A sus anchas

Posted on 1 de septiembre de 2010 by Stephen Fay

Suelen pasar años antes de que se publiquen los primeros análisis y teorías académicos de los grandes acontecimientos. La explicación más respetada de la Gran Crisis de 1929, de John Kenneth Galbraith, apareció en 1955, de modo que no deberíamos mostrarnos en exceso impacientes hasta que surja una exposición perfectamente razonada de la Gran Contracción del Crédito de 2007-2008. Tendremos suerte si conseguimos tener algo hacia 2025. Entre tanto, se han publicado los primeros esbozos convincentes del episodio más trascendental acontecido en la economía mundial desde 1929, escritos en su mayor parte por periodistas.

Por regla general, estos autores han estado a la altura del desafío. Los negocios y la banca están convirtiéndose en un género respetable. Aunque ninguno de estos libros aborda las difíciles preguntas de para qué existen los bancos de inversión, y si compensan toda la crispación y la angustia que provocan, sí que debilitan considerablemente los argumentos favorables a la libertad de los mercados financieros. Y resucitan cuestiones imperiosas sobre errores muy comunes y sobre la locura de las masas. Hank Paulson, secretario del Tesoro del presidente Bush, cuenta la historia de primera mano, recurriendo a explicaciones y disculpas. Andrew Ross Sorkin, de *The New York Times*, ofrece una versión de segunda mano, un relato palpitante del momento culminante de la crisis en Nueva York, cuando se dejó que quebrara Lehman Brothers, pero no AIG, la mayor compañía de seguros del mundo. En contra de todo aquello en lo que creían Bush y Paulson, AIG fue nacionalizada, evitándose así la catástrofe definitiva del mercado. Lehman Brothers había descubierto que no era demasiado grande como para quebrar el 12 de octubre de 2008, y estaba en lo cierto. Pero al día siguiente los bancos y los fondos de alto riesgo estaban tan preocupados por la capacidad de los prestatarios para devolverles su dinero que simplemente dejaron de prestarse entre sí. El crédito se había contraído.

Sorkin alardea de las horas pasadas haciendo entrevistas, enviando correos electrónicos, revisando registros de llamadas telefónicas, consultando estadillos de horas trabajadas e incluso informes de gastos, y su recompensa es la exposición más completa y plausible del desastre de Lehman. Se reconstruyen conversaciones, así como un aura de autenticidad creada por la acumulación de miles de pequeños hechos. Nos enteramos, por ejemplo, de quién se sentaba en cada silla en una reunión celebrada en el despacho de Paulson. (Paulson «estaba repanchigándose lo bastante como para dar a entender que estaba suspirando por un diván». ¿De verdad?) Paulson abrigaba la esperanza de que Barclays Bank comprara

Lehman, pero mensajes esporádicos llegados de Londres dejaban claro que ni el ministro de Economía ni la Autoridad de Servicios Financieros iban a permitir el acuerdo. En el relato del propio Paulson lo vemos espetando: «Los británicos nos la han clavado». Según el relato de Sorkin, lo que dijo Paulson fue: «Los británicos son unos jodidos mentirosos». En la versión que ofrece Sorkin del diálogo, «joder» o sus variantes aparecen casi con la misma regularidad que el punto y seguido. Paulson resulta también revelador en lo referente a las terribles tensiones que hubo de soportar: tuvo que esconderse detrás de una columna después de una reunión con congresistas para que nadie pudiera reparar en sus arcadas, y le recetaron pastillas para ayudarle a dormir. Paulson, un adepto de la ciencia cristiana, prefería el poder de la oración. La oración no había podido disipar su miedo a la crítica política si echaba un cable a Lehman, pero tres días después, al tener que hacer frente a la bancarrota de AIG, una gigantesca compañía de seguros, la administración Bush sí reaccionó. Si caía AIG, el efecto dominó podría haber provocado la caída de otros bancos, incluido Goldman Sachs. Ben Bernanke, el sucesor de Alan Greenspan al frente de la Reserva Federal, encontró enseguida ochenta y cinco mil millones de dólares para salvar a AIG. Destacados europeos, como Jean-Claude Trichet, del Banco Central Europeo, acusaron a Paulson de cometer un terrible error al permitir que se desplomara Lehman Brothers. Es posible que la administración Bush odiara los rescates, pero habían salvado a Bear Stearns, otro banco de inversión de Wall Street, y habían rescatado a Fannie Mae y Freddie Mac, que ofrecían hipotecas con el respaldo federal, de modo que, ¿por qué no Lehman? Sorkin, al referirse a Paulson, da una de cal y otra de arena: «Está claro que si el Gobierno se hubiera mantenido al margen sin hacer nada mientras un desfile de gigantes financieros empezaban a entrar en bancarrota, el resultado habría sido un cataclismo del mercado mucho peor que el que acabó produciéndose realmente […]. Por otro lado, no puede negarse que las autoridades federales contribuyeron a la confusión del mercado con una serie de decisiones incongruentes». La apología autobiográfica de Paulson adolece de un fallo que él mismo se había detectado cuando trabajó de joven en el Pentágono.

