

Las raíces sociales de la crisis financiera

Alfonso Carbajo Isla

La crisis actual –o la Gran Recesión, como la llaman muchos– apasiona a profesionales y profanos. Los intentos de explicación, con mejor o peor fortuna, se multiplican, dando lugar a una bibliografía en aumento, pronto comparable, salvando las distancias, a la que ha generado la Gran Depresión y, en ambos casos, de calidad muy desigual. Al contemplar muchas de estas obras en perspectiva, viene a la mente la comparación entre el espíritu clásico y el espíritu romántico, expresada por Ortega en *El Espectador*. Poniendo de manifiesto la tensión entre las aspiraciones soñadas y los logros realizados, decía Ortega que el espíritu clásico, instalado en un universo acotado, viene representado por Saúl, que sale en busca de unas asnillas y vuelve con un reino, mientras que el espíritu romántico, de ideales infinitos, impulsa a salir en busca de un reino, del que se vuelve, en el mejor de los casos, con las asnillas de Saúl. La literatura sobre la Gran Depresión ilustra bien los peligros de los proyectos ambiciosos de explicación. A pesar de los numerosos trabajos publicados sobre la crisis del 29, sus causas y consecuencias, hasta el año 1963 no se dispuso de la primera explicación rigurosa, anclada en los hechos, de ese dramático episodio, gracias a un estudio de Milton Friedman y Anna Schwartz sobre la historia monetaria de Estados Unidos desde 1870 hasta 1960[1].

Ateniéndonos a esta experiencia, la actitud más razonable ante los numerosos intentos actuales de dar una explicación total y acabada de la crisis que aún estamos viviendo es una de sano escepticismo. Hay todavía muchos hechos por descubrir y muchas investigaciones por realizar. Entretanto, ya han aparecido algunas obras de variada intención que, por diversas razones, merecen ser reseñadas. Las obras se recogen en el recuadro adjunto. Antes de entrar en detalles, vale la pena dar una idea general de su contenido y de las razones –subjetivas– para su inclusión en el mismo orden en que se comentan en este artículo. El informe elaborado por la Financial Crisis Inquiry Commission es un documento histórico que contiene la versión oficial de una parte importante del Partido Demócrata sobre la crisis. Es un *best-seller* del que se han vendido decenas de miles de ejemplares, algo desusado en una publicación oficial, quizá debido a la cantidad abrumadora de datos que contiene. *The Squam Lake Report (El informe de Squam Lake)* es todo lo contrario: técnico, selectivo y conciso. Los autores no tratan de explicar la crisis actual, sino remediar los defectos más graves del sistema financiero actual para hacerlo más resistente ante las inevitables crisis futuras. El mérito del libro de Gary Gorton reside en estar basado en investigaciones realizadas a lo largo de tres décadas sobre las crisis bancarias de los siglos XIX y XX que, sorprendentemente, iluminan muchos aspectos de las perturbaciones financieras actuales. La obra de Randall Kroszner y Robert Shiller tiene, amén de la brevedad, la virtud de contener las recomendaciones para la reforma del sistema financiero de dos profesionales con una larga experiencia práctica, en la Reserva Federal y en el sector privado. *More Money than God (Más dinero que Dios)* es un estudio sobre los *hedge funds*, esos entes misteriosos, denostados por políticos y periodistas. Al explicar su

historia, Sebastian Mallaby, que no se ha planteado un libro sobre la crisis, demuestra, *en passant*, que muchas de las creencias existentes sobre los *hedge funds* reflejan prejuicios infundados. El libro de Erika Olson, *Zero-Sum Game (Juego de suma cero)*, narra las peripecias vividas por la autora durante la fusión del Chicago Board of Trade con el Chicago Mercantile Exchange. Aunque su tema central es el drama ocasionado por la fusión de las dos gigantescas Bolsas de productos derivados, la sencilla explicación que brinda de la producción y contratación de estos instrumentos constituye la crítica más directa a algunas de las exageraciones en que incurren Simon Johnson y James Kwak en *13 Bankers (13 banqueros)*, y por eso comento la obra de Olson al enjuiciar este interesante libro.

Quedan para el final obras de calado más hondo que las anteriores, que no pretenden explicar las causas próximas de la crisis actual o proponer correcciones técnicas al funcionamiento de los sistemas financieros para mitigar las consecuencias más dolorosas de crisis futuras, sino llegar hasta las raíces de algunos problemas de las democracias capitalistas. *13 Bankers* es, en primer lugar, un estudio sobre las relaciones cambiantes entre el poder político y los representantes de las altas finanzas en Estados Unidos, desde la fundación de la República hasta nuestros días, una reflexión sobre las tensiones entre Wall Street y Capitol Hill; es, además, un alegato apasionado y bien argumentado contra la influencia excesiva de los bancos en las instituciones democráticas. Mientras que Johnson y Kwak defienden una teoría -a falta de mejor término- conspiratoria de los fallos del sistema financiero actual, Raghuram Rajan trata de descubrir las fuerzas profundas que, con independencia de las acciones deliberadas de individuos y grupos, socavan la estructura del sistema socioeconómico actual. En *Fault Lines* (el único título traducido hasta el momento al español como *Grietas del sistema*), Rajan no se conforma con la explicación convencional de la crisis (el endeudamiento excesivo de empresas y familias, la asunción de riesgos en busca de rentabilidad, las políticas fomentadoras de desequilibrios) y busca las causas que inducen a empresas y familias a endeudarse en exceso, a especialistas y profanos a asumir niveles de riesgo superiores a los tolerables y a los políticos a defender programas financieramente insostenibles. Este enfoque -en términos de Economía Política- de los determinantes de la crisis es el mismo que aplica con su coautor, Luigi Zingales, en una obra de 2003, *Saving Capitalism from the Capitalists (Salvar al capitalismo de los capitalistas)*, dedicada a explicar la tensión entre la eficiencia de los intercambios voluntarios y la necesidad de una infraestructura legal que los sustente, el binomio gobierno-mercado y su manifestación a lo largo de la historia. La conclusión es que el capitalismo, como la democracia parlamentaria, es una planta delicada, necesitada para prosperar de un fino equilibrio entre la libertad de iniciativa individual y el marco institucional en que se desenvuelve.

