió inmediatamente al rescate. Cualquier oposición por principios a la injerencia del gobierno saltó disparada por la ventana. Tal como lo explicó de un modo

memorable, «en un contexto de crisis [...] no deberíamos centrarnos realmente en cuestiones políticas a más largo plazo hasta que superemos este período inmediato de caos».[14] Si bien Greenspan admitía que el banco central tenía que actuar para mitigar los efectos de una crisis financiera, se negó a hacer algo para evitar que se desarrollara ese tipo de crisis. Al parecer, mostraba poco interés por una filosofía que venía de lejos sobre la actuación de los bancos centrales, según la cual esas poderosas instituciones debían evitar de entrada que se formaran las burbujas. William McChesney Martin, Jr., ex presidente de la Reserva Federal, declaró en una ocasión, resumiendo muy bien esa idea, que el trabajo del banco central consistía en «retirar el ponche cuando la fiesta se anima».[15]

Greenspan demostró que no estaba dispuesto a retirarlo. En 1996, cuando el mercado de valores entró en una vertiginosa burbuja centrada en las acciones en Internet y en tecnología, advirtió de la existencia de una «exuberancia irracional»[16], y después no hizo casi nada para impedir que la burbuja se inflara, aparte de instituir un aumento simbólico de veinticinco puntos básicos en el tipo de los fondos federales. Cuando finalmente estalló la burbuja de las empresas puntocom en el año 2000, Greenspan cargó aún más de alcohol el proverbial ponche. Tras los atentados del 11 de septiembre de 2001, siguió recortando el tipo de los fondos federales, incluso después de que empezaran a observarse signos de recuperación. Cuando finalmente volvió a elevar los tipos en 2004, lo hizo en incrementos diminutos, lentos y previsibles (una política de restricción a «ritmo mesurado») de veinticinco puntos básicos cada seis semanas, coincidiendo con las reuniones del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal. Esta política mantuvo los

tipos excesivamente bajos durante demasiado tiempo y los normalizó ya muy tarde y con un exceso de lentitud.

La consecuencia fue una burbuja inmobiliaria e hipotecaria. Al bombear ingentes cantidades de dinero fácil en la economía y mantenerlo allí durante mucho tiempo, Greenspan acalló los efectos de la destrucción de una burbuja al inflar otra totalmente nueva. Esa política era la inevitable consecuencia de la contradicción que radicaba en su enfoque con respecto a la actuación del banco central: ver cómo se hinchaban las burbujas sin poder hacer nada, e intervenir frenéticamente para detener la caída, un comportamiento que acabó conociéndose como la «opción de venta de Greenspan».[17] Hacia el final del último mandato de Greenspan como presidente de la Reserva Federal, la opción de venta de Greenspan se convirtió en un artículo de fe entre los intermediarios financieros: los mercados creían que la Reserva Federal saldría siempre al rescate de los intermediarios imprudentes arruinados tras estallar una burbuja. Eso creó un riesgo inducido a gran escala, y hay que culpar a Greenspan de ello.

A Greenspan también hay que echarle la culpa por negarse a utilizar el poder de la Reserva Federal para regular los mercados. Por ejemplo, en 1994, el Congreso estadounidense aprobó la Ley de la Vivienda y Protección del Capital con el fin de tomar medidas estrictas contra las prácticas abusivas en los préstamos. Al amparo de esa ley, Greenspan podía haber regulado los préstamos de alto riesgo, pero se negó a hacerlo. Se siguió negando incluso después de que Edward Gramlich, uno de los miembros del Consejo de la Reserva Federal, le suplicara que lo hiciera. Greenspan defendió más adelante su negativa a supervisar a los que concedían préstamos *subprime*: «Para nosotros, hubiera supuesto un gran esfuerzo intervenir y auditar el modo de actuar en sus aplicaciones hipotecarias, y no tengo claro que hubiéramos encontrado nada que hubiese sido valioso sin socavar la deseada disponibilidad de los créditos *subprime*».[18]

Sin duda son declaraciones reveladoras. Greenspan consideraba que la llegada de los créditos de alto riesgo era algo totalmente positivo, la inevitable consecuencia de dar libertad a los mercados. Hasta hace muy poco seguía celebrando que la «innovación» financiera hubiera hecho posible facilitar créditos a una cantidad cada vez mayor de estadounidenses. En un acto público en 2005, aclamó el modo en que la innovación financiera había «producido un rápido crecimiento en los préstamos hipotecarios de alto riesgo [...] estimulando la innovación constructiva, que es a la vez sensible a la demanda en el mercado y beneficiosa para los consumidores».[19]

Lo cierto es que a Greenspan le acompañaba mucha gente en el camino incesante hacia la desregulación. Durante las tres décadas anteriores, la liberación de los mercados financieros de «onerosas» regulaciones había sido un artículo de fe entre los conservadores. También se convirtió en una política pública. A partir de la década de los ochenta, las estrictas regulaciones del sistema financiero impuestas durante la Gran Depresión se retiraron paulatinamente o se eliminaron.

