

THE TRILLION DOLLAR MELTDOWN. EASY MONEY, HIGH ROLLERS, AND THE GREAT CREDIT CRASH

Charles R. Morris

Public Affairs, Nueva York

LA ERA DE LAS TURBULENCIAS. AVENTURAS DE UN MUNDO NUEVO

Alan Greenspan

Ediciones B, Barcelona

618 pp

21 €

Trad. de Gabriel Dols Gallardo

Sic transit gloria mundi

Raimundo Ortega

1 octubre, 2008

Fue a mediados de junio de 2007 cuando se conoció que dos fondos de cobertura hipotecaria¹ del banco de inversiones estadounidense Bear Stearns no habían podido hacer frente a los márgenes exigidos para unos bonos cuya cobertura consistía en hipotecas de alto riesgo (*subprime mortgages*) que la agencia de calificación Moody's había rebajado de categoría. Los bancos que financiaban su actividad exigieron más garantías y los fondos se encontraron con dificultades insalvables para prestarlas. El resultado fue que Bear Stearns se vio obligado a socorrer a sus fondos con ayudas que ascendieron a 3,2 millardos de dólares. Pocas semanas después, otro fondo de cobertura, esta vez en Londres, cerró sus puertas y una entidad hipotecaria inglesa -Northern Rock- vio cómo el mercado monetario cancelaba la financiación que desde hacía años sostenía su actividad y hubo de hacer frente a una amenaza de retirada masiva de fondos por parte de sus clientes. La crisis continuó ampliándose y llegó pronto a la Europa continental, cuando quebraron dos de los llamados «vehículos de inversión» (*conduits y structured investment vehicles*, o SIV, en la terminología financiera anglosajona) ligados al banco regional alemán IKB.

De esa forma, los temores a que un aumento de las primas de riesgo provocaran restricciones crediticias en los mercados de hipotecas de alto riesgo y contagiaran las operaciones de compras apalancadas de empresas (*leveraged buyouts*, o LBO), unidos al posible incumplimiento de pagos de principal e intereses en las emisiones de bonos utilizadas para financiar aquéllas si la situación económica se deterioraba, provocaron un enorme nerviosismo en los mercados estadounidenses que el presidente de la Reserva Federal (en adelante, FED), Ben Bernanke, intentó contener con una comparecencia en el Senado en la que afirmó que los problemas se limitaban al mercado de las hipotecas de alto riesgo y que las pérdidas se situarían entre los 50 y los 100 millardos de dólares.

Los mercados no quedaron convencidos, porque una serie de rumores, indicadores y noticias avisaban de que la situación era más grave de lo que las autoridades reconocían y que el apalancamiento se había hecho tan arriesgado que el juego de la transferencia de riesgos por medio de la titulización estaba a punto de griparse, de tal manera que las estrategias de protección -concretamente los *credit default swaps*, o CDS- resultaban prohibitivamente caras. Los temores se propagaron a las Bolsas, pues numerosos inversores comenzaron a vender por dos razones: anticiparse a descensos más pronunciados o allegar liquidez con la que hacer frente a otros compromisos financieros. Quizá por ello la FED reaccionó recortando su tipo de interés a corto medio punto en septiembre y un cuarto de punto en octubre, con lo cual los mercados recuperaron momentáneamente una cierta tranquilidad. Cuando los grandes bancos empezaron a anunciar sus beneficios del tercer trimestre de 2007, muchos palidieron: Merrill Lynch reconoció unas pérdidas de cinco millardos de dólares que poco después se convertirían en ocho, y Citi seis, que pasaron a cifrarse, después de las oportunas revisiones, en once millardos de dólares. Pero lo que tuvo un efecto devastador fue que el primer ejecutivo de este último banco se vio obligado a reconocer que eran incapaces de cuantificar los activos dudosos. Resultó que sí, a principios de septiembre, los

analistas estimaban que las pérdidas relacionadas con las hipotecas de alto riesgo rondarían los veinte millardos de dólares, en noviembre la cifra se había elevado a entre 400 y 500 millardos de dólares (según el semanario *The Economist*, a finales de abril de 2008 ascendía a 335 millardos), ridiculizando los cálculos de Bernanke. Pero, como estamos en un mercado globalizado, los bancos europeos empezaron pronto a sacar del armario sus esqueletos, y entidades tan respetadas como Credit Suisse, UBS, Royal Bank of Scotland, HSBC y Société Générale reconocieron también pérdidas sustanciales.