Paulson describe un encuentro en el que informó a uno de sus superiores: «Respondió con gran impaciencia, igual que yo lo haría hoy. Se sacó las gafas y se puso a mirar por la ventana mientras yo seguía y seguía. [Mi mujer] diría que aún no he aprendido la lección. Me gusta que los demás sean breves, pero la brevedad no es una de mis virtudes». Da la impresión de ser un hombre decente que era más feliz dirigiendo Goldman Sachs en Wall Street que el Tesoro en Washington, donde su actitud hacia el Congreso se caracterizaba por una mezcla de ignorancia, arrogancia y miedo. Paulson se mostraba indeciso, cambiando de opinión sobre el modo de gastar los setecientos mil millones de dólares que había convencido al Congreso que le autorizara a utilizar para salvar el sistema financiero. Al contrario que Gordon Brown, no se hizo con acciones de los bancos: «Me oponía filosóficamente a cualquier

acción que pudiera oler a nacionalización», escribe. Pero su creencia instintiva en el capitalismo de mercado libre estaba viéndose, como él mismo admite, absolutamente comprometida: «Me había convertido en el secretario del Tesoro que pasaría a estar asociado para siempre con el intervencionismo gubernamental y los rescates». No hay duda de que AIG era realmente demasiado grande para quebrar, pero el paso del tiempo sugiere que puede sentirse más tranquilo con respecto a Lehman. Wall Street ha sobrevivido a la pérdida de esos arteros malabaristas de balances.

Ahora estamos familiarizados con lo que sucedió y los libros más interesantes procuran explicar por qué los banqueros se comportaron como lo hicieron. Gillian Tett, del *Financial Times*, se ve influida por su formación como antropóloga social (su especialidad eran las costumbres nupciales en Tayikistán). Se concentra en las técnicas y los motivos de un grupo de hábiles operadores del banco de inversión J. P. Morgan encabezados por Blythe Masters («una atractiva rubia de complexión delgada y rostro de porcelana», nos dice) que desarrollaron una idea original para un nuevo derivado –un contrato que se deriva de un bono o una obligación– conocido como permuta por incumplimiento crediticio (CDS por sus siglas en inglés, *credit default swap*). Tett describe con claridad y autoridad cómo se vendió la idea a los mercados al tiempo que se esquivaba inteligentemente el escrutinio de los reguladores bancarios: «Uno de los triunfos más extraordinarios para una campaña con tintes de *lobby* realizada por Wall Street en el siglo XX», afirma la autora de *Fool's Gold*. Las permutas por incumplimiento crediticio se concibieron para reducir el riesgo. En la práctica, hicieron justo lo contrario al proporcionar a los bancos y los fondos de alto riesgo maneras novedosas y sagaces de incrementar sus préstamos al tiempo que defendían que estaban asegurados contra las pérdidas (por AIG, por supuesto).