La baja más destacada fue la Ley Glass-Steagall de 1933.[20] Parte de esa legislación mítica había creado un cortafuegos entre los bancos comerciales (que recibían depósitos y concedían préstamos) y los bancos de inversión (que suscribían, compraban y vendían valores). Esas disposiciones legales sufrieron una muerte lenta y dolorosa. A partir de finales de los ochenta, el Consejo

de la Reserva Federal permitió que los bancos comerciales compraran y vendieran un abanico de valores. Al principio, los bancos comerciales podían obtener tan sólo un diez por ciento de sus beneficios de las operaciones con valores, pero en 1996 el Consejo de la Reserva Federal aumentó ese umbral hasta el veinticinco por ciento. Al año siguiente, Bankers Trust se convirtió en el primer banco comercial en comprar una empresa bursátil; otros bancos no tardaron en seguir el ejemplo.

El catalizador para la derogación definitiva de la Ley Glass-Steagall fue la propuesta de fusión de Travelers y Citicorp. Esa combinación, que agrupaba bajo el mismo techo a la banca comercial, los seguros y la suscripción de valores, forzó la situación: el nuevo gigante financiero era ilegal según la legislación del momento. A finales de 1999, después de una intensa presión, el Congreso estadounidense derogó los vestigios de la Ley Glass-Steagall mediante la Ley de Modernización de Servicios Financieros, lo cual sentó las bases para otras fusiones entre bancos de inversión, bancos comerciales y aseguradoras.

Uno de los actores principales en la derogación de la Ley Glass-Steagall fue el republicano Phil Gramm, un economista transformado en senador. Gramm siguió liderando la cruzada contra la regulación financiera; su hazaña más famosa data del año 2000, cuando unió la Ley de Modernización de Servicios Financieros a un proyecto de ley presupuestario. Esa ley, que nunca se debatió en el Senado ni en la Cámara de Representantes de Estados Unidos, declaraba *de facto* enormes franjas del mercado de derivados fuera de los límites de la regulación. Entre los instrumentos que quedaron así exentos de regulación se encontraban los seguros contra impago de créditos, que permitían a un comprador adquirir un seguro para protegerse de impagos de obligaciones, tanto

de las muy simples (como las emitidas por un fabricante de automóviles) como de las extremadamente complejas (obligaciones de deuda colateralizada respaldadas por grupos de valores con respaldo hipotecario). Los CDS, que se multiplicaron como setas hasta alcanzar un valor nominal de más de 60.000 billones de dólares en el año 2008, se convirtieron en una de las principales fuentes de «riesgo sistémico» (peligros que amenazan a todo el sistema financiero). (Para saber más sobre los seguros contra impago de créditos o CDS, véase el capítulo 8.)

La presión por la desregulación también se produjo fuera del Congreso. En 2004, los cinco mayores bancos de inversión presionaron a la Comisión del Mercado de Valores (Securities and Exchange Commission o SEC) de Estados Unidos, con la esperanza de convencerla para flexibilizar la legislación que limitaba la cantidad de deuda que podían asumir las unidades de corretaje. Lograr una exoneración implicaba poder aprovechar los miles de millones de dólares hasta entonces retenidos en reservas de capital y destinados a afrontar pérdidas importantes en sus inversiones. Eso permitiría reducir el cojín de protección que habían mantenido esas empresas, además de ampliar su potencial de beneficios. En una decisión unánime, la SEC accedió a la petición de los bancos, aunque no sin advertir que dar ese paso sería arriesgado. «Hemos dicho que ésos son los más grandes —observaba un miembro de la comisión en aquella vista con escasa asistencia—, pero eso significa que si algo sale mal, va a ser un terrible desastre.»[21] Los bancos de inversión reaccionaron a esa desregulación aumentando desmesuradamente su apalancamiento (ratio de deuda sobre ingresos) a coeficientes de 20,25 o incluso más, muy por encima del coeficiente de 12,5 impuesto a los bancos comerciales más regulados.

No todo el mundo piensa que la desregulación es, por sí sola, la culpable de la crisis. Algunos analistas conservadores han afirmado que fue fruto de una acción excesiva de gobierno, no de una escasa. La afirmación clave llegado este punto es que la Ley de Reinversión Comunitaria de 1977 ayudó a hinchar la burbuja.[22] Esa ley, que impedía que los bancos discriminaran los barrios de rentas bajas a la hora de conceder préstamos, facilitó la obtención de hipotecas a los pobres y a las minorías. Según la interpretación conservadora, la legislación original y la enmendada (con la ayuda de Fannie Mae y Freddie Mac) ayudó a estimular el mercado de alto riesgo (*subprime*) y provocó el hundimiento final.