La comisión para investigar las causas de la crisis financiera, la Financial Crisis Inquiry Commission, nació bajo los auspicios más favorables. El senador Barack Obama reclamaba en el verano de 2008 la formación de una comisión paritaria que identificase los fallos del sistema financiero y ayudara a diseñar un nuevo marco regulatorio a la altura del siglo xxi; y el 21 de mayo de 2009, el presidente Obama firmaba la ley que

constituía a la comisión[2], dotándola de amplios poderes de instrucción y convocatoria, con el objetivo de elaborar un informe sobre las causas de la crisis, que «debería presentar al Congreso, al presidente y, sobre todo, al pueblo estadounidense». Pero, más tarde, los políticos se olvidaron de la existencia de la comisión y, pese a que esta había anunciado la publicación de su informe para diciembre de 2010, tres meses antes se promulgaba la ley Dodd-Frank, prescribiendo la receta sin esperar al diagnóstico[3]. A partir de ahí, los problemas se multiplicaron para la comisión, que tuvo que retrasar la publicación de su informe, aprobado por mayoría simple[4].

El informe es un texto de más de quinientas páginas que, por la abundancia de detalles en la variedad de los temas tratados, recuerda a las historias oficiales de las guerras que publican los ministerios de defensa de los países participantes, prolijos en detalles, pero propensos a reflejar los prejuicios de los Estados Mayores del momento. No hay asunto o incidente histórico reciente que no aparezca recogido, unido a las opiniones de sus protagonistas. En este sentido, constituye una mina de información sobre los comportamientos de los operadores financieros –y sus supervisores– en estos años. Pero el afán de incluirlo todo es también su mayor inconveniente: los árboles no dejan ver el bosque y la descripción sustituye con desventaja a la explicación. El hilo argumental se hace más confuso aún porque los comisionados se han esforzado más en encontrar culpables que en buscar las causas de las perturbaciones financieras.

El informe de Squam Lake es todo lo contrario: breve y orientado a su objetivo, que es, como indica el subtítulo, la reparación del sistema financiero. Es también una obra colectiva, fruto de la cooperación espontánea de quince economistas de prestigio, representativos de las orientaciones y tendencias más variadas[5]. El resultado de dos años de labor es esta obrita de poco más de ciento cincuenta páginas, para la cual toda alabanza es poca. El lector que solo pueda leer un libro sobre los problemas del sistema financiero y las líneas generales de su reforma, hará una excelente inversión leyendo este trabajo sencillo y riguroso al mismo tiempo.

El grupo está a favor de una regulación que ponga el acento en la robustez del sistema más que en la solvencia de las entidades que lo conforman, pues muchas crisis se precipitan por el intento de cada entidad de restablecer su liquidez mediante el procedimiento de restringir su financiación a terceros, con la consecuencia de que todas en conjunto sufren problemas de liquidez más graves todavía. Por ello, abogan por un supervisor central de todo el sistema financiero. Esta autoridad central deberá disponer de información periódica relevante, más adecuada que la obtenible hasta ahora, sobre los riesgos del sistema, que habrá de publicar tras un plazo prudencial, pues la falta de información ha sido uno de los factores que han facilitado la acumulación de los desequilibrios en esta crisis.

Se muestran partidarios de aumentar los requerimientos de capital en función del tamaño de cada entidad, de su posición de liquidez y de la proporción de su endeudamiento a corto plazo. Estas medidas tenderán a frenar la tendencia de las entidades a hacerse demasiado grandes para asegurarse ser rescatadas por los contribuyentes en caso de amenaza de quiebra. Como precaución adicional, proponen que se obligue a todas las entidades a financiar una proporción de su activo mediante la emisión de un instrumento de deuda contingente que tenga la propiedad de convertirse en acciones cuando la institución alcance un riesgo de insolvencia

determinado (medido por un indicador de mercado relevante). Este mecanismo operaría como un elemento disuasorio de los esfuerzos de las entidades por crecer incurriendo en endeudamiento y riesgos excesivos. Los accionistas, de ordinario inversores pasivos, tendrían más motivos para vigilar la gestión de riesgos de la entidad a fin de evitar la zona de riesgo en que la conversión forzosa de una parte de la deuda en acciones implicaría la dilución de su participación en la empresa. Los titulares de deuda contingente, por su parte, estarán alerta para evitar encontrarse, por el juego automático de la conversión, en la condición de propietarios de una empresa precisamente en el momento en que esta amenaza ruina. Para evitar ese desagradable resultado, estos inversores tratarán de vender sus títulos antes de que se produzca la conversión, haciendo bajar sus cotizaciones. De este modo, la evolución de la cotización de la deuda contingente es un barómetro de la solvencia de la empresa cuya lectura resulta muy útil a las autoridades, a la empresa y al público inversor.

La obra aclara las ventajas, pero también las limitaciones, de negociar y liquidar en Bolsas o cámaras de compensación la gran mayoría de los contratos de derivados que hoy se mueven en el ámbito OTC (*Over the Counter*, negociados bilateral y privadamente entre las dos partes), discute la oportunidad de segregar las posiciones que las entidades toman por cuenta propia y señala las dificultades de liquidar de una manera ordenada cualquier institución sistémica que las autoridades se vean forzadas a intervenir (la prevención es infinitamente superior a la cura). Dedicar mucha atención al tema de la regulación de las retribuciones de los directivos de las instituciones financieras. Las autoridades no deben intervenir en la fijación del importe de la retribución, ya que se trata de una facultad de los accionistas a través de sus órganos de representación.