Las demandas de permutas por incumplimiento crediticio habían sido creadas por el crecimiento de las obligaciones garantizadas (CDO por sus siglas en inglés, *collateralized debt obligations*), un ingenioso procedimiento por medio del cual deudas como los bonos corporativos nacionales o las hipotecas de viviendas se metían en el mismo saco, o se titulizaban. El valor de las permutas por incumplimiento crediticio subía y bajaba en función de la percepción de la posibilidad de que se produjera un impago mediante el empleo de un modelo estadístico bautizado como la cópula gaussiana. Las permutas por incumplimiento crediticio significaban que el riesgo de crédito desaparecía de los balances de los bancos, lo que liberaba más dinero para que los bancos lo prestaran; y opiniones diferentes sobre la probabilidad de impago se traducían en que las obligaciones garantizadas y sus derivados podían comprarse y venderse, igual que las acciones o bonos ordinarios. Los operadores podían lucrarse con ellas. Estos instrumentos embriagadores fueron observados con recelo por banqueros de Wall Street a la antigua usanza, como Felix Rohatyn, que describió los

derivados como «una bomba de relojería financiera construida en ordenadores personales por personas de veintiséis años que se han sacado un MBA». Pero los muchachos de J. P. Morgan estaban encantados consigo mismos: «Su sensación era que habían dado con un santo grial financiero», escribe Tett.

Los operadores de J. P. Morgan mostraron andar no menos sobrados de recursos a la hora de asegurarse de que los reguladores financieros se mantuvieran bien lejos de sus nuevos juguetes. Algunos de los operadores eran libertarios filosóficos; todos creían en la virtud absoluta de los mercados financieros libres. Cuando los bancos centrales y los reguladores de bienes y mercancías de la Comisión del Comercio en Futuros de Mercancías (CFTC por sus siglas en inglés, *Commodity Futures Trading Commission*) en Washington empezaron a cuestionar esta oleada de innovación a finales de los años ochenta, se encargó un estudio en profundidad y la autoría se subcontrató a J. P. Morgan. Sus conclusiones no supusieron ninguna sorpresa. El informe recomendaba que los derivados no habían de regularse y que no existía ninguna necesidad de que una cámara de compensación guardara constancia de las operaciones. En 1998, Brooksley Born, que dirigía la CFTC, pasó a estar lo bastante preocupada por el crecimiento incontrolado de los derivados como para presionar en pos de poderes regulatorios. John Cassidy cuenta que Alan Greenspan le dijo a Born que no sabía lo que estaba haciendo y que podía desencadenar una crisis financiera. Desgraciadamente, Born se echó para atrás, dejando a los bancos total libertad para actuar a su antojo, lo que equivalía a hacer muchísimo dinero sin prestar atención a los riesgos.

Abandonados a sus propias prácticas, bancos y fondos de alto riesgo acumularon enormes carteras de obligaciones garantizadas, especialmente las respaldadas por hipotecas *subprime*, protegidas aparentemente por permutas por incumplimiento crediticio. En 2006, el mercado inmobiliario se había convertido en una burbuja, creando el engaño tan habitual de que, dado que el precio de las casas sólo podía subir, había suculentas ganancias que llevarse al bolsillo. La locura afectó a una multitud de banqueros que puede que no entendieran de matemáticas, pero que adoraban los ingresos. La idea original había sido dispersar el riesgo, pero en 2007 el riesgo había quedado concentrado y oculto.
«Se trató de una terrible y espantosa ironía», escribe Tett. Blythe Masters ofreció una pobre defensa: es necesario distinguir entre las herramientas y los usuarios, dijo. Paul Volcker, ese viejo y sabio zorro que ejerció de banquero central, señaló que no podía encontrar el más mínimo dato neutral que probara que la innovación financiera hubiera conducido al crecimiento económico. El crecimiento que creaba era exponencial: en los salarios y en las primas en Londres y Nueva York.

Las complejidades de los mercados de derivados hicieron de ellos un territorio fértil para los «Quants», la manera abreviada de referirse a los operadores cuantitativos (*quantitative*

traders), la mayoría de los cuales eran doctores en Matemáticas o Física. Su héroe era un catedrático de Matemáticas y jugador de póquer llamado Edward Thorp, cuyo primer artículo académico llevaba por título «Una estrategia ganadora para el black-jack». Pensaban que el modo de hacer dinero era por medio del arbitraje estadístico. Para los conocidos como «stat-arbs», los bonos y obligaciones no tenían nada que ver con conseguir capital para hacer negocios. Operaban en el mercado como si se tratara de un casino, y Scott Patterson, de *The Wall Street Journal*, comienza su intrigante historia de los Quants con una partida de póquer que jugaban todos los años y en la que se apostaba por todo lo alto.