Se trata de un argumento interesante, aunque equivocado. El enorme crecimiento del mercado de alto riesgo no lo suscribieron principalmente Fannie Mae y Freddie Mac, sino prestamistas hipotecarios privados como Countrywide. Además, la Ley de Reinversión Comunitaria es muy anterior en el tiempo a la aparición de la burbuja inmobiliaria. Es cierto que la legislación aprobada en la década de los noventa obligaba a Fannie Mae y Freddie Mac a comprar hipotecas que incluían, de hecho, préstamos de alto riesgo.[23] En 1997, por ejemplo, alrededor del cuarenta y dos por ciento de los préstamos que adquirieron tenía que proceder de prestatarios cuya renta fuera inferior a la media de su barrio. Algunos de esos préstamos eran de alto riesgo, aunque no se sabe con certeza la cantidad exacta. A pesar de todo, las exageradas afirmaciones de que Fannie Mae y Freddie Mac causaron ellos solitos la crisis *subprime* son pura y sencillamente falsas.

Lo que sí es cierto es que el gobierno federal lleva tiempo auspiciando y dando subsidios a la propiedad inmobiliaria, y convirtiéndola en una opción menos

cara y onerosa de lo que hubiera sido en otras circunstancias. Entre otras concesiones, los propietarios de viviendas puedan deducirse los impuestos sobre el patrimonio y el pago de intereses hipotecarios en sus declaraciones de la renta. De forma similar, queda exento de impuestos un determinado porcentaje de la plusvalía derivada de la venta de inmuebles, siempre que sean vivienda habitual. Y lo más importante es que varias empresas patrocinadas por el gobierno (no sólo Fannie Mae, Freddie Mac y FHA [Administración Federal de la Vivienda] sino también los bancos federales de préstamos para viviendas, o Federal Home Loan Banks, entre otros) brindan apoyo y ayudas al mercado inmobiliario e hipotecario. Aunque tal vez esas ayudas no hayan causado la burbuja inmobiliaria, sin duda han creado las condiciones necesarias para estimular y sostener su crecimiento.

Los bancos en la sombra

Las políticas gubernamentales ayudaron a inflar la burbuja y la desregulación contribuyó a eliminar las restricciones a las que las empresas financieras estaban sometidas, pero la incapacidad del gobierno para seguir el ritmo de la innovación financiera también tuvo su papel. Esa incapacidad va mucho más allá del mero hecho de pasar por alto la regulación de derivados exóticos, o de dejar intacto el sistema de bonificaciones favorecido por el sector de los servicios financieros. Llega al núcleo de la drástica, si bien no anunciada aparición, en los últimos treinta y tantos años, de lo que Paul McCulley, de la Pacific Investment Management Company, bautizó como el «sistema bancario en la sombra».[24]

El sistema bancario en la sombra está formado por instituciones financieras que parecen bancos, se comportan como bancos, reciben y conceden préstamos como bancos e invierten como bancos, pero —y aquí viene lo importante— no están reguladas como los bancos. Pensemos por un instante en el concepto de *banco*. Simplificando, un banco toma dinero prestado a corto plazo, normalmente en forma de depósitos que le «prestan» los depositantes. Esos depósitos constituyen la mayor parte del pasivo del banco, ya que, en cualquier momento, los depositantes pueden exigir su dinero, y al banco no le queda otro remedio que devolvérselo.

Sin embargo, los bancos no se aferran simplemente a los depósitos, sino que los prestan en forma de hipotecas y otras inversiones a largo plazo, como un préstamo a diez años a una empresa. Es decir, toman prestados los depósitos, conceden préstamos y así obtienen beneficios, gracias al interés que cobran. Sin embargo, ahí hay gato encerrado: mientras que el pasivo del banco es líquido (depósitos), sus activos son ilíquidos (están vinculados al suelo, a un nuevo equipamiento de una fábrica o a otros elementos que no se pueden convertir inmediatamente en efectivo).

Normalmente, esa disparidad no supone un problema, puesto que es sumamente improbable que todos los depositantes corran hacia el banco a la misma vez, exigiendo la devolución de su dinero. No obstante, a veces es justo lo que hacen, y la Gran Depresión constituye el ejemplo de lo que sucede cuando los depositantes, en un estado de pánico, acuden en tropel al banco. Los riesgos de esta dinámica quedaron bien reflejados en el filme de Frank Capra *¡Qué bello es vivir!*, en el que se perfilan los altibajos en la vida de George Bailey, un banquero de pueblo.