Entre un gran número de propuestas concretas, formulan una muy interesante en el campo de la protección de los inversores particulares. Si bien estos salen relativamente bien del paso en sus decisiones corrientes de inversión, tienden a minusvalorar la necesidad de proveer para sus años de retiro y a subestimar los riesgos resultantes, con consecuencias muy graves para su bienestar, como está demostrándolo el hundimiento del valor de la mayoría de los fondos de pensiones en estos años. Un modo de ayudar a los activos a programar más inteligentemente sus inversiones para los años de retiro consiste en que el regulador imponga a los comercializadores de planes de pensiones unas normas de información semejantes a las que establecen las autoridades sanitarias para el etiquetado de alimentos, medicinas o tabaco: los fondos de pensiones deberán ofrecer una información tipificada de sus comisiones y gastos, una medida de la rentabilidad a largo plazo y un indicador del riesgo o volatilidad del plan que resulte inteligible para el inversor corriente.

Precisamente el énfasis en la información relevante para el inversor domina las presentaciones de Randall Kroszner y Robert Shiller, especialmente la de este último, en *Reforming U.S. Financial Markets (La reforma de los mercados financieros estadounidenses)*, que recoge las intervenciones en el octavo simposio en honor de Alvin Hansen, celebrado en Harvard en 2009[6]. Robert Shiller es uno de los miembros más distinguidos de la escuela de la «*behavioral finance*» y, probablemente, el primer economista que advirtió del peligro de la burbuja inmobiliaria a mediados de la década pasada, que detectó mediante un índice de precios de la vivienda elaborado por él mismo; Randall Kroszner, profesor de la Universidad de Chicago, experto en regulación

del sistema financiero, ha sido gobernador de la Reserva Federal de 2006 a 2009[7].

Para Shiller, el criterio inspirador de las reformas debe ser «la democratización y la humanización de las finanzas»: las familias, en cuanto que usuarios últimos, deben ser el foco de atención del supervisor, que se ha centrado hasta ahora en exceso en los intermediarios y los mercados. Esto quiere decir, desde luego, que hay que cuidar la información al inversor, fomentar su formación, garantizar la independencia de los asesores financieros y, por supuesto, penalizar la publicidad engañosa. Pero es posible ir incluso más lejos, poniendo a disposición de las familias la tecnología financiera más avanzada, un programa del que ya existen algunos ejemplos. En 2006, a iniciativa de Shiller, el Chicago Mercantile Exchange (CME) lanzó contratos de futuros y opciones sobre índices de precios de la vivienda en diez ciudades de Estados Unidos. Los clientes naturales serían las grandes empresas constructoras e inmobiliarias que podrían protegerse así frente al riesgo de variaciones de precios de los inmuebles, pero, desgraciadamente, estos contratos, quizá por los efectos anticipados y contemporáneos de la crisis, no han atraído a suficiente público inversor y, por tanto, no acaban de consolidarse.

Kroszner sostiene igualmente que los fallos en la difusión de la información (debidos a la incapacidad de los reguladores para estimular la competencia) explican muchos aspectos de la gestación y la propagación de la crisis. El caso de las agencias de calificación crediticia es significativo. En la calificación de la deuda derivada de CDO[8] respaldados por hipotecas *subprime*, las agencias han fallado lamentablemente, en contraste con su desempeño a lo largo de décadas calificando emisiones de deuda corporativa y deuda soberana que, sin ser infalible, ha sido valorado, en general, positivamente por inversores y supervisores. La discrepancia se debe a que la información sobre la situación financiera de las empresas y de los gobiernos es generalmente accesible, y las agencias la comparten con una miríada de agentes, como bancos, fondos de inversión, prensa especializada y analistas independientes. La competencia entre los agentes impide, en este caso, desviaciones espectaculares en las previsiones porque el mercado castiga a los que no utilizan de forma eficiente un recurso como la información. En el caso de las hipotecas *subprime* y las titulizaciones estructuradas de estas en CDO complejos, el mercado no ha podido ejercer esa función de disciplina, porque cada CDO ha sido idiosincrásico en su construcción, y la información que ha llegado a los analistas externos ha sido insuficiente: cada producto estructurado difiere de los restantes en cuanto a las características de las hipotecas integrantes, en cuanto a las proporciones en que diferentes tipos de hipotecas se combinan en el CDO o en cuanto a la estructuración en tramos del CDO resultante. En consecuencia, los analistas externos no pueden replicar los cálculos de las agencias y estas pierden una valiosa referencia. Esto no habría ocurrido si el regulador hubiese impuesto normas tendentes a la tipificación de los CDO.

La difusión de la información desempeña un papel crucial en muchos aspectos del desarrollo de la crisis actual. Las crisis bancarias del pasado se desenvolvían según la siguiente secuencia: un motivo inicial de desconfianza respecto a la solvencia de un banco; conversiones de depósitos en efectivo por parte de los más desconfiados; dificultades de liquidez de la entidad; pánico y corrida bancaria; quiebra de la entidad y posibles contagios. En los años anteriores a la Gran Depresión, los pánicos bancarios eran acontecimientos relativamente frecuentes y dramáticos. Las colas a la puerta de la

entidad incitaban al pánico y provocaban la estampida hacia la conversión, pues al guardar los bancos como efectivo una parte menor de los depósitos recibidos (el resto se dedica a préstamos que son activos ilíquidos), solo los primeros afortunados en llegar a la caja podían esperar recuperar su dinero. Las corridas bancarias eran dramas sociales bien visibles.

En 1934, tras más de doce mil quiebras bancarias, en Estados Unidos se creó la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), fondo de garantía de los depósitos bancarios de particulares que pronto fue imitado en muchos países. Desde entonces no hay corridas bancarias, pues los depositantes saben que pueden recuperar su imposición hasta el límite máximo asegurado, pero los pánicos bancarios no han desaparecido; simplemente han cambiado los actores que ya no son visibles al público. Porque los bancos ya no se financian solo con los depósitos de particulares sino que, de modo creciente, recurren a los mercados de capitales para obtener fondos: en el interbancario se prestan unos bancos a otros sin garantía colateral; también emiten cédulas y bonos a largo plazo; y, a corto plazo (a mes, semana o día), emiten papel comercial que de ordinario se renueva a vencimiento y utilizan el mercado de repos. En estos mercados se encuentran con empresas no financieras y con compañías de seguros y cuasibancos (fondos de mercado monetario, bancos de inversión y hedge funds).