Patterson no ganará un premio de estilo («Algo que flotaba en el aire le hizo sonreír: el olor del dinero», escribe). Pero sí que explica cómo los fondos de alto riesgo combinaban técnicas de arbitraje y cobertura valiéndose de complejos modelos creados por ordenador (uno fue bautizado con el nombre de Midas) para reducir el riesgo de hacer apuestas perdedoras. Los nuevos derivados, al igual que las permutas por incumplimiento crediticio y las obligaciones garantizadas, se vendieron como un medio de añadir liquidez al mercado, pero los «stat-arbs» los concibieron como otra forma de juego. El defecto crucial, afirma Patterson, fue que el método estadístico que utilizaron para fijar el precio de estos contratos –esa cópula gaussiana– tenía un fallo irremediable: «De hecho, el modelo era una fórmula que tenía mucho de remiendo de urgencia y que se basaba en la sabiduría irracionalmente exuberante, autorreforzadora y, en última instancia, falsa de la masa», escribe. En 2007, los jugadores aprendieron que, en ausencia de un mecanismo fiable de fijación de precios, nadie se mostraba dispuesto a comprar y vender. Sin embargo, pocos fueron tan sagaces como Thorp. Tras haber gestionado un fondo de alto riesgo de éxito, dejó los mercados cuando estaba el primero en el juego, porque jugar al póquer le había enseñado que nunca debes apostar de tal modo que puedas acabar perdiéndolo todo. La lección fue ignorada en gran medida por los Quants. Algunos hicieron miles de millones apostando a que la burbuja estallaría, pero muchos más perdieron sus fortunas, y sus ilusiones. Resulta difícil sentir algo más que un leve centelleo de pesar.

John Cassidy es un crítico de *The New Yorker* y su astuto análisis de la crisis comienza en Escocia en 1776, con la publicación de *La riqueza de las naciones* de Adam Smith. Smith defendía que lo mejor es dejar a los mercados en libertad, guiados por una «mano escondida», que regula los precios por medio de la competencia y el autointerés. Este sencillo concepto inspiró a Greenspan y también, dicho sea de paso, a Gordon Brown, que era un admirador suyo y que se presentó en la conferencia que dio Alan Greenspan sobre Adam Smith en Kirkcaldy en 2005, en la que el presidente de la Reserva Federal defendió que «la inmensa mayoría de las decisiones económicas en la actualidad se ajustan a aquellas presunciones anteriores de individuos que actuaban más o menos movidos por su

autointerés racional».
El método de Cassidy consiste en contraponer la «economía utópica» de los partidarios de Smith a la «economía basada en la realidad» personificada por John Maynard Keynes. El keynesianismo dominó la práctica económica durante veinte años aproximadamente tras la Segunda Guerra Mundial y acabaría siendo suplantado por modelos económicos que podían utilizarse para justificar la idolatría del mercado libre. Esta tendencia fue especialmente pronunciada en la Universidad de Chicago, donde Milton Friedman fue el principal promotor. La creencia predominante en los departamentos universitarios de Economía era que las matemáticas eran el único modo de hacer teoría económica. Una de las teorías predilectas de aquellos primeros tiempos fue la «teoría del equilibrio general», que sostenía que el modo en que el mecanismo de mercado dictaba los precios era virtualmente infalible. Eugene Fama, un catedrático de Chicago, formuló una «hipótesis del mercado eficiente». Según Fama, los mercados financieros generan siempre los precios correctos. No había nada parecido a las burbujas, decía, porque cuando los precios eran incorrectos, podía confiarse en que los especuladores venderían hasta que aquéllos volvieran a ser acordes con la realidad. Esto le iba muy bien a Wall Street y se convirtió en moneda habitual en los mercados financieros. A continuación llegó la «teoría de las expectativas racionales», que suponía que la economía de mercado operaba de manera tan uniforme que ya no habría más depresiones.