Un día en el que Bailey se ve acosado por depositantes preocupados, que exigen la devolución de su dinero, da una lección improvisada sobre la banca. «Tenéis una idea muy equivocada de este sitio»,[25] dice a los depositantes, aferrados a la idea de que su dinero está simplemente guardado en las cámaras acorazadas. «Como si yo tuviera el dinero en una caja fuerte —protesta—. El dinero no está aquí. Tu dinero está en la casa de Joe [...] y en la casa de Kennedy, y en la de la señora Backlin, y en varios centenares más.» Es decir, los depósitos líquidos se han convertido en inversiones ilíquidas que no son fáciles de transformar en efectivo. Tal como explica Bailey a los depositantes, «les estáis prestando el dinero para construir, y después ellos os lo devolverán como mejor puedan».

La difícil situación de Bailey era típica en los bancos en los momentos más aciagos de la Gran Depresión. Bayley trataba de abordar el problema del «desajuste de vencimientos» entre las obligaciones que son «depósitos de demanda» a corto plazo y los activos mantenidos a largo plazo, que rara vez pueden convertirse en efectivo de improviso. En consecuencia, es casi imposible utilizar lo uno para saldar lo otro sin incurrir en terribles costes. Un banco atrapado en un pánico bancario podría liquidar sus activos, como las hipotecas y los demás préstamos que haya concedido. Desafortunadamente, si el sistema bancario se ha visto sacudido por un temor general, todos los bancos intentarán hacer lo mismo, y esas ventas rendirán tan sólo una fracción de lo que exigirían en una situación de normalidad.

Por lo tanto, en la práctica, los bancos que caen víctimas del miedo por la liquidez pueden pasar rápidamente de ser ilíquidos a ser insolventes. En ocasiones, los bancos se merecen acabar así, al igual que cuando

sus activos son insuficientes para acomodar la demanda de los depositantes, al margen del precio al que se venden. Sin embargo, en muchos otros casos, un banco es solvente, pero ha realizado simplemente inversiones ilíquidas. En consecuencia, sus obligaciones a corto plazo superan con creces sus activos líquidos. Durante la Gran Depresión, los bancos quebraron por ambos motivos. Algunos no hubieran podido nunca cumplir con las obligaciones para con sus depositantes, con pánico bancario o sin él. Otros podrían haber cumplido con sus obligaciones si hubieran tenido ayuda.

Esa ayuda podría haber llegado de dos formas: a través del prestamista de último recurso y mediante seguros de depósitos. Durante la Gran Depresión se disponía de la primera modalidad, pero la Reserva Federal no fue capaz de utilizarla con efectividad; la segunda se originó cuando la legislación bancaria del *New Deal* («nuevo reparto») creó la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (FDIC por sus siglas en inglés).[26] Esos dos antídotos al pánico bancario son ligeramente distintos. La ayuda del prestamista de último recurso detiene este tipo de pánico al permitir que los bancos accedan fácilmente a fondos en efectivo para poder devolver el dinero a sus depositantes, lo cual evita que tengan que liquidar los activos a precios de saldo. En cambio, los seguros de depósitos evitan que se produzca de entrada el pánico bancario, al garantizar a los depositantes que recuperarán su dinero si el banco se vuelve ilíquido o incluso insolvente.

En la era de posguerra, tanto la ayuda del prestamista de último recurso como los seguros de depósitos pasaron a ser algo estándar no sólo en Estados Unidos, sino en la mayoría de los países capitalistas. Esa protección tuvo su precio para los bancos participantes: tuvieron que ceder parte de su autonomía con el fin de evitar el problema del riesgo inducido. Así fue como se sometieron a una regulación y una supervisión que pasaban por el control de su liquidez, su apalancamiento y su capital, lo cual limitaba a la fuerza la cantidad de dinero que podían ganar. En consecuencia, la banca se convirtió en un negocio bastante monótono, aunque seguro. Un chiste que corría por ahí decía que la banca operaba según la norma del tres-seis-tres: los banqueros pagaban a sus depositantes un tres por ciento de interés, lo prestaban a un seis por ciento de interés y hacían cola para dar el primer golpe de golf a las tres de la tarde.[27] Aunque quizá sea una ligera exageración, había algo de verdad en el chiste.

Por si aquello no bastara para hacer que la banca entrara en vereda, las regulaciones internacionales impusieron aún más restricciones. En 1974, los gobernadores de los bancos centrales de los países que formaban el G-10 establecieron el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, cuyo nombre se debe a la ciudad suiza que constituye la sede del Banco Internacional de Pagos, el eje del sistema financiero global.[28] En 1988, el comité introdujo un sistema de adecuación del capital que establecía métodos para determinar los riesgos relativos de diferentes tipos de activos en poder de los bancos de todo el mundo. Ese sistema, llamado Acuerdo de Capital de Basilea, explicaba con detalle y de forma inequívoca qué cantidad de capital tenían que retener los bancos, en relación con el riesgo de los activos que custodiaban. El núcleo del acuerdo sostenía que los bancos tenían que mantener un capital mínimo estándar del ocho por ciento, es decir, mantener unas reservas iguales o superiores al ocho por ciento del valor total de sus «activos ponderados por riesgo» (lo cual significaba que los acti-

vos más arriesgados incurrirían en mayores cargos de capital). Aunque el comité no tenía autoridad legal sobre los países miembros, sus recomendaciones se adoptaron en la mayoría de las naciones de todo el mundo.

