

Ortodoxias y heterodoxias sobre la crisis financiera

Alfonso Carbajo

1 enero, 2011

TOO BIG TO FAIL. THE INSIDE STORY OF HOW WALL STREET AND WASHINGTON FOUGHT TO SAVE THE FINANCIAL SYSTEM - AND THEMSELVES

Andrew Ross Sorkin
Viking, Nueva York

HOUSE OF CARDS. A TALE OF HUBRIS AND WRETCHED EXCESS ON WALL STREET

William D. Cohan
Anchor Books, Nueva York

THE BIG SHORT. INSIDE THE DOOMSDAY MACHINE

Michael Lewis
Norton, Nueva York

FOOL'S GOLD. THE INSIDE STORY OF J.P. MORGAN AND HOW WALL ST. GREED CORRUPTED ITS BOLD DREAM AND CREATED A FINANCIAL CATASTROPHE

Gillian Tett
Free Press, Nueva York

El 21 de julio de 2010 el presidente Obama firmaba la que se ha dado en llamar la ley Dodd-Frank, un texto farragoso de 2.318 páginas que pretende regular hasta el fondo los aspectos más debatidos de la actividad financiera para inaugurar una nueva era o, como dijo el presidente, «para que en esta nación no ocurra otra emergencia como la de AIG». La nobleza del propósito no basta, por desgracia, para asegurar el éxito del impulso reformista. Para acertar en el tratamiento es preciso partir de un buen diagnóstico, y esto requiere perspectiva histórica y ánimo sereno. Pero el debate público está dominado por tópicos y acusaciones de este tenor: algunos derivados financieros son caracterizados como «armas financieras de destrucción masiva»; se habla de la necesidad de sujetar «la anarquía de los mercados» reforzando el poder de la autoridad reguladora, y los especuladores y los *hedge funds* son declarados culpables de las fluctuaciones de los tipos de cambio y del desplome de las cotizaciones de la deuda pública de Estados que tienen enormes desequilibrios presupuestarios.

Este clima de opinión induce a los políticos a adoptar medidas para demostrar que «está haciéndose algo», aunque con ellas se sacrifique, como en este caso, la popularidad a la eficacia. Dos meses antes, el 20 de mayo, el presidente Obama había firmado la Fraud Enforcement and Recovery Act, que creó la Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC), dotada con los poderes más amplios de

citación e interrogatorio de testigos, convocatoria de expertos y reclamación de documentos para cumplir la misión de «investigar las causas de la actual crisis financiera y económica de Estados Unidos y presentar los resultados de su indagación al Congreso, al presidente y, sobre todo, al pueblo estadounidense». Nadie ha explicado por qué, tras anunciar la creación de la comisión con tanto aparato, no se ha esperado a la presentación del informe solicitado para poder legislar la reforma financiera sobre una base firme.

The Big Short, el nuevo libro de Michael Lewis, situado entre los cincuenta más vendidos en Amazon desde su aparición en febrero de 2010, ha sido un éxito de público y crítica. No tiene la frescura de su obra autobiográfica *Liar's Poker*, en la que narra sus experiencias de becario y ejecutivo modesto en Solomon Brothers, pero está admirablemente bien escrito y mantiene el interés del lector hasta el final¹.

Lewis cuenta la incubación y el estallido de la burbuja financiera a través de las peripecias de los hombres que la anticiparon a tiempo, enriqueciéndose de paso. Para Lewis, eso tiene el mérito de derrotar a Wall Street jugando su mismo juego, pues hay dos claves para entender las crisis bancarias: la codicia y la incompetencia. La codicia indujo a muchas entidades a conceder hipotecas *subprime* o basura (es decir, hipotecas a prestatarios con una probabilidad alta de no poder cumplir sus obligaciones), y ello por dos motivos: primero, en el ambiente enloquecido de expectativas continuas de aumentos de los precios de la vivienda, la garantía hipotecaria aseguraría a la entidad la integridad de su crédito; y, más importante, las entidades originadoras no retenían los créditos hipotecarios concedidos en su balance, sino que los vendían a bancos de inversión de Wall Street, entre los cuales Bear Stearns era el más activo, que se encargaban de transformarlos en *collateralized debt obligations* (abreviadamente, CDO). Los CDO son, como indica su nombre, obligaciones de una entidad que están respaldadas por activos, en este caso por activos hipotecarios. La entidad creada al efecto (*special purpose vehicle*), tiene un activo (sus créditos hipotecarios) y un pasivo (las obligaciones que emite respaldadas por esos créditos). Con los ingresos que proceden de los deudores hipotecarios la entidad puede atender al servicio de las obligaciones emitidas. Éstas están estructuradas por tramos, que corresponden a otros tantos niveles de riesgo. El primer tramo del CDO es el que está en primera línea para absorber cualquier impago que se produzca. Por consiguiente, los títulos emitidos contra ese tramo son los que tienen el mayor riesgo de crédito. Los tramos intermedios empiezan a absorber pérdidas cuando ya se han agotado los tramos inferiores. El tramo superior es el de menor riesgo: para que sus títulos fallen un pago, tiene que haberse producido tanta morosidad hipotecaria que no se han podido cumplir las obligaciones de los títulos correspondientes a todos los tramos inferiores, lo cual, si el CDO está bien construido, es muy improbable. Los títulos del tramo superior de un CDO bien construido merecen, en principio, una calificación de AAA.