Cassidy señala, con más impaciencia que ironía, que en la economía matemática no había lugar para la estupidez, la ignorancia o la conducta gregaria. Keynes pensaba que los «espíritus animales» y el «deseo espontáneo de acción más que de inacción» hacían que buena parte de las matemáticas resultara redundante, y Cassidy encuentra ideas de una serie de economistas conductistas e historiadores económicos que subvierten seriamente la credibilidad de los defensores del mercado libre. Admira especialmente a Hyman Minsky, que sugiere que fuerzas desestabilizadoras que pueden encontrarse en Wall Street y en la City de Londres dan lugar a la amenaza de la inestabilidad financiera y económica: «esto es, la conducta pasa a ser incoherente».

Cassidy señala incluso un culpable. Se centra en una comparecencia de Greenspan ante una comisión del Congreso, en la que confesó que había «encontrado un defecto en el modelo que yo había percibido como la estructura de funcionamiento fundamental que define cómo opera el mundo». Estaba refiriéndose a la mano oculta del mercado libre. Tan profundamente arraigada estaba su creencia que desmanteló alegremente la legislación que separaba las actividades comerciales formales de la banca tradicional y la exuberancia de los bancos de inversión; defendió que el regulador más eficaz de Wall Street era el propio Wall Street; y, al mantener los tipos de interés bajos durante más tiempo del necesario, Greenspan facilitó que

los financieros tomaran prestado dinero. «Más que ninguna otra persona, el anterior presidente de la Reserva Federal fue responsable de dejar que los cerdos camparan a sus anchas». «Era una forma de capitalismo de amiguetes», escribe Cassidy. «Las ganancias de la innovación y la especulación financieras se privatizan, con el grueso de las mismas yendo a parar a manos de un reducido grupo de ricos que se sientan en el vértice del sistema». Su riqueza ha creado el marco para una sociedad disfuncional en la que los banqueros que viven de primas multimillonarias se atreven a decir a los gobiernos que la solución a los problemas que ellos mismos han creado es reducir el gasto público, empezando con las prestaciones del Estado de bienestar y con el sistema público de salud.

Gillian Tett se encuentra sola a la hora de tratar de identificar la raíz del problema. Escribe que la antropología social enseña que nada existe en la sociedad en medio del vacío o en un estado de aislamiento. Sin embargo, los financieros «han pasado a considerar la actividad bancaria como un silo por derecho propio, desligado del resto de la sociedad. Se han convertido en algo parecido a los habitantes de la caverna de Platón, que podían ver las sombras de la realidad exterior titilando en los muros, pero raramente se enfrentaban ellos mismos a esa realidad».
Tett concluye que lo que resulta más sorprendente es que este mortífero estado de cosas pasara inadvertido durante tanto tiempo. Desde luego.

Traducción de Luis Gago

© The Times Literary Supplement
www.the-tls.co.uk

Autor: Scott Patterson

Autor-2: Gillian Tett

Autor-3: Andrew Ross Sorkin

Autor-4: Hank Paulson

Autor-5: John Cassidy

Edicion: Random House, Londres

Edicion-2: Little, Brown, Londres

Edicion-3: Allen Lane, Londres

Edicion-4: Business Plus, Nueva York

Edicion-5: Allen Lane, Londres

Titulo: THE QUANTS. HOW A NEW BREED OF MATH WHIZZES CONQUERED WALL STREET AND NEARLY DESTROYED IT

Titulo-2: FOOL'S GOLD. HOW UNRESTRAINED GREED CORRUPTED A DREAM, SHATTERED GLOBAL MARKETS AND UNLEASHED A CATASTROPHE

Titulo-3: TOO BIG TO FAIL. INSIDE THE BATTLE TO SAVE WALL STREET

Titulo-4: ON THE BRINK. INSIDE THE RACE TO STOP THE COLLAPSE OF THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM

Titulo-5: HOW MARKETS FAIL THE LOGIC OF ECONOMIC CALAMITIES