El comité no se durmió en los laureles: en años sucesivos fue emitiendo más recomendaciones. El objetivo de esas revisiones era evidente. Tal como apuntaba un informe del comité de 1997: «La debilidad en el sistema bancario de un país, ya sea desarrollado o en vías de desarrollo, puede poner en peligro la estabilidad financiera tanto en el seno de ese país como a escala internacional».[29] Ese talante se vio reflejado en una revisión del Acuerdo de Capital de Basilea en el año 2006, conocida como Basilea II. A diferencia del primer acuerdo, hasta ahora no se han implementado todas las recomendaciones del Basilea II. (Para saber más sobre los acuerdos de Basilea, véase el capítulo 8.)

¿Por qué? Pues simplemente porque no todo el mundo en el sector bancario buscaba estabilidad y seguridad. A partir de la década de los ochenta, cada vez más gente de la que entraba en el sector de los servicios financieros se daba cuenta de que podía ganar mucho dinero siempre y cuando estuviera dispuesta a caminar por la cuerda floja bancaria sin red de seguridad. Había modos de llevar a cabo operaciones bancarias sin regulaciones, pero también sin la protección que se proporcionaba a los bancos convencionales. Así empezó el juego del «arbitraje regulador», la evasión intencionada de regulaciones con vistas a obtener mayores beneficios. Ese deseo de aumentar los beneficios fue el origen de los bancos en la sombra.

Los bancos en la sombra no tenían cajeros ni se encontraban en las esquinas de los barrios de todo el país. Tenían acrónimos curiosos, o lo que Paul McCulley

denominaba con acierto «toda una sopa de letras de sociedades vehiculares, vehículos y estructuras de inversión apalancados que no eran bancos»,[30] muchos de los cuales merodeaban por los balances de los bancos convencionales. Los bancos en la sombra adoptaban todo tipo de formas: prestamistas hipotecarios que no eran bancos, vehículos de inversión estructurada (SIV) y sociedades vehiculares, que se autofinanciaban con complejos préstamos a corto plazo conocidos como instrumentos comerciales garantizados con activos; bancos de inversión y grandes intermediarios financieros, que se autofinanciaban con «repos» (acuerdos de recompra) a un día; fondos del mercado monetario, que se basaban en fondos a corto plazo procedentes de los inversores; fondos de cobertura y fondos de capital riesgo (*private equity*), e incluso grupos de títulos de tipo variable fijado por subasta y bonos con opción de recompra auspiciados por gobiernos locales y estatales (ambos tenían que ser refinanciados a un tipo variable en subastas semanales). La mayoría de esos bancos en la sombra tenían algo en común: un profundo desajuste en los vencimientos. Principalmente tomaban dinero prestado en mercados líquidos a corto plazo y, acto seguido, lo invertían en activos ilíquidos a largo plazo. Parecían bastante distintos de Bailey Bros. Building & Loan, pero adolecían de la misma vulnerabilidad ante el pánico bancario.

Esto no habría supuesto un problema si los bancos en la sombra hubieran hecho el mismo trato que los bancos comunes, y se hubiesen sometido a una mayor regulación a cambio de contar con la ayuda del prestamista de último recurso y del equivalente al seguro de depósitos. Pero no lo hicieron. Y lo que es peor, esas instituciones crecieron hasta rivalizar con el sistema

bancario convencional, al prestar cantidades comparables de dinero. No es de extrañar que el sistema bancario en la sombra estuviera en el meollo de lo que se convertiría en la madre de todos los pánicos bancarios.

El mundo nada en la abundancia de efectivo

Todos esos factores (innovación financiera, fracaso del gobierno corporativo, política de dinero fácil, fallo del gobierno nacional y sistema bancario en la sombra) contribuyeron al inicio de la crisis. En muchos sentidos, Estados Unidos y otros países de habla inglesa llevaron la voz cantante. Sin embargo, el resto del mundo ayudó a sentar las bases de la crisis, aunque no fuera precisamente su intención hacerlo.

Alan Greenspan fue uno de los primeros en admitir el problema. Advirtió con acierto que cuando elevó el tipo de los fondos federales del uno por ciento al 5,25 % entre los años 2004 y 2006, los tipos de interés a largo plazo y los tipos hipotecarios fijos apenas cambiaron. La tardía política de restricción monetaria de Greenspan no surtió efecto. Eso no era lo que los libros de texto habrían previsto, ya que, en teoría, los tipos de interés a largo plazo y los tipos hipotecarios deberían haber ido aumentando lentamente en armonía con la subida de los tipos.