Un repo es un préstamo con garantía instrumentado mediante la compra de un activo de alta calificación crediticia (colateral) y el pacto simultáneo de la reventa de ese activo al vendedor en fecha y precio (superior) determinados. Si el vendedor no cumple su parte, el comprador puede ejecutar el colateral. Las grandes empresas e instituciones no pueden aprovecharse del seguro de depósitos (que cubre hasta un máximo de cien mil euros en España y doscientos cincuenta mil dólares en Estados Unidos), pero el repo es un excelente sustituto para colocar excedentes de tesorería. En el sistema financiero actual, los pánicos se producen en estos mercados. No hubo colas ante las oficinas de Bear Stearns o de Lehman Brothers, que no recibían depósitos de particulares, pero la desconfianza inicial se manifestó en la exigencia de las contrapartes de reducir el préstamo en relación con el valor de la garantía, así como en el acortamiento de los plazos del papel comercial. Estas entidades se hundieron cuando los inversores se negaron a renovar sus préstamos a cortísimo plazo y la incertidumbre resultante hizo que se congelara el mercado interbancario.

En *Slapped by the Invisible Hand* (Abofeteados por la mano invisible), Gary Gorton explica los detalles de los mercados en que se mueven los bancos y cuasibancos, los instrumentos que utilizan, los conflictos que plantean y las opciones abiertas a las autoridades reguladoras. La comparación de la situación presente con los pánicos bancarios ocurridos en el período que concluyó en 1934 permite apreciar las características singulares de la crisis actual. Explica el proceso de titulización, en parte como una solución del mercado a la falta de colateral, y desentraña el modo de fabricación de CDO a partir de hipotecas *subprime*.

En el ámbito de los *hedge funds* ya no puede hablarse de falta de información, sino de confusión y oscurantismo. La ignorancia y los prejuicios interesados les han atribuido las conspiraciones más siniestras, desde la devaluación de la libra a la crisis actual del euro. Sebastian Mallaby, antiguo redactor de *The Economist* y actualmente director del

Council on Foreign Relations, tiene el mérito de haber sacado a la luz ese mundo fascinante gracias a una minuciosa investigación de varios años, en los que ha entrevistado a todos los protagonistas o a sus colaboradores cercanos. De ahí surge una curiosa galería de personajes: Winslow Jones -militante marxista, espía en la Alemania nazi- es el precursor, al inventar la estrategia de tomar simultáneamente posiciones largas en un valor y cortas en otros valores de un sector o características similares; Helmut Weymar, recién doctorado del Massachusetts Institute of Technology, funda Commodities Corporation, dedicado a especular en los mercados de futuros agrícolas utilizando las técnicas econométricas más avanzadas, y atrae a su consejo de administración a Paul Samuelson, el formulador del teorema de la eficiencia de los mercados de activos; George Soros, el exiliado húngaro, es el millonario filántropo, discípulo de Karl Popper, que se enriquece especulando contra la libra pero se inhibe en la crisis asiática para no perjudicar a la economía tailandesa; James Simons, fundador de Renaissance Technologies, posiblemente el fondo más rentable entre 1989 y 2006, es un matemático distinguido que empezó su carrera en el Pentágono como descifrador de códigos, de donde fue expulsado por oponerse a la guerra de Vietnam; John Paulson tuvo la audacia de anticipar el pinchazo de la superestructura financiera erigida sobre el boom de las hipotecas y ganó miles de millones de dólares con la crisis, que ahora está perdiendo al haber apostado por una recuperación global que no llega.

Muchos gobiernos europeos han elegido a los *hedge funds* como chivos expiatorios de sus errores, pero Mallaby demuestra convincentemente con toda suerte de episodios antiguos y recientes que estas instituciones cumplen su función de mensajeros y correctores de desequilibrios, a pesar de que muchos fracasan. Se benefician de los desequilibrios, pero no los crean. Cuando, a comienzos de los años noventa, el Banco de Inglaterra mantenía una libra sobrevalorada frente al marco, en un contexto de paro y de debilidad de la demanda, resultaba fácil ver que, si no se devaluaba la libra, las autoridades se enfrentaban a un dilema: bien combatían la recesión y el paro con políticas expansivas, agravando la pérdida de reservas y la sostenibilidad de la paridad, bien defendían la paridad, atrayendo capitales con altos tipos de interés, asumiendo el coste político de la recesión y el paro. Soros tuvo la sagacidad (y el temple) de especular contra la libra, juzgando acertadamente que la impopularidad de la defensa de la paridad minaría los nervios del gobierno antes de que el banco agotara sus reservas de marcos. Otros especuladores, incluido Soros, acertaron al apostar contra el baht tailandés en la crisis asiática de 1997. Pero no todo han sido aciertos: cinco mil *hedge funds* desaparecieron entre 2000 y 2009, aunque sin costarle un céntimo al contribuyente, y sin que se enteraran las autoridades, algo que no puede decirse de entidades más familiares, como bancos y cajas de ahorros.

Mallaby ha dedicado tanto tiempo a investigar su historia que es disculpable su tendencia a convertir a sus personajes en héroes. Tiene mucha razón cuando sostiene que los gerentes actuales de los *hedge funds* son, más que los banqueros de hoy, los herederos naturales de los grandes banqueros del pasado, como los Rothschild, los Schröder o los Morgan. Y, ciertamente, el parecido es notable: los *hedge funds* no están regulados, porque solo admiten inversores con participaciones millonarias; estos están dispuestos a remunerar generosamente a los gestores (que se embolsan el 20-25% de los rendimientos); y la confianza de los inversores pasivos en los promotores-gestores del fondo es fruto del prestigio de estos y de que ponen en juego

en el proyecto una parte considerable de su fortuna personal. Según estos criterios, los ejecutivos actuales de la banca pierden su *glamour* y se convierten en burócratas bancarios. Pero las diferencias también pueden llevarse demasiado lejos. De hecho, todos los grandes bancos han auspiciado *hedge funds* y, directamente o a través de estos, han participado, si bien discretamente, en casi todas las operaciones en las que los *hedge funds* han aparecido en los titulares.