Pero, en el clima de especulación imperante, si bien los CDO se construían no con intención fraudulenta, los originadores sí que concedían febrilmente hipotecas con criterios cada vez más laxos. Los transformadores aumentaban progresivamente la proporción de hipotecas *subprime* en los paquetes de hipotecas que utilizaban como colateral de los diferentes tramos de los CDO. A pesar de

ello, los CDO obtenían calificaciones muy favorables en todos sus tramos, porque las agencias encargadas de este menester (Moody's, Standard & Poor's y Fitch Institute) asesoraban como consultoras a las entidades transformadoras sobre la estructura apropiada de los CDO que luego calificaban en cuanto que agencias de *rating*. Los CDO resultaban así atractivos a muchas entidades financieras porque ofrecían una rentabilidad más alta que inversiones alternativas con la misma calificación crediticia, sin reparar en que, en el clima de exuberancia irracional de esos años, la mayor rentabilidad se debía a que esos activos encerraban un riesgo más elevado.

Este es el escenario del drama en que se mueven los personajes que Lewis ha elegido como protagonistas de su crónica, que son la antítesis del ejecutivo de Wall Street. Ninguno trabaja en un gran banco de inversión o, para el caso, en un banco a secas. Celosos de su independencia, cada uno administra una boutique de inversión o un chiringuito independiente. Tienen los rasgos del antihéroe: están desplazados o marginados, por elección o por necesidad. Su escasa sociabilidad está determinada, en algunos casos, por rasgos físicos: uno tiene un ojo de cristal, otro tiene problemas de coordinación de movimientos, un tercero se caracteriza por su extrema agresividad verbal. Uno de ellos ha vivido unos años en régimen de ermitaño, otro es un médico que abandona su especialidad para dedicarse al análisis de los valores de renta fija. Su rebeldía y distanciamiento es lo que les permite ver que el rey financiero desfila desnudo. Poco a poco, cada uno por su vía, van descubriendo la cadena de titulizaciones de las hipotecas *subprime* y la proximidad del estallido de la burbuja. Algunos reaccionan con espíritu de cruzada (en una convención de profesionales del mercado hipotecario, Steve Eisman, el más militante, interrumpió al ponente invitado, anunciándole que su empresa iba a quebrar). El mismo Eisman, desde el hundimiento de las hipotecas *subprime*, ya está embarcado en otra cruzada, tratando de desenmascarar lo que él considera el negocio fraudulento de las universidades privadas organizadas como empresas con fines de lucro (en Estados Unidos, estas universidades, lo mismo que los originadores de las hipotecas *subprime*, buscan su clientela entre los más pobres y desaventajados de la población). Pero, como operadores en los mercados de capitales, tratan de sacar partido de su previsión del desastre inminente de los títulos respaldados por hipotecas y descubren el instrumento adecuado, el *credit default swap* (CDS).

El CDS, un derivado cuyo uso se ha extendido muchísimo en la última década, cumple la función de asegurar un importe de dinero. Lo mejor es verlo con un ejemplo. A tiene bonos de los ferrocarriles Z (la entidad de referencia) por valor de cien millones de euros, que le proporcionan un buen interés anual, y quiere proteger el valor de su inversión frente al riesgo de quiebra de Z en los próximos cinco años. Para ello, acuerda con B (el vendedor de protección) el pago de una cantidad semestral (*spread*) durante los cinco años o hasta que se produzca un evento de quiebra; en este último supuesto, B está obligado a reembolsar a A la diferencia entre el nominal (cien millones) y el valor actual posquiebra de los bonos en el mercado.

El CDS es equivalente a un seguro de un valor. La diferencia con el seguro ordinario reside, en primer lugar, en que en el CDS no se requiere que el comprador de protección tenga un interés económico en el bien asegurado (A podría contratar el mismo CDS aunque no fuera propietario de los bonos). Como otros instrumentos financieros, el CDS puede servir para cubrir riesgos y para asumirlos, es

decir, para especular (el comprador de protección desnuda, de CDS sin poseer deuda, consigue tener una posición corta sobre la deuda de la empresa de referencia). Se distingue también del seguro ordinario en que el CDS puede venderse a un tercero.