Aunque Greenspan lo denominó el «enigma del mercado de bonos», resultó que tenía una explicación.[31] En una economía mundial integrada, los tipos a los que Estados Unidos podían tomar dinero prestado se determinaban cada vez más en los mercados globales.[32] Y resulta que en los mercados globales había un excedente de ahorros de Japón, Alemania y China, así como de diversas economías emergentes. Había que invertir todos esos ahorros en alguna parte y, al final, se destinaron a comprar deuda generada por Estados Unidos. Pero las bajas tasas de rentabilidad de la deuda a corto y largo plazo del gobierno federal hicieron que, como es lógico, los inversores prefirieran una deuda con una mayor rentabilidad. Así que compraron la deuda a Fannie Mae y Freddie Mac, además de valores con respaldo hipotecario garantizados por esas instituciones. Todos estaban implícitamente garantizados por el Tesoro de Estados Unidos.

No obstante, los inversores extranjeros no se detuvieron ahí. Los acreedores privados de Estados Unidos (sobre todo inversores e instituciones financieras en Europa) se convirtieron en los principales compradores de productos titulizados. Aunque los cálculos difieren, entre el cuarenta y el cincuenta por ciento de los valores generados por instituciones financieras estadounidenses acabaron en las carteras de inversores extranjeros. Dicho de otro modo, el torrente de ingresos de las deudas de las tarjetas de crédito, créditos hipotecarios, préstamos para la compra de automóviles, créditos a estudiantes e hipotecas acabaron en las carteras de inversores extranjeros mediante el proceso de titulización. Al realizar esas compras, los acreedores extranjeros sirvieron a las finanzas el banquete de préstamos que impulsó la creación de la burbuja.

Sigue sin saberse en qué medida los inversores extranjeros financiaron el *boom*. Eso depende principalmente de la respuesta: algunos analistas han usado la hipótesis del «exceso de ahorro global» para culpar de la crisis a China y a los demás acreedores de Estados Unidos. Ese análisis equivocado desvía erróneamente la culpa de los problemas en este país. Pero lo que era indiscutible es que ese grupo de ahorros en busca de inver-

siones acabó en Estados Unidos. Y aquello ayudó sin querer a esta nación a vivir muy por encima de sus posibilidades durante demasiado tiempo. De hecho, si Estados Unidos hubiera sido una economía emergente en vez de la única superpotencia mundial, sus acreedores habrían cerrado el grifo mucho tiempo antes.

Pero no lo hicieron. En lugar de eso, el dinero fácil entró a raudales en Estados Unidos y esta poderosa tendencia global sostuvo el *boom*. Combinado con una laxa política monetaria, una temeraria innovación financiera, los problemas del riesgo inducido y del mal gobierno corporativo, y el sistema bancario en la sombra, el dinero fácil extranjero ayudó a gestar una tragedia de proporciones épicas. Aun así, ninguno de esos acontecimientos podía causar una crisis por sí solo. Hubo otro factor fundamental que hizo que la catástrofe no fuera evitable en absoluto: el hecho de que casi todo el mundo vinculado al sistema financiero dependiera cada vez más de la deuda o el apalancamiento.

El atractivo del apalancamiento

Si recordamos la taxonomía de los acreedores de Minsky (véase el capítulo 2), los más conservadores son los acreedores cubiertos, cuyo flujo de ingresos a corto plazo les permite cubrir los pagos no sólo del interés, sino también del principal. Más arriesgados son los acreedores especulativos, cuyos ingresos sólo pueden cubrir el pago de intereses, de modo que tienen que refinanciar el principal cada vez que vence. Y los más peligrosos son los acreedores Ponzi, que no pueden pagar el principal ni los intereses y deben asumir nuevas deudas simplemente para mantenerse a flote.

Minsky era consciente de una realidad básica: que una economía se volvería vulnerable al desplome si varios actores recurrían a la deuda para financiar sus actividades. Creía que cuanto mayor fuera la dependencia de la deuda y del apalancamiento, más frágil sería el sistema financiero.

El apalancamiento ha ido en aumento durante años.[33] Entre 1960 y 1974, los coeficientes de apalancamiento de los bancos en Estados Unidos se incrementaron alrededor del cincuenta por ciento. Ese proceso no hizo sino acelerarse a partir de la década de los ochenta. Fijémonos, por ejemplo, en los datos estadísticos sobre la deuda de las familias, las instituciones financieras y las demás empresas que constituyen el sector privado. Mientras que en 1981 la deuda del sector privado de Estados Unidos equivalía al ciento veintitrés por ciento del Producto Interior Bruto (PIB), a finales del año 2008 se había disparado hasta el doscientos noventa por ciento.