Simon Johnson y James Kwak no se proponen en su interesante libro investigar los problemas técnicos de la crisis y de la reforma necesaria para superarla. *13 Bankers*[9] es eso y mucho más: una historia del sistema bancario estadounidense en el contexto de la evolución de las ideas políticas, pero, sobre todo, un alegato contra el poder de la banca en Norteamérica o, más exactamente, contra el poder político de la oligarquía de Wall Street. El subtítulo, «El poder dominante de Wall Street y el próximo colapso económico», refleja fielmente la tesis de los autores[10]. Johnson y Kwak muestran que la tensión entre los ideales democráticos y los intereses financieros se remonta a los orígenes de la Unión. Muchos presidentes, en especial Jefferson, Jackson, Theodore Roosevelt y Franklin D. Roosevelt, desconfiaron de la influencia de los banqueros en la política y trataron de debilitar –con éxito hasta 1980–, si es que no neutralizar, esa influencia. La corriente ha cambiado en las dos últimas décadas, en las que Wall Street ha conseguido acumular tal poder que le ha resultado fácil obtener de los poderes de Washington decisiones favorables a sus intereses.

Estos intereses se centran en tres objetivos claros: estar libre de regulaciones enojosas y de supervisores inquisitivos para poder multiplicar las ganancias ofreciendo productos cada vez más complejos e ininteligibles a clientes extraviados; en caso de crisis, ser rescatados, directa o indirectamente, por los contribuyentes; en caso de rescate, que este sea sin condiciones, dejando a las entidades afectadas las manos libres para cometer los excesos que provoquen la siguiente crisis, que volverán a pagar los contribuyentes.

El sector financiero ejerce su influencia sobre las instituciones políticas a través de tres canales. Con el coste cada vez mayor de las campañas electorales –en la actualidad obtener un escaño en la Cámara de Representantes cuesta más de un millón de dólares–, su financiación cobra una gran importancia, y el sector financiero es el mayor contribuyente a las campañas de los dos partidos, con más de doscientos millones de dólares, seguido de lejos por la industria de la salud (cien millones). A esta cantidad hay que añadir los gastos cuantiosos en lobbistas y agencias de relaciones públicas. Más importante es, si cabe, el segundo canal de influencia, a través de la disposición creciente de técnicos y ejecutivos de Wall Street a ocupar puestos de responsabilidad en la Administración, un proceso que se intensificó, curiosamente, durante los años de Clinton y que ha contribuido a crear en Washington una actitud de simpatía ante los problemas de los operadores en los mercados de capitales. Robert Rubin, copresidente de Goldman Sachs, fue consejero íntimo del presidente Clinton y secretario del Tesoro; Frank N. Newman, vicepresidente de Bank of America, fue nombrado subsecretario del Tesoro en 1993; Gary Gensler saltó de Goldman Sachs a una Dirección del Presupuesto en el Gobierno de Clinton; y muchos otros. El camino también se recorre cada vez más en la otra dirección, porque va en aumento el número de directivos de la Reserva Federal, de asesores de comités del Congreso, e incluso de miembros de la Cámara de Representantes y senadores que terminan su vida profesional en una de las grandes

casas de Wall Street. El tercer canal, más sutil, en parte resultado de la acción de los anteriores, opera en el plano de las ideas y creencias: gracias a los esfuerzos de persuasión del sector, al testimonio de los profesionales de Wall Street en la Administración y, sobre todo, a la enseñanza de finanzas en las escuelas de negocios, con un marcado énfasis en la eficiencia de los mercados, el mundo de las finanzas y sus gentes ha adquirido un aura de respetabilidad y un *glamour* que jamás había disfrutado.

Para Johnson y Kwak, el poder adquirido por los financieros representa un peligro para la estabilidad de la economía y la necesaria independencia de las instituciones democráticas. En el drama que se desarrolla en Washington, el presidente Obama, antaño tan populista, ya se ha rendido a las tesis de Wall Street, y los banqueros han pasado a la ofensiva, tratando de impedir una regulación rigurosa del problema de TBTF (demasiado grande para dejarlo quebrar)[11] y de la negociación de instrumentos derivados. Por eso su libro es una llamada a los estadounidenses para poner a Wall Street en su sitio, por razones económicas y políticas.

El problema es importante; la propuesta, noble; la argumentación, impecable. Desgraciadamente, en ocasiones, los autores pecan de exceso de celo, dando un sesgo interesado a su interpretación, como cuando, en su ataque a los «excesos» de la titulización y la expansión de los derivados, los atribuyen solo a la codicia de los banqueros, olvidando que se necesitan dos partes para realizar una transacción y que aquellos no tienen siempre el monopolio de la codicia o de la astucia (la mayoría de los derivados se generan en relaciones intrasectoriales). En ocasiones parecen sugerir que casi todas las innovaciones financieras carecen de utilidad para la economía real. Esa impresión se desvanece leyendo *Zero-Sum Game*, un libro muy ameno, que revela la inmensa utilidad que tienen los instrumentos derivados para comerciantes e industriales de todo tipo, sin pretender ser apologético. A las semanas de haber conseguido Erika Olson el puesto de directora de Marketing en el Chicago Board of Trade (CBOT), la Bolsa rival, el Chicago Mercantile Exchange (CME), propuso iniciar conversaciones para una fusión –que, en realidad, era una opa del CME sobre el CBOT–, y a Erika, que no sabía nada de futuros ni opciones, se le complicó todo. Integrada en el comité conjunto de coordinación, Erika decidió registrar todos los avatares de la fusión, internos (los rumores, los fallos de comunicación, la inseguridad del puesto) y externos (ICE, una Bolsa de derivados de Nueva York, hace una oferta alternativa y hay que obtener permisos del regulador). El libro es, fundamentalmente, la narración del drama de la fusión de dos Bolsas de futuros y opciones, vivido desde dentro, sin intención alguna de hacer una apología del negocio de los derivados. El valor de la obra reside, desde este punto de vista, en referirse a los derivados en un plano secundario y colateral.