Ahora bien, el último episodio tuvo lugar en marzo de este año, cuando, durante el fin de semana del 15 al 16 de marzo, la FED hubo de intervenir en ayuda de Bear Stearns, cuyos clientes, angustiados por los rumores según los cuales diversos bancos se habían negado a aceptar ser contrapartida en numerosas operaciones con derivados, retiraron, entre los días 13 a 15 de ese mes, 17 millardos de dólares de las cuentas que mantenían en el citado banco de inversión. Temeroso de encontrarse con un caso semejante al provocado por el fondo de cobertura LTCM en 1998, el Banco Central convenció a JPMorgan para que comprara Bear, inicialmente por dos dólares la acción –que luego se convertirían en diez–, y se hiciese cargo de su negocio, facilitándole un préstamo de 33 millardos de dólares. Además, tres días después, Bernanke y sus colegas, con excepción de dos de ellos, acordaron recortar en tres cuartos de punto el tipo oficial de interés a corto. Pero, para entender lo urgente y extraordinario de esta decisión, es preciso recordar que los bancos de inversión estadounidenses son el equivalente –a escala americana, evidentemente– de una sociedad de valores y bolsa en España y que, por tanto, su supervisión –y, por ende, la posibilidad de sacarles las castañas del fuego– no corresponde a la FED, sino a la Securities and Exchange Commission, o SEC. De ahí, la necesidad de interponer a un banco comercial para resolver los problemas de Bear.

¿Cómo se llegó a esa crisis y cómo se desarrolló el abanico de nuevos instrumentos y mercados financieros que tan frágiles y dañinos se mostraron ante el anuncio de las primeras dificultades? ¿Propiciaron o agravaron la política monetaria de la FED, y la condescendiente actitud de las instituciones supervisoras estadounidenses la crisis que la mayoría de los mercados está todavía atravesando? ¿Los posibles fallos han sido resultado de una visión teórica equivocada en sus principios básicos, o se trata más bien de descoordinación y mala suerte? Los dos libros aquí reseñados ofrecen respuestas opuestas a todos y cada uno de los interrogantes enunciados. Para Alan Greenspan, cuya larga permanencia en la presidencia de la FED está estrechamente ligada a la gestación de los acontecimientos que han desembocado en la actual crisis, se trataría de un episodio más de ese proceso de «destrucción creadora» que, me atrevo a afirmar, no alteraría en nada su profunda confianza en las ventajas del capitalismo de libre mercado. Por el contrario, Charles R. Morris achaca los aprietos de esos mercados a lo que podríamos calificar de idolatría o confianza irracional en los planteamientos económicos y financieros liberales, por no mencionar el funcionamiento de un sector –Wall Street– cuyo poder e influencia son desmesurados en relación con su aportación real a la economía del país.

EI DIAGNÓSTICO DE ALAN GREENSPAN

Comenzaré por el libro de Greenspan, pero antes es preciso señalar que, acaso por el deseo editorial de lanzar cuanto antes la versión española del libro, su traducción es apresurada y está llena de

desatinos y errores. Es una pena que el estilo vivo de Greenspan haya tenido tan desastrosa versión en nuestro idioma². Pero vayamos a lo sustancial.

La era de las turbulencias es un voluminoso tomo escrito con una agilidad que facilita su lectura, a lo cual contribuye la claridad con que el autor expone cuestiones a veces áridas y sienta opiniones sobre un amplio abanico de temas, que van desde su ideario político y social hasta sus juicios históricos respecto al desarrollo de las ideas económicas (comenzando por las de su venerado Adam Smith), la evolución del capitalismo y los problemas, fracasos y oportunidades que afrontan países tan dispares como India, China, Rusia, Brasil o Venezuela. Pero confieso que lo que más me ha atraído ha sido la oportunidad de conocer a través de sus propios recuerdos a un personaje complejo y fascinante que, creo, tiene de sí mismo una magnífica opinión, aun cuando el retrato que surge de sus memorias pueda hacer que algunos lectores no compartan tan benevolente juicio.

Alan Greenspan fue uno de los cinco hijos de un matrimonio de clase media-baja que acabó rompiéndose. Creció y se educó bajo el cuidado de su madre. Mediocre estudiante de instituto, se interesó pronto por la música y tocó en una orquesta de baile profesional al tiempo que hacía declaraciones de renta a algunos de sus compañeros instrumentistas. Sus estudios universitarios los realizó en la Facultad de Comercio, Contabilidad y Finanzas de la Universidad de Nueva York. De hecho, jamás fue alumno de una de las grandes universidades estadounidenses y sus estudios oficiales más avanzados fueron los cursos de un máster, que no acabó, en la Universidad de Columbia. Trabajó durante un verano en un pequeño banco de inversiones y después en el Consejo de la Conferencia Nacional de la Industria, al tiempo que comenzaba a escribir artículos sobre economía para *Business Week* y *Fortune*. Durante la guerra de Corea fundó con otro economista y experto en Bolsa una consultora que llegó a tener entre sus clientes a importantes empresas industriales y a algún banco y, lo que acaso resultó más fructífero a medio plazo, que le permitió conocer y tratar a sus más altos directivos.