La deuda se disparó por todo el sector privado. El sector corporativo fue el más prudente: su deuda total aumentó del cincuenta y tres al setenta y seis por ciento del PIB. Las familias mostraron menos contención. En Estados Unidos, la deuda de los hogares suponía el cuarenta y ocho por ciento del PIB en 1981, pero en el año 2007 había aumentado hasta el ciento por ciento. El coeficiente entre la deuda de los hogares y las rentas disponibles pasó del sesenta y cinco por ciento en 1981 a un asombroso ciento treinta y cinco por ciento en 2008. Gran parte de esa deuda llegó en forma de apalancamiento en el sector inmobiliario, ya que los compradores adquirían viviendas cada vez más caras con cada vez menos capital. De hecho, en el momento álgido del *boom* inmobiliario, las viviendas podían comprarse sin avales, gracias a «innovaciones» como

los préstamos concatenados (*piggyback*) y otros inventos.

Pero si la deuda aumentó en las familias y en el sector corporativo durante ese período, el sector financiero pasó a depender en gran medida de la deuda: entre 1981 y 2008, ésta se incrementó del veintidós al ciento diecisiete por ciento del PIB, es decir, se multiplicó por más de cinco. A la práctica de utilizar el endeudamiento para financiar una inversión se la denomina apalancamiento. Por ejemplo, un banco de inversiones que financia la compra de valores con respaldo hipotecario por valor de veinte millones de dólares poniendo un millón de dólares de su propio capital y pidiendo prestados los diecinueve millones restantes presenta un apalancamiento de 20 a 1.

Hay muchas modalidades de apalancamiento.[34] El apalancamiento común es el tipo que se acaba de describir, pero el apalancamiento intercalado ofrece la posibilidad de obtener beneficios (y tener pérdidas) que equivalen al valor del activo subyacente multiplicado muchas veces. Por ejemplo, las CDO, como hemos visto, se presentan en diferentes tramos, y las más arriesgadas sufren pérdidas en el caso de que la cosa se vaya a pique. En la práctica, eso significa que para los titulares de determinados fragmentos de las CDO, las pérdidas se magnifican hasta niveles asombrosos; una pérdida diminuta en la cartera subyacente puede suponer un golpe especialmente duro para determinados inversores. Gran parte de ese tipo de apalancamiento es invisible para el conjunto del mercado; no hay forma de medirlo, pero cuando se descubre, las consecuencias pueden ser drásticas.

También está el apalancamiento sistémico o compuesto, en el que un poco de apalancamiento inicial se convierte en la punta de una enorme pirámide de deuda

invertida. Supongamos, por ejemplo, que un individuo rico toma prestados tres millones de dólares del banco, añade un millón de su propio capital y lo invierte en un «fondo de fondos», que invierte a su vez en otros fondos de cobertura. En este punto presenta un apalancamiento de cuatro a uno. Supongamos entonces que ese fondo de fondos toma esos cuatro millones de dólares y recibe prestados otros 12 millones de otro banco, y los invierte en otro fondo de cobertura. De nuevo, el apalancamiento es de cuatro a uno, pero la inversión inicial de 4 millones de dólares ha aumentado a 16 millones. Imaginemos ahora que ese *hedge fund* toma prestados otros 48 millones de dólares (de nuevo, un apalancamiento de cuatro a uno) para invertir un total de 64 millones en algunos tramos de alto riesgo de una CDO. Ilustrando el poder de los cálculos matemáticos exponenciales, una participación inicial diminuta de un millón de dólares se ha convertido en la base de una apuesta de 64 millones de dólares.

No hay problema siempre que el valor de esos valores se mantenga estable o, mejor aún, aumente. Pero la situación es muy distinta si baja el valor de los activos. Consideremos el sencillo ejemplo del apalancamiento que se ha puesto previamente, en el que el banco de inversiones presenta un apalancamiento de 20 a 1. Recordemos que el capital del banco de inversiones asciende a un total de un millón de dólares. Sin embargo, pongamos por caso que el valor del activo cae de veinte a diecinueve millones de dólares, una caída del cinco por ciento. En ese caso se ha evaporado el capital del banco de inversiones; la rentabilidad efectiva de su inversión es un porcentaje del ciento por ciento *negativo*, una cifra bastante desagradable. El mismo razonamiento lógico sirve sea cual sea el grado de apalancamiento. Si el coefi-

ciente de apalancamiento fuera de 100 a 1 (un dólar de capital por cada 99 dólares de deuda), incluso una minúscula caída del uno por ciento en el valor del activo acabaría con el capital subyacente.