Erika Olson descubre que el CBOT se creó en 1848 para proteger a los comerciantes de la región de Chicago frente a la volatilidad de los precios de los productos agrícolas y minerales. Así surgen los contratos de futuros sobre trigo, maíz, tripas de cerdo, habas de soja y otros muchos, a los que se unen, a partir de 1970, los contratos sobre tipos de cambio, tipos de interés y otros activos financieros. Cerca del despacho de Olson está la división de desarrollo, donde decenas de economistas se dedican a rastrear el desempeño de los contratos existentes, a estimar la demanda futura y a diseñar nuevos contratos que interesen al público. Erika descubre que solo una pequeña proporción de

los contratos que se lanzan cada año tiene éxito y gana aceptación, porque es difícil acertar con la configuración de características de producto, plazo, volatilidad de precio y otros que atraigan a los que quieren cubrir sus riesgos y a los especuladores dispuestos a asumirlos. Erika también descubre que, gracias a la autoexigencia de niveles elevados de capitalización, ni el CME ni el CBOT han incumplido un pago en toda su historia (a pesar de que, en ocasiones extremas, algún miembro ha llegado a quebrar). La virtud del libro es la fuerza con que, sin pretenderlo, ilustra la función esencial que cumplen los mercados de instrumentos derivados, transfiriendo riesgos desde quienes quieren evitarlos a quienes se sienten más capaces de asumirlos.

En *Fault Lines*, Raghuram Rajan, que se ha ganado una merecida fama como especialista en temas financieros[12], quiere ir más allá de las causas próximas de la crisis (las políticas monetarias laxas, los desequilibrios internacionales, las bajas tasas de ahorro y el apalancamiento de empresas y familias, los riesgos excesivos y la sobreinversión en vivienda), buscando las causas de esas causas, las fallas y los movimientos tectónicos que inesperadamente producen terremotos en el capitalismo estadounidense.

La grieta más profunda es el aumento de la desigualdad y el estancamiento de la renta real del estadounidense medio en las tres últimas décadas. Aunque la globalización y el progreso técnico han desplazado la demanda hacia los trabajadores más cualificados, la formación de muchos norteamericanos es mediocre –salen los mismos licenciados universitarios ahora que en 1970– debido a factores como la ineficiencia de la enseñanza primaria y secundaria, la violencia en muchas escuelas –especialmente en los barrios pobres– y el bajo nivel de educación de los padres. Resulta así que un número creciente de familias vive con la ansiedad de un salario estancado y la amenaza del paro, algo que preocupa a todo político que quiera ser reelegido. La solución sería mejorar la educación y elevar la productividad, pero estas medidas llevan tiempo. Los políticos han descubierto un sustituto a la solución real del problema en la aplicación de un estimulante fiscal que produce la ilusión de haberlo resuelto: con facilidades fiscales a la adquisición de vivienda y con bajos tipos de interés, puede conseguirse que los precios de las viviendas aumenten, con lo cual la frustración causada por el estancamiento del salario es mitigada por la plusvalía patrimonial. Además, las plusvalías inmobiliarias facilitan el aumento del endeudamiento (al aumentar el valor de la garantía), endeudamiento que permite financiar un aumento del consumo, de modo que la ilusión es completa: muchos estadounidenses ven que su nivel de vida mejora, pero no porque aumente su renta, sino porque pueden consumir más gracias a los préstamos que obtienen con la apreciación de sus viviendas.

La segunda falla geológica resulta de la propensión a exportar y a generar superávit corrientes de una serie de países como Alemania, Corea o China, cuya economía no está orientada a elevar el consumo interno. El superávit por cuenta corriente de estos países (matemáticamente idéntico al déficit del resto del mundo) representa un préstamo a los países deficitarios, que financian así el exceso de lo que gastan sobre lo que producen. Como en el concierto mundial el gran país deficitario es Estados Unidos, puede decirse que China, Corea, Japón y Alemania satisficieron la demanda de consumo del público norteamericano, y al colocar sus excedentes en activos financieros estadounidenses, principalmente en bonos del Tesoro, contribuyeron a mantener bajos los tipos de interés, realimentando así la demanda de viviendas y las alzas de precios.

La crisis asiática de 1997, en la que la súbita huida de los capitales extranjeros provocó depreciaciones generalizadas, crisis bancarias y recesión, enseñó a esos países a no depender del capital extranjero y a acumular reservas internacionales mediante el procedimiento de experimentar superávits continuos en sus balanzas de pagos. Las reservas se materializan en inversiones en bonos del Tesoro estadounidenses, lo que mantiene bajos los tipos de interés.

La tercera falla la produce la llamada «*Greenspan put*»[13] por la convicción extendida en el mercado de que el maestro no dejaría a la Bolsa desplomarse para evitar una recesión. Esta convicción nació de la experiencia repetida de intervenciones de la Reserva Federal, inyectando liquidez en momentos de inquietud en los mercados de capitales. La Reserva Federal intervino rápidamente en la crisis bursátil de 1987, en el efecto Tequila de 1994, en la asiática de 1997, al pincharse la burbuja de las puntocom en 2000, buscando que cada episodio no pasara de un susto a partir del cual renacía la euforia. Es natural que, en ese clima de protección, la gente se olvidara de los riesgos, creándose las condiciones favorables para una burbuja.

Por último, está el sistema de retribución de los gestores de carteras y de los altos ejecutivos financieros en general. La retribución aumenta en la medida que la rentabilidad de la cartera gestionada es superior a la de mercado o la media del sector. Ahora bien, salvo casos excepcionales, la única manera de aumentar la rentabilidad es asumiendo más riesgos, de modo que los gestores se han sentido tentados de asumir riesgos de muy baja probabilidad (aunque de consecuencias muy graves si ocurren) a fin de mejorar sus *bonuses*.