Los antihéroes de Lewis consiguieron comprar protección en forma de CDS contra las entidades que estaban cargadas con CDO hipervalorados; más tarde, contrataron CDS contra los fondos de inversión que se especializaban en invertir en CDO constituidos por hipotecas *subprime*. Cuando las agencias de revisión empezaron a modificar a la baja sus calificaciones iniciales de los CDO, los analistas rebeldes empezaron a ganar; cuando muchas de las entidades de referencia quebraron, los rebeldes ganaron decenas de millones de dólares.

La lección que Lewis extrae del relato de aventuras de estos jóvenes antisistema es que las entidades financieras aparentemente más sofisticadas están dominadas por la codicia y la incompetencia y, por ello, condenadas a cometer errores que periódicamente se manifiestan en crisis y recesiones graves que entrañan miseria y sufrimiento para ciudadanos inocentes. El único modo de impedir esas crisis es someter a las entidades financieras a un control riguroso por parte del gobierno.

Así como Michael Lewis nos presenta el desarrollo de la crisis financiera en términos de epopeya (de los pequeños Davides contra Goliat), Gillian Tett, directora adjunta del Financial Times, la percibe como la tragedia del Dr. Frankenstein. El subtítulo de su interesante obra lo dice todo: «De cómo la codicia de Wall Street corrompió los sueños de una pequeña tribu en J. P. Morgan y desencadenó una catástrofe». Los héroes de esta crónica no son unos contestatarios inadaptados sino expertos en matemáticas financieras de alto calibre, satisfechos de trabajar en equipo y dedicados en cuerpo y alma desde mediados de los años noventa a inventar y desarrollar derivados crediticios para J. P. Morgan. En 2008, con el colapso de Bear, Fannie, Lehman y AIG, descubrirán que habían dado a luz a un monstruo.

William Cohan, con una experiencia de diecisiete años en Lazard Frères antes de dedicarse al periodismo, se concentra, en cambio, en la crónica de la descomposición interna de una entidad que había sido modélica en Wall Street –durante más de cien años, Bear Stearns no había tenido pérdidas en ningún trimestre– y que, tras asegurar con éxito, en 1997, una emisión de valores respaldados por hipotecas *subprime*, se lanza a una loca carrera de expansión y endeudamiento hasta su desaparición en marzo de 2008, absorbido por J. P. Morgan en una operación pilotada por la Reserva Federal. La mitad del libro está dedicada a relatar en detalle las peripecias de los últimos diez días del banco y las intrigas y maniobras relacionadas con su salvamento. Es una historia de villanos en los que la vanidad se mezcla con la incompetencia. Al declararse el peligro, a principios de marzo, su consejero-delegado estaba ausente, participando en un campeonato de *bridge* (era jugador profesional). El título del libro describe el drama de Bear Stearns perfectamente. *House of Cards* significa castillo de naipes, alusión a la fragilidad de los sueños de grandeza de la entidad, y también a la casa donde se jugaba a las cartas (lo contrario de la prudencia bancaria).

Andrew Ross Sorkin, la estrella en el área de finanzas de *The New York Times*, en *Too Big to Fail*², nos

cuenta todos los entresijos de las operaciones de salvamento de Bear Stearns, las (frustradas) de Lehman y las de Merrill, Morgan Stanley, Goldman y AIG. Su acceso a las fuentes es privilegiado, y el lector puede seguir las conversaciones (y las dudas) del secretario del Tesoro con los principales protagonistas, a veces minuto a minuto. Es fascinante ver cómo las autoridades tienen que tomar decisiones sobre la marcha para enderezar una situación que no comprenden del todo. La narración tiene toda la emoción de la mejor película de suspense.

En estos libros aparece, del modo más articulado, la visión dominante en la opinión pública de las causas y los efectos de la crisis: la codicia de los banqueros, la fiebre especulativa y los excesos de endeudamiento, el lanzamiento al mercado de nuevos instrumentos financieros que aumentan el riesgo en vez de disminuirlo, el papel perverso de las agencias de calificación de riesgos, el desmantelamiento de la regulación financiera iniciado en los años ochenta y llevado al límite con la derogación de la Ley Glass-Steagall, la pasividad del gobierno ante la irracionalidad de los mercados y la necesidad de un papel más activo del gobierno para que situaciones como las que sufrimos no se repitan.

Es todavía muy pronto para tener una explicación satisfactoria de la crisis y mucho más para pronunciarse con seguridad acerca de las medidas que hay que aplicar para impedir su reaparición, pero con la evidencia ya disponible, puede afirmarse que esa visión popular es seriamente incompleta y en ciertos aspectos claramente errónea. La codicia, si se puede hacer operativo un término tan emocional, parece relativamente constante en el espacio y en el tiempo. ¿Son más codiciosos los banqueros actuales que los de los años cincuenta, o que los conquistadores, o que los empresarios de espectáculos?

El mayor fallo de la explicación convencional es que ignora el papel que han desempeñado los gobiernos en la gestación y desarrollo de la crisis, directa e indirectamente. Como reacción al colapso de los puntocom en 2000-2001 y la incertidumbre ocasionada por los atentados del 11 de septiembre, la política monetaria de la Reserva Federal fue extraordinariamente laxa entre 2002 y 2006³. Los bajos tipos de interés estimularon la demanda de vivienda, el endeudamiento de empresas y familias y la inflación de los precios de los activos, especialmente los precios de la vivienda. La percepción de que la Reserva Federal no dejaría bajar los precios de la vivienda y de la renta variable (la *put* de Alan Greenspan) alimentó la especulación en bienes inmuebles. Aunque la postura del Banco Central Europeo fue más moderada y tuvo un efecto estabilizador en Alemania, la combinación con las políticas fiscales prevaletientes en Italia y España, por ejemplo, resultó en un impulso expansivo que alimentó el *boom* de la vivienda y la construcción en estos países. Cuando, en 2006, la autoridad monetaria decidió elevar los tipos de interés de intervención para frenar el recalentamiento de la economía, los mayores costes de las hipotecas, unidos al encarecimiento del combustible, empezaron a reducir la demanda de viviendas y a elevar la morosidad. Al empezar a caer los precios de la vivienda, empeoró la morosidad y la exuberancia de la fase especulativa se trocó en pánico.

La responsabilidad de los políticos en la gestación de la crisis no está limitada, al menos en Estados Unidos, a los encargados de la política monetaria. El Congreso desempeñó un papel muy activo en la

expansión de las hipotecas *subprime* y en el desarrollo del mercado de lo que más tarde se denominaron activos tóxicos, respaldados por este tipo de hipotecas. En la medida en que la depreciación de estos activos constituyó el detonante inicial de la crisis que llegaría a hacerse global, el Congreso es responsable (o, al menos, corresponsable) de gran parte de las desgracias económicas que hoy nos afligen.

A mediados de los noventa, algunos miembros del Congreso iniciaron una campaña activa en pro de facilitar la adquisición de la propiedad de la vivienda a los grupos más desfavorecidos. Para ello consiguieron modificar en 1995 el reglamento de la Community Reinvestment Act de 1977, obligando, de hecho, a las entidades de depósito a aumentar su cartera de préstamos en áreas con más riesgo de impago. Más decisiva fue la influencia que ejercieron sobre las dos instituciones que, por contar con el patrocinio, que no el aval explícito, del gobierno federal, eran los agentes dominantes en el mercado de valores respaldados por hipotecas, conocidas en la jerga del mercado por los apelativos de Fannie Mae y Freddie Mac. Dentro de la Cámara de Representantes, Barney Frank se distinguió por sus presiones sobre Fannie y Freddie para que aceptaran en sus carteras títulos respaldados por hipotecas *subprime* concedidas bajo condiciones laxas (pobre historial, falta de documentación, insuficiente garantía), una actuación justificada por el fin de la «housing affordability». Cuando se descubrieron en 2003 unos escándalos contables en Fannie y Freddie, la Administración trató de someterlas a la supervisión del Tesoro, dada la ineffectividad del control del Congreso, iniciativa a la que se opuso frontalmente el representante Frank, que consiguió mantener la competencia de supervisión en el Congreso. Desde entonces, los gestores de estas instituciones se entregaron a la política de la «housing affordability» con entusiasmo redoblado, de suerte que en 2007, de un total de tres billones de dólares de hipotecas *subprime*, Fannie y Freddie tenían 1,6 billones en sus carteras. Para entonces, ya muchos cuestionaban su viabilidad. El 7 de septiembre de 2008, para evitar su quiebra, Fannie y Freddie fueron intervenidas por el Tesoro, convirtiendo así en explícita la garantía implícita de la que habían disfrutado (y abusado) hasta entonces⁴. Por una ironía de la historia, la ley que se ha promulgado con el propósito de acabar con todas las crisis financieras lleva el nombre (junto al del senador Dodd) del político cuya conducta pudo haber contribuido más que la de ningún otro a la gestación de la crisis actual.

No siempre la intervención del gobierno en la gestión de las entidades de crédito es tan directa y visible como en este caso. Su influencia puede ser más sutil, como cuando una medida de política aparentemente benéfica crea problemas en el futuro. Tal es el problema del *Too Big to Fail*, el título del excelente libro de Gary Stern y Ron Feldman que expresa nítidamente el dilema de la autoridad supervisora encargada de decidir la suerte de una entidad que es literalmente «demasiado grande para (dejarla) quebrar»⁵. Esta obra merece ser leída por tres razones: sus autores tienen un conocimiento profundo del sector bancario (Gary Stern ha hecho una carrera brillante en la Reserva Federal, culminada con el puesto de presidente del Banco de la Reserva Federal de Minneapolis); su explicación es una combinación feliz de análisis de incentivos y riesgos y de ejemplos históricos, y, a pesar de haberse publicado en 2004, ha resultado profética.

Según Stern y Feldman, la doctrina de «too big to fail» se aplicó por primera vez, sin mucha

justificación, en 1985 para salvar al Continental Illinois, entonces el octavo banco de Estados Unidos, y el gobierno reincidió después tantas veces que ha creado el riesgo moral de incitar a los bancos más grandes a embarcarse en proyectos de alta rentabilidad y alto riesgo, a sabiendas de que acabarán siendo salvados por el contribuyente.

Stern y Feldman recuerdan que (si están diversificados, como ocurre con frecuencia) los accionistas de una empresa no tienen por qué ser reacios a que ésta se embarque en proyectos de alto riesgo y alta rentabilidad, antes al contrario. En el caso más desfavorable de ruina de la empresa, dado el principio de responsabilidad limitada, no perderán más que el importe de su inversión; si se produce el resultado más favorable, los beneficios que pueden obtener no tienen, en principio, límite. Incluso para el accionista con mayor aversión al riesgo, como los beneficios obtenibles no tienen techo, existirá siempre un mínimo de rentabilidad esperada que pueda compensarle del riesgo incurrido (riesgo que, por otra parte, no se mide por la volatilidad de los rendimientos de los proyectos de la empresa sino por la correlación de esos rendimientos con la de los otros activos entre los que haya diversificado su cartera)⁶.

La situación del acreedor titular de activos sin garantía (sea de acciones preferentes, deuda subordinada u obligaciones ordinarias) es muy distinta. Por bien que le vaya a la empresa, su rendimiento tiene techo, pues contractualmente no puede aspirar más que a recuperar su inversión con los intereses pactados. Por el contrario, si la empresa se embarca en proyectos arriesgados aunque potencialmente muy rentables y atractivos para los accionistas, puede llegar a perder toda su inversión sin ser compensado por ello. *Ergo*, los acreedores suelen ser unos vigilantes más celosos que los accionistas de los riesgos en que incurren las empresas a las que prestan.

Esa vigilancia se abandona al prestar a una empresa «too big to fail», pues el gobierno intervendrá para evitar la quiebra, con lo que los acreedores recuperarán su capital e intereses en todo caso. En los últimos veinte años se difundió la creencia de que diez entidades en Estados Unidos eran probablemente «too big to fail», con las siguientes consecuencias: esas entidades se enfrentaban a un precio del riesgo y, por tanto, del endeudamiento artificialmente bajo, induciéndolas a apalancarse en exceso; una discriminación favorable a las entidades «too big to fail», por su coste más bajo de financiación, que las aislaba de la competencia del resto de las entidades; un proceso dinámico perverso, ya que las entidades cercanas al tamaño crítico tienen el fuerte incentivo de crecer a toda costa para entrar en la categoría de los elegidos, contribuyendo también de este modo a aumentar la fragilidad del sistema. Stern y Feldman sostenían que si las autoridades no adoptaban un mecanismo serio y creíble para atacar el problema del «too big to fail» en la fase cíclica de prosperidad, la siguiente crisis financiera sería muy grave y más costosa para el Tesoro. Los salvamentos de Bear Stearns, Fannie Mae y Freddie Mac y AIG en 2008 vinieron a darles la razón.

La mayoría de los depositantes tienen los saldos de sus cuentas bancarias protegidos por fondos de garantía de depósitos, de modo que estos acreedores son indiferentes al riesgo que asuman las entidades de las que son clientes, preocupándose únicamente de su rentabilidad. La medida se justifica (aunque ésta no fue la causa de su instauración) porque un sistema bancario con reservas

fraccionarias es inherentemente inestable pues, por definición, las entidades no podrían cambiar instantáneamente todos sus depósitos en efectivo sin incurrir en pérdidas. A finales del siglo xix y en el primer tercio del xx eran frecuentes las carreras de los depositantes a los bancos considerados débiles, con el fin de convertir sus depósitos en efectivo. La función del banco central como prestamista de última instancia y la institución de la garantía de los depósitos acabaron con esos episodios, al precio de inducir a las entidades a especular a costa de los contribuyentes. Garantizando los depósitos hasta un máximo moderado se aseguraría la estabilidad monetaria, protegiendo al mismo tiempo a los ahorradores modestos. Ese máximo está ahora en doscientos cincuenta mil dólares por cuenta (cien mil euros en España), pero a través de una organización llamada CDARS puede distribuirse automáticamente un depósito de cincuenta millones de dólares en doscientas cuentas de doscientos cincuenta mil, consiguiendo la cobertura total de esa cantidad nada despreciable. La preocupación por la suerte del ahorrador modesto es cosa del pasado.

El esfuerzo de los gobiernos por acudir al rescate de las entidades financieras privadas, garantizando su deuda, ha tenido como consecuencia, al producirse la crisis bancaria, que las deudas privadas se han convertido en deuda pública, y el mantenimiento de la solvencia de los Estados de muchos países avanzados es el problema crucial de la fase de la crisis que estamos viviendo. Kenneth Rogoff, profesor de Harvard y antiguo director de investigación del Fondo Monetario Internacional, anticipó este problema ya en 2005 al constatar el exceso de endeudamiento en Estados Unidos. Desde entonces, con la colaboración de Carmen Reinhart, ha construido una base de datos de las crisis financieras que han afectado a sesenta y seis países durante los últimos ocho siglos. El resultado de su exploración es un libro fascinante, en el que anuncian que, utilizando como guía la experiencia histórica, la deuda pública de los países más afectados por la crisis actual aumentará, en promedio, más de un 80% en términos reales⁷.

En la mitología popular de la crisis, las agencias de *rating* han sido los abogados del malo, los cómplices de los bancos de inversión, certificando como altamente seguros los productos estructurados de activos tóxicos que éstos fabricaban y distribuían durante la fase de euforia. Pero lo cierto es que los culpables de las desgracias atribuidas a estas agencias son las autoridades reguladoras.

Reconozcamos que, como predictoras, las agencias de *rating* tienen un historial mediocre. El papel comercial de Enron, WorldCom y Lehman estaba calificado el día de su quiebra respectiva como «investment grade» (seguro). Desde 2005 no sólo siguieron inflando las notas de muchos productos estructurados de composición dudosa sino que frecuentemente se resistieron a rebajar la calificación de títulos cuyas cotizaciones se habían desplomado en el mercado. Como concluyen los investigadores de este tema, las calificaciones de las agencias de *rating*, lejos de ser indicadores adelantados de lo que puede ocurrir, son a menudo meras etiquetas de lo que el mercado ya ha dictaminado. ¿Es esto una condena? No necesariamente. Los mercados de capitales son relativamente eficientes y es muy difícil ganarles. La cuestión es si, con sus defectos, las agencias de *rating* contribuyen a mejorar las decisiones de ahorradores e inversores y a estabilizar el sistema respecto a un mundo alternativo sin esas agencias. Y la respuesta es: depende. A principios del siglo

pasado, las agencias representaron, sin duda, un factor de prosperidad; en la actualidad, debido a la perversión de la regulación, no se sabe. La historia es la mejor guía para llegar a una explicación.

El capitalismo prosperó durante siglos sin necesitar agencias de *rating*. Cuando aparecieron a principios del siglo xx en Estados Unidos ya funcionaban los mercados de acciones, obligaciones, futuros y opciones desde el siglo xvii en Holanda, desde el xviii en Inglaterra y desde principios del xix en Estados Unidos. Hasta entonces, los inversores satisfacían su necesidad de información recurriendo a la prensa y los bancos de negocios. Pero cuando John Moody publicó en 1909 sus calificaciones de las obligaciones de las compañías de ferrocarriles, el manual tuvo un éxito inmediato entre los inversores. En 1916, Henry Poor creó Poor's Publishing Co., en 1922 apareció Standard Statistics Company (estas dos empresas se fusionaron en 1941, resultando en la actual Standard and Poor's) y en 1924 surgió Fitch Publishing Company. A pesar de las incidencias ocurridas durante medio siglo, estas tres empresas continúan dominando el mercado mundial en la actualidad.

Es evidente que las agencias de *rating* en esa época contribuyeron a la eficiencia porque superaron el test del mercado. Nadie estaba obligado a comprar los voluminosos manuales de Moody's ni los sistemas de fichas de Standard and Poor's, y como las agencias obtenían beneficios y la industria se expandía, resulta claro que el valor para los inversores de los servicios de información que aquéllas les proporcionaban era superior al de los recursos utilizados en su producción. Nótese que, por la naturaleza del producto, esta industria siempre tendería a la concentración y al mantenimiento de las posiciones dominantes porque, dada la información asimétrica, la experiencia y la reputación del oferente, que suelen estar ligadas a la antigüedad, son consideraciones a tener muy en cuenta. Pero estas características no impedían la existencia de una competencia muy viva, y, al existir libertad de entrada en la industria, cada empresa tenía que preocuparse de los precios y de las innovaciones de sus competidores presentes y potenciales.

La situación actual de la industria es muy diferente a la de esos años, debido al progreso técnico y a la intensa intervención política en un mercado inicialmente libre. Las fotocopiadoras (y los instrumentos de reproducción y transmisión electrónicas de información) hicieron obsoleto el modelo de negocio inicial de las agencias de *rating*, basado en que es el beneficiario directo de la información (el inversor) el que paga. Para la agencia, el mercado quedaría reducido a un ejemplar, pues, una vez vendido éste, podría ser reproducido y distribuido por el comprador a coste cero. Para mantenerse, las empresas adoptaron el procedimiento de hacer pagar al emisor de los bonos u obligaciones, en vez de al potencial comprador, por la calificación de cada emisión. El nuevo sistema abre la posibilidad de conflictos de interés en la calificación. El inversor está interesado en la objetividad de la calificación y, cuando pagaba, estaba dispuesto a premiar la información más objetiva. Cuando el cliente es el emisor, éste, más que en la objetividad, está interesado en tener una calificación alta (cuanto más alta, más bajo el interés que tiene que pagar) y la competencia entre los calificadores puede conducir a una inflación de notas. Esta tendencia puede ser neutralizada por el valor de mercado que tiene para las agencias su reputación, pues, en el límite, si se dedicaran a vender AAA sin freno, destruirían la base de su negocio, que es la confianza.

El sistema de normas reguladoras de las entidades financieras construido desde la Gran Depresión ha tenido consecuencias más graves. Los supervisores bancarios y la Securities and Exchange Commission (SEC) limitaron el rango de los bonos que podían mantener los bancos, agencias de valores y bolsa, fondos de inversión, fondos de pensiones, fondos de mercado de dinero y compañías de seguros: los valores no pueden ser «especulativos» sino sólidos («investment grade»). ¿Y cómo sabemos qué obligaciones son valores seguros y cuáles son riesgos inaceptables? En 1974, la SEC no quiso dejar a la discreción de las entidades supervisadas la elección de las fuentes de información relevantes para determinar la calidad de los riesgos; pero tampoco quiso, temerosa de asumir responsabilidades, fijarlos ella misma, señalando que la calidad de los bonos y obligaciones sería la definida por las «entidades de calificación de prestigio nacional» («nationally recognized statistical *rating* organizations») y anunciando después que las entidades en cuestión eran precisamente Moody's, Standard and Poor's y Fitch. Esta decisión produjo dos consecuencias graves: en primer lugar, al introducir una barrera artificial a la entrada, frenó el dinamismo competitivo de la industria y suprimió los incentivos a la innovación. De hecho, las tres agencias utilizan esencialmente los mismos modelos de evaluación del riesgo de quiebra.

La segunda consecuencia era una bomba de relojería que ha estallado. Con su designación, la SEC ha oficializado el papel de las agencias de *rating*, consagrando sus estimaciones como verdaderos certificados oficiales, elementos esenciales en el proceso de supervisión y sanción de las instituciones financieras. Una rebaja de calificación puede obligar a un fondo a liquidar inmediatamente posiciones enteras para mantenerse dentro de la legalidad. Por eso el profesor Partnoy dice que las agencias no emiten calificaciones de riesgo, sino que expiden licencias regulatorias, licencias mediante las cuales, efectivamente, otorgan o deniegan el derecho a las entidades supervisadas a incluir ciertos valores en sus carteras. Son poderes enormes, concedidos a unas empresas privadas, y sin responsabilidad. Porque las agencias sostienen que sus calificaciones crediticias no son más que opiniones. Y esta es la gran contradicción: mientras la SEC sostiene que la competencia profesional de las agencias que ha elegido en exclusiva es tal que sus pronunciamientos tienen valor oficial para determinar si las entidades supervisadas se ajustan a las reglas establecidas, esas mismas agencias proclaman que sus calificaciones son meras opiniones y que, en el fondo, no deben ser tomadas en serio. De hecho, todos los informes de estas compañías tienen en la portada un aviso de este tenor: «La información contenida en este documento no debe ser esgrimida como justificación para fundamentar decisiones de inversión». Las agencias son más conscientes de su falibilidad que la SEC. Y temerosas de la propensión a litigar de sus compatriotas. Por eso se autodefinen como casas editoriales cuyos escritos reflejan opiniones, amparadas por la libertad de expresión. De este modo, en las reclamaciones judiciales de que han sido objeto han podido invocar con éxito en el pasado la primera enmienda a la Constitución, lo cual, después del escándalo de las *subprime*, constituye un sarcasmo.

La ficción sobre la que descansaba el sistema regulatorio del riesgo se encuentra en crisis tras el fracaso en la calificación de los productos estructurados con hipotecas *subprime*. Sólo hay dos vías para resolver la contradicción interna del sistema: la vía voluntarista de mayor regulación o la vía realista de retorno al mercado abierto de *ratings* de principios del siglo xx. La ley Dodd-Frank ha elegido la primera vía, estableciendo que la SEC debe examinar los modelos matemáticos utilizados

por las agencias de *rating*, medir la calidad del desempeño de éstas y, en su caso, sancionarlas⁸.

No he pretendido describir todos los fallos del marco regulatorio ni todas las políticas erróneas, sino constatar una vez más que en un mundo imperfecto, para corregir los fallos de mercado, que los hay, no puede confiarse ciegamente en las decisiones discrecionales de unas autoridades que son fiables. Las directrices que se adopten deben estar basadas en un estudio muy cuidado de los problemas que quieren resolverse y de los efectos colaterales que pueden generar los medios arbitrados para resolverlos.

¹. Los puntos de vista del autor se entienden mejor leyendo también el relato de su breve experiencia en la City y Wall Street en *Liar's Poker*, Nueva York, Norton, 1989.

². Sorprende que un periodista de primera línea de *The New York Times*, la estrella de la sección de negocios, haya puesto a su libro el mismo título que el de Gary Stern y Ron Feldman, aparecido cuatro años antes y bien catalogado.

³. Pueden citarse muchas fuentes en las que se muestra la laxitud de la política monetaria y fiscal en el período 2002-2006. El testimonio de John Taylor tiene un peso singular en este caso, por ser un macroeconomista respetado, autor de la regla de conducta del banco central que lleva su nombre, y alto cargo de la Administración Bush en los años en que se aplicó la política monetaria que critica. Véase John B. Taylor, *Getting Back on Track. Macroeconomic Policy Lessons from the Financial Crisis*, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 92, núm. 3 (mayo-junio de 2010), pp. 165-176. El texto puede consultarse en <http://research.stlouisfed.org/publications/review/10/05/Taylor.pdf>.

⁴. Charles Calomiris, de la Universidad de Columbia, especialista en regulación bancaria, ha estudiado en profundidad el asunto de las interferencias políticas en el proceso de titulización de activos tóxicos, un tema sobre el que ha publicado multitud de trabajos. El lector puede consultar su artículo «The Regulatory Record of the Greenspan Fed», *American Economic Review*, vol. 96, núm. 2 (mayo de 2006), pp. 170-173; el texto puede consultarse en http://www.aei.org/docLib/20080626_GreenspanFed.pdf. Y también Peter Wallison y Charles Calomiris, «The Last Trillion Dollar Commitment. The Destruction of Fannie Mae and Freddie Mac», *American Enterprise Institute, Financial Services Outlook* (septiembre de 2008), pp. 1-10; el texto puede consultarse en http://www.aei.org/docLib/20080930_Binder1.pdf. Y, sobre todo, Charles Calomiris, «The Subprime Turmoil. What's Old, What's New, and What's Next», *Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Symposium*, 2 de octubre de 2008; el texto puede consultarse en http://www.aei.org/docLib/20081002_TheSubprimeTurmoil.pdf.

⁵. Excelente, en su brevedad, Gary Stern y Ron Feldman, *Too Big to Fail. The Hazards of Bank Bailouts*, Washington, Brookings Institution Press, 2004.

⁶. De acuerdo con el modelo de formación de precios de los activos de capital. Puede consultarse, por ejemplo, Zvie Bodie y Robert C. Merton, *Finance*, Upper Saddle River, Prentice Hall, 2000.

⁷. Excelente por el interés y la novedad de la información y por la sencillez en la presentación es Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff, *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton y Oxford, Princeton University Press, 2009. Carlos Pérez Eulate lo caracterizó como «Una estupenda enciclopedia sobre crisis financieras», el título de su reseña publicada en el núm. 159 (marzo de 2010) de *Revista de Libros*, y no se puede decir mejor.

⁸. Sobre la historia de las agencias, puede consultarse Richard Sylla, *An Historical Primer on the Business of Credit Ratings*, Nueva York, Universidad de Nueva York, 2002. La valoración del marco regulatorio de las agencias se encuentra en Frank Partnoy, *The Paradox of Credit Ratings*, San Diego, Universidad de California, 2002. La exposición del texto sigue muy de cerca el excelente trabajo de Lawrence J. White, «The Credit Rating Agencies», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 24, núm. 2 (primavera de 2010), pp. 211-226; el texto puede consultarse en <http://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.24.2.211>. *Revista de Libros* publicó en el número 160 (abril de 2010) un artículo de María del Carmen Carrasco titulado «Las agencias de rating, nuevos protagonistas», recensión del libro de Herwig M. Langohr y Patricia T. Langohr, *The Rating Agencies and Their Credit Ratings: What They Are, How They Work, and Why They Are Relevant*.