Para empeorar más la situación, los prestamistas esperan a menudo que los coeficientes de apalancamiento se mantengan constantes, incluso si el activo comprado con el préstamo pierde algo de su valor. Pongamos por caso que un fondo de cobertura recibe prestados 95 millones de dólares de un banco de inversiones, invierte cinco millones de su propio bolsillo y compra una CDO por valor de 100 millones. Entonces el valor de mercado del activo cae a 95 millones de dólares. El capital se ha evaporado. Eso no tiene por qué ser un problema, ya que el precio puede experimentar un rebote hasta alcanzar los 100 millones de dólares a su debido tiempo. Sin embargo, es posible que el banco de inversiones se preocupe y haga una llamada de margen exigiendo que se restablezca el coeficiente original de apalancamiento. Eso significa que el fondo de cobertura debe conseguir 4,75 millones de dólares de capital nuevo (4,75 millones de dólares es la veinteava parte de 95 millones de dólares). Si el *hedge fund* puede reunir el dinero, es posible que todo vaya bien, pero si no, el fondo tiene que vender el activo a 95 millones de dólares y ver cómo se evapora su capital.

Eso, por sí solo, no es una tragedia absoluta, ya que las llamadas de margen son algo que puede suceder, y cada día hay gente (o fondos de cobertura) que lo pierde todo. El problema más importante es el riesgo de que el fondo alternativo no esté solo en su lucha por recaudar capital. ¿Qué ocurre si muchos fondos de cobertura de ese tipo y otras instituciones financieras tienen que responder de repente a una llamada de margen? Podría

ocurrir si se da el caso de que el activo que todo el mundo está adquiriendo mediante apalancamiento es objeto de una burbuja especulativa y los precios han aumentado hasta niveles insostenibles. En la reciente crisis, ese activo eran los bienes inmuebles, no sólo el suelo y los edificios, sino los exóticos títulos cuyo valor procedía de los pagos hipotecarios a tiempo.

Cuando el valor de un activo se estabiliza y cae (digamos que porque algunos préstamos de alto riesgo se echan a perder y el torrente de ingresos de una CDO se lentifica hasta convertirse en un goteo), el efecto se ramifica por todo el sistema financiero. De repente, un sinfín de inversores ven cómo sus CDO por valor de 100 millones de dólares caen y pasan a valer 95 millones. De repente, a todos ellos se les hacen llamadas de margen, y se les exige que aporten más capital. Tal vez algunos de ellos puedan reunirlo, pero otros muchos se verán obligados a vender sus CDO a lo que dé el mercado. Y si demasiados inversores optan por esa práctica a la vez, es posible que la CDO ya no alcance los 95 millones de dólares, sino que baje a 90 u 85 millones.

Al suceder eso, los prestatarios deben liquidar aún más activos propios para satisfacer las nuevas llamadas de margen. Eso crea una cascada de ventas a precio de saldo, puesto que hay demasiados vendedores al acecho de muy pocos compradores. Y lo que es aún peor, es posible que los prestamistas, preocupados por la solvencia de los prestatarios, puedan empezar a exigir un margen de capital aún mayor y coeficientes de apalancamiento inferiores como condición para refinanciar la deuda. Esto añade más leña al fuego, y se intensifica la presión para vender. Por supuesto, los prestatarios pueden vender otros activos para cumplir con las llamadas de margen: bonos del Tesoro o valores ordinarios. Por

desgracia, si todo el mundo sigue esa estrategia a la vez, la misma dinámica que tuvo lugar con las CDO afectará también a estos otros activos: habrá demasiados vendedores y muy pocos compradores, y los precios caerán en diversos tipos de activos.

Así, lo que empezó como un problema en, digamos, el sector inmobiliario puede extenderse de repente a otros mercados. Y lo que empezó como un problema en las operaciones de alto riesgo puede convertirse de repente en un problema para todo el mundo. ¿Suena familiar?

CAPÍTULO 4

TODO SE DESMORONA

Walter Bagehot era un gigante del mundo financiero británico en el siglo XIX. Aparte de ser el editor de *The Economist* durante muchos años, escribió de un modo exhaustivo sobre las crisis financieras; su obra más famosa fue *Lombard Street*, publicada en 1873. Al escribir sobre los grandes bancos de su época, Bagehot se quejaba de que «son imprudentes al ocultar con tanto celo los pormenores de su gestión, y al proteger esos detalles del riesgo de ser sometidos a debate».[1] Observaba que ese velo de misterio estaba bien en épocas de prosperidad, pero podía convertirse en un terrible incordio durante una recesión. Escribió lo siguiente: supongamos que uno de «los mayores bancos comerciales londinenses quiebra». La consecuencia sería que «de repente se sospechara de todo el sistema. Ese territorio desconocido se consideraría imperfecto, y se sospecharía de todos los demás territorios desconocidos». En conclusión, «la quiebra de uno de esos grandes bancos perjudicaría en gran medida el crédito de todos».

Si Bagehot hubiera seguido vivo en el año 2007, habría reconocido un panorama familiar pero profundamente inquietante: Citigroup, una institución financiera con credenciales impecables pero con un balance impe-