Todos estos movimientos geológicos provocaron la acumulación de presiones latentes que terminaron por estallar en el cataclismo de 2008. Es imposible reproducir aquí la elegancia del análisis de Rajan (la obra ha ganado el Premio *Financial Times*-Goldman Sachs al mejor libro del año) o las implicaciones que se derivan de él para la política económica, como la necesidad de introducir en Estados Unidos un sistema de protección de los desempleados más generoso, de estilo europeo. Esta propuesta, así como otras sobre el problema de la globalización, puede sorprender a los que solo conozcan sus publicaciones técnicas y su pertenencia a la Escuela de Chicago, pero no a quien haya leído un libro anterior suyo, en colaboración con Luigi Zingales, publicado en 2003, el ya mencionado *Saving Capitalism from the Capitalists*, cuyo título indica claramente la inspiración smithiana. Adam Smith separó claramente las ventajas de un sistema de mercados en los que compradores y vendedores se ponen de acuerdo libremente de las supuestas virtudes de los participantes, siempre dispuestos a engañar o defraudar a clientes y suministradores si les resultare algún provecho. La virtud del mercado es, precisamente, que, a través de la competencia, consigue que los comerciantes más depravados actúen como si estuvieran guiados por un espíritu altruista.

El capitalismo es un mecanismo potente para crear prosperidad y desarrollar nuevas ideas cuando está dotado del marco institucional necesario que asegure el funcionamiento de la competencia y la igualdad de oportunidades, porque los capitalistas ya instalados tratarán de impedir la aparición de nuevos capitalistas y de protegerse frente a la competencia. Rajan y Zingales muestran cómo el desarrollo del sistema financiero, que depende de un ordenamiento que proteja los derechos de

propiedad, favorece la aparición de nuevos empresarios y la aplicación de innovaciones. La ausencia de financiación favorece el *statu quo* y el estancamiento. Solo con financiación externa puede un hombre sin recursos corrientes, pero con inteligencia y voluntad, iniciar un negocio. Por eso las oligarquías empresariales se han opuesto siempre a la creación de un sistema financiero o a la modernización del existente. El libro, tomando las finanzas como referencia, contiene aplicaciones de la economía política a las experiencias más variadas, desde la consolidación del sistema parlamentario en Gran Bretaña al régimen de quiebras en el siglo xix en Estados Unidos o a la corrupción en Italia.

La historia nos enseña que las transacciones financieras deben estar reguladas y la regulación debe mantener un equilibrio entre estabilidad e innovación: si se quiere estabilidad a toda costa, parece obvio proteger a los financieros incumbentes, pero esto significa ahogar la innovación; si se quiere estimular la innovación, habrá que vivir con el riesgo de crisis, porque el mundo de la innovación es el mundo de las sorpresas, y estas no son siempre necesariamente agradables.

Volvemos así al problema planteado inicialmente por Rajan en *Fault Lines*. Es inevitable un compromiso entre intervención del poder y libertad de actuación, y la elección es inesquivable. Para evitar los errores del pasado, es necesario optar por una economía que asegure el crecimiento continuado de todas las rentas, una economía dinámica, basada en el conocimiento y la innovación, porque la innovación produce aumentos de productividad y de nivel de vida. Pero la contrapartida de la innovación son las crisis, con sus períodos de desempleo, que se podrían prevenir con políticas expansivas como en el pasado, con el inconveniente de alimentar burbujas que terminarían estallando en crisis más graves. El compromiso necesario es aceptar la recurrencia de períodos de crisis, pero moderando sus efectos mediante una protección generosa a los desempleados. Esta protección es ineficiente, pero lo es menos que la alternativa consistente en aplicar políticas de bajos tipos de interés que mantengan inicialmente el empleo, a costa de sembrar las semillas de crisis futuras. La obra de Rajan seguirá leyéndose todavía cuando esta crisis ya esté olvidada.

Bibliografía

- Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report*, Nueva York, PublicAffairs, 2011.
- Kenneth French *et al.*, *The Squam Lake Report: Fixing the Financial System*, Princeton, Princeton University Press, 2010.
- Gary B. Gorton, *Slapped by the Invisible Hand: The Panic of 2007*, Nueva York, Oxford University Press, 2010.
- Simon Johnson y James Kwak, *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, Nueva York, Pantheon, 2010.
- Randall S. Kroszner y Robert J. Shiller, *Reforming U.S. Financial Markets: Reflections*

Before and Beyond Dodd-Frank, Cambridge, The MIT Press, 2011.

- Sebastian Mallaby, *More Money than God: Hedge Funds and the Making of a New Elite*, Nueva York, Penguin, 2010.

- Erika S. Olson, *Zero-Sum Game: The Rise of the World's Largest Derivatives Exchange*, Hoboken, John Wiley & Sons, 2010.

- Raghuram G. Rajan, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton, Princeton University Press, 2010 (*Grietas del sistema*, trad. de Blanca Ribera de Madariaga, Barcelona, Deusto, 2011).

- Raghuram Rajan y Luigi Zingales, *Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity*, Nueva York, Crown Business, 2003.

[1] Milton Friedman y Anna Jacobson Schwartz, *A Monetary History of the United States*, Princeton, Princeton University Press, 1963. Los estudios sobre los efectos de la política monetaria en la intensidad y la duración de la Gran Depresión han sido proseguidos por muchos autores posteriores, notablemente por Ben Bernanke, el actual presidente de la Reserva Federal.

[2] Se trata de la Fraud Enforcement and Recovery Act, en uno de cuyos artículos se establece la creación de la Financial Crisis Inquiry Commission.

[3] El presidente firmó la Wall Street Reform and Consumer Protection Act, más conocida como ley Dodd-Frank por sus promotores en el Senado y en la Cámara de Representantes, respectivamente, el 21 de julio de 2010.