En 1967, como él dice, la política se cruzó con la economía al formar parte del equipo económico que asesoró a Nixon durante su campaña y, cuando éste ganó las elecciones, trabajó como director provisional del Presupuesto. Más tarde, ya con Ford en la Casa Blanca, fue nombrado presidente del Consejo de Asesores Económicos. Al dimitir de ese cargo y convertirse el demócrata Carter en el nuevo jefe del Ejecutivo, comenzó a acumular consejos de compañías tan relevantes como Alcoa, Mobil, Ford y JPMorgan, el banco fundado por el hombre a quien más admiró en su juventud por encarnar el prototipo de capitalista capaz de atajar con su energía y personalidad el pánico financiero de 1907. Consolidó así –en parte gracias a la conocida presentadora de televisión Barbara Walters, con quien mantuvo una larga relación sentimental descrita con donaire por ella en sus memorias recientemente publicadas– una tupida red de influyentes conocidos que tanto facilitaría su posterior carrera, que culminaría al ser nombrado en 1987 por Reagan presidente de la FED, puesto que ocuparía durante nada menos que dieciocho años y medio.

Greenspan expone una y otra vez desde la introducción su clara preferencia por lo que califica de capitalismo de libre mercado, basándose en su capacidad para generar riqueza, adaptándose con flexibilidad y dinamismo a una economía global y ofreciendo mecanismos autocorrectores para sus

desequilibrios (p. 23). Esa descripción general se concreta en el capítulo 13 con unas precisiones que perfilan su posición. Afirma, así, que el proceso de «destrucción creadora» es el «único modo de aumentar la productividad y el único modo de incrementar el nivel de vida medio de forma sostenible» (p. 302); por el contrario, sentencia que «el propósito del Estado del bienestar es reducir la concentración de renta y riqueza, cosa que consigue [...] mediante una legislación que, a golpe de regulación, limita la asunción de riesgos y, a golpe de impuestos, reduce las recompensas pecuniarias consecuencia de la asunción de riesgos» (p. 306). Se comprende que quien así piensa afirme, siendo presidente del Banco Central, que aun cuando se sea consciente de los peligros derivados de los préstamos hipotecarios de alto riesgo y de las distorsiones causadas en los mercados, «los beneficios de una ampliación de la propiedad de viviendas compensan el riesgo» (p. 263). Esas afirmaciones se apuntalan con el convencimiento de que «en una economía de mercado, el aumento de la deuda va de la mano del progreso», pues existe una relación directa entre ese incremento y la división del trabajo y «una especialización cada vez mayor de las tareas que aumenta la productividad» (pp. 389 y 390). Como hipótesis, es digna de estudio, pero no está claro que, por ejemplo, el caso de la economía española en los años recientes la confirme.

Ahora bien, las memorias de Greenspan deparan a los lectores interesados en las cuestiones económicas la ocasión –muy oportuna en estos momentos en que vivimos inmersos en una crisis general iniciada en su país y precisamente por la quiebra de las hipotecas de alto riesgo, o subprime– de conocer de primera mano las opiniones de quien, desde su cargo en la FED, desempeñó un papel central en la génesis y evolución de esa crisis con una actuación muy discutida y discutible. Me refiero, claro es, a la política monetaria impulsada por Greenspan durante su largo mandato, incluyendo también su postura respecto al endeudamiento exterior de Estados Unidos y el papel del dólar. En segundo lugar, es obligado comentar sus decisiones –y omisiones– como encargado de una de las instituciones supervisoras de los mercados e instituciones bancarias, y acabaré refiriéndome, por último, a sus apoyos y actitudes respecto a la política fiscal de las administraciones con las que hubo de trabajar durante más de dieciocho años.

Greenspan comienza pronto (pp. 82 y 83) a desvelar sus preocupaciones cuando, al hilo de las ideas económicas del presidente Ford, señala, primero, su temor a las recesiones –a las que compara con los huracanes– y se pregunta, a continuación, sobre los costes de adoptar una política equivocada. Poco después (p. 128) recuerda que la FED está obligada por ley a alcanzar las «condiciones monetarias necesarias para el máximo crecimiento y empleo sostenibles a largo plazo» y añade que la estabilidad de precios es «una condición necesaria» para el crecimiento. Más concretamente, con el trasfondo de la crisis rusa y el salvamento del fondo de cobertura LTCM, Greenspan indica que «en lugar de consagrar toda nuestra energía a la consecución del mejor pronóstico *único* [la cursiva es nuestra] y apostar todo luego a ese diagnóstico, basábamos nuestra respuesta política en una serie de hipótesis posibles» (p. 222). Ello les «permitía ir más allá de los modelos econométricos para tomar en consideración hipótesis más amplias, aunque de menor precisión matemática, sobre cómo funciona el mundo», concluyendo que «sopesar sistemáticamente de ese modo los costes y beneficios llegó a convertirse poco a poco en la norma de *nuestro enfoque efectivo*» [la cursiva es de nuevo nuestra]. Pero sería el propio Greenspan quien, en un contexto más académico, expondría con mayor precisión ese esquema luego tan comentado. Los modelos son sistemas analíticos necesarios, pero no suficientes, para encarar la incertidumbre que está en la propia esencia de la actividad de

quien desempeña un cargo como el suyo, en el cual las decisiones han de adoptarse ponderando las probabilidades, costes y beneficios inherentes a los varios resultados posibles en las elecciones alternativas implícitas en la estrategia que se maneja.

Greenspan cree en la superioridad de una actuación discrecional, liberada en el mayor grado posible de limitaciones estratégicas a medio plazo, e instrumentada con la máxima flexibilidad: es decir, pocas «reglas de Taylor» y mucho menos modelos econométricos. En otras palabras, aceptar que la evolución de los tipos de interés a largo plazo sea más relevante que la de los fondos federales a corto y que, según la teoría más contrastada, la política monetaria óptima sea aquella en la cual, si el Banco Central sigue reglas establecidas y comprensibles para los agentes económicos, influya más eficazmente en las expectativas del sector privado, de tal forma que los estabilizadores automáticos puedan funcionar en caso de *shocks*, era algo a lo que el presidente del Banco Central estadounidense no pareció prestar demasiada atención³.

La siguiente cuestión polémica de la actuación de Greenspan como director de la política monetaria se refiere a la lucha contra la inflación y los efectos que sobre ésta pueden ejercer la sobrevaloración de ciertos activos como las acciones o las viviendas: el conocido fenómeno de las «burbujas». Greenspan cuenta que la escalada del precio de las acciones empezó a preocuparle seriamente a finales de 1996, y temía que esa «euforia irracional» pudiese provocar volatilidad en los mercados e incertidumbre respecto a la reacción de la FED⁴.

Con su cautela habitual, Greenspan comienza preguntándose por el significado del concepto de estabilidad de precios y asegura a renglón seguido (p. 202) que, si hubieran elevado los tipos de interés y «aducido como motivo nuestra voluntad de contener la Bolsa, habríamos provocado una tormenta política. Nos habrían acusado de perjudicar al pequeño inversor y sabotear las pensiones de los trabajadores». No le falta razón para, además, reafirmar su argumento preguntándose «dónde se traza la línea entre un *boom* económico saludable y emocionante y una burbuja bursátil alocada y especulativa» (p. 226) y cómo se puede desinflar. Su conclusión era evidente: «Tenía una certeza razonable de que intentar contener una creciente burbuja mediante un endurecimiento paulatino, como muchos habían recomendado, sería contraproducente» (p. 227). Estaba convencido igualmente de que nunca serían capaces de identificar la euforia irracional con certeza, de ahí que optara por «ser fiel a nuestro objetivo central de estabilizar los precios de productos y servicios».

Mucho se ha discutido sobre si los argumentos de Greenspan para defender su actitud de *benign neglect*, que llevó a una de las mayores destrucciones de riqueza en la historia financiera de su país (unos ocho billones de dólares aproximadamente), se tienen o no en pie. El propio Greenspan nos confirma que fue consciente de los efectos distorsionadores que podría ocasionar el estallido de la burbuja, tanto en términos de asignación de recursos como de desequilibrios en la liquidez de los mercados y en la estabilidad financiera. También nos dice que ya en diciembre de 1996 comenzó a lanzar las primeras advertencias a propósito de las burbujas financieras (pp. 199-201), pero silencia que una y otra vez había inflado esa burbuja al hablar con encendido fervor de los beneficios de la «nueva economía» (con su canto a los incrementos de la productividad promovidos por las nuevas tecnologías, así como de los beneficios sin cuento que proporcionaría) y, lo que resultó más decisivo, eludiendo tomar medidas preventivas: después de haber recortado los tipos de interés a corto, se

negó en redondo a subirlos y tampoco elevó los márgenes exigidos para obtener financiación del Banco Central. Ello se tradujo en que Wall Street acuñase el término *the Greenspan put* para resumir el convencimiento de que la FED actuaría en cualquier caso apoyando la actividad económica y, por supuesto, la asunción de riesgos en la actividad bursátil. Es esta una pregunta a la que Greenspan elude responder: ¿hasta qué punto su optimismo sobre las ventajas de la tecnología, el incremento de la productividad, los beneficios de la globalización y la capacidad del libre mercado para autocorregirse generaron el sentimiento de que el riesgo había desaparecido?

En este episodio de su presidencia de la FED, Greenspan cuenta con excelentes defensores