[4] Este se publicó en enero de 2011 bajo el título *The Financial Crisis Inquiry Report*, accesible en <http://www.gpoaccess.gov/fcic/fcic.pdf>. En el volumen aparecen por separado las explicaciones de los comisionados discrepantes, limitadas cada una de ellas, por el presidente, a un máximo de nueve páginas. Por ello, uno de los comisionados discrepantes, Peter Wallison, ha decidido publicar de forma independiente una explicación detallada de su posición, *Dissent from the Majority Report from the Financial Crisis Inquiry Commission*, un texto al que puede accederse en <http://www.aei.org/docLib/WallisonDissent.pdf>. La página de la Comisión en la red, www.fcic.gov, contiene documentos y vídeos con información interesantísima que no ha podido ser incorporada al informe.

[5] Estos economistas empezaron a reunirse a finales de 2008 en Squam Lake (de ahí el nombre) para discutir los problemas planteados por la crisis, con el apoyo del Council on Foreign Relations. Su método de trabajo consistió en la organización de seminarios cuyas presentaciones eran discutidas por los miembros del grupo y por representantes del sector y de las autoridades reguladoras; los documentos de trabajo resultantes, muy interesantes, pueden consultarse en <http://www.cfr.org/thinktank/cgs/squamlakepapers.html>. El informe final es la expresión consensuada de los puntos fundamentales de casi dos años de trabajo.

[6] Hansen fue el Saulo del keynesianismo en Estados Unidos. Ferviente neoclásico al principio, terminó abrazando la revolución keynesiana con todo el celo del converso, publicando varias obras de divulgación de la Teoría General y adquiriendo fama con su teoría del estancamiento secular, hoy piadosamente olvidada.

[7] Su renominación fue rechazada por el senador demócrata Chris Dodd, presidente del Comité de Banca, hostil a las posiciones del gobernador. Este mismo año, los republicanos rechazaron el nombramiento de Peter Diamond (premio Nobel de Economía) como gobernador de la Reserva Federal, alegando su inexperiencia en asuntos bancarios. Parece que el sesgo partidista no es una característica exclusiva del parlamentarismo español.

[8] Un CDO (*Collateral Debt Obligations*) es un vehículo, generalmente creado por un banco de inversión, para la emisión de títulos estructurados. La operación de estructurar los títulos es clave. En las titulizaciones

ordinarias se crea un ente que compra un conjunto de préstamos, comúnmente hipotecarios, a los bancos y cajas de ahorros que los han originado, financiando la compra mediante la emisión de títulos homogéneos, respaldados por los préstamos adquiridos, que coloca entre los inversores. Estos los aceptan porque tienen las ventajas de seguridad –en virtud de la diversificación, la masa del activo tiene un riesgo menor que los de los préstamos integrantes– y liquidez –siendo homogéneos, los títulos se intercambian fácilmente–, por lo que están dispuestos a aceptar un tipo de interés menor que el tipo medio del activo. A los bancos originarios les gusta también la titulización porque les permite liberar capital para conceder nuevos préstamos, ganando comisiones y nuevos clientes. Finalmente, la titulización también favorece a los adquirentes de viviendas que se benefician de los menores tipos de interés requeridos por los inversores en los títulos que efectivamente financian sus hipotecas. Con la titulización de los préstamos bancarios ganan todos: los inversores, las entidades, los bancos de inversión y los clientes bancarios. En un CDO se rompe el principio de homogeneidad absoluta de los títulos del pasivo, estructurándose estos en tramos según su nivel de riesgo: el tramo inferior pertenecen los títulos que absorben las primeras quiebras del activo; los títulos de un tramo solo entran en bancarrota si ya han quebrado los inferiores y se producen nuevas pérdidas en el activo; los títulos del tramo superior solo pueden quebrar si quiebran todos los préstamos del activo. Con esta alquimia podían conseguirse titulizaciones cuyo tramo superior era calificado con triple AAA por las agencias.

[9] El título está tomado de una frase del entonces secretario del Tesoro, Lawrence Summers, en octubre de 1999, contestando por teléfono a Brookley Born, presidenta de la Commodity Futures Exchange Commission, que proponía imponer la negociación de los derivados CDS en cámaras de compensación centralizadas: «Están trece banqueros en mi despacho que me dicen que si se extiende la regulación de los derivados OTC provocaremos una crisis financiera de proporciones incalculables».

[10] Ambos han creado y mantienen uno de los blogs económicos más populares de la red (*The Baseline Scenario*). Johnson, profesor del Massachusetts Institute of Technology, ha sido director de estudios económicos del Fondo Monetario Internacional; Kwak se ha dedicado a la consultoría.

[11] De las iniciales de la frase «too big to fail», para caracterizar una entidad que, por su tamaño –y su interconexión con otras muchas instituciones financieras–, si quebrara, arrastraría con ella a muchas otras, produciendo una congelación de los mercados de crédito y un colapso de la economía real. En consecuencia, las autoridades la salvarían para impedir la quiebra.

[12] Es profesor en la Universidad de Chicago y ha sido director de investigaciones económicas y economista jefe del Fondo Monetario Internacional. Durante la conferencia organizada en mayo de 2005 por la Reserva Federal de Kansas City para celebrar el legado de Greenspan, Rajan resultó un aguafiestas, al denunciar el alto nivel de apalancamiento existente y los riesgos latentes en la economía, concluyendo que existía el peligro de que «el mercado interbancario se paralizase, provocando una crisis impresionante». Su intervención, muy criticada por la mayoría de los presentes, que disputaban si Greenspan había sido el mejor presidente de la Reserva Federal de la historia o solo uno de los mejores presidentes, y no podían aceptar una crítica al presidente divinizado, puede leerse en la publicación electrónica *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, en <http://www.kansascityfed.org/publications/research/escp/escp-2005.cfm>.

[13] Una *put* es una opción de venta de un activo subyacente, en virtud de la cual el titular tiene el derecho, pero no la obligación, de vender a la parte corta del contrato, el valor subyacente, a un precio determinado (precio de ejercicio) en un período determinado. Véase también, sobre el «Greenspan put», la recensión de Raimundo Ortega del libro de Greenspan *La era de las turbulencias*, «Sic transit gloria mundi», *Revista de Libros*, núm. 142 (octubre de 2008), pp. 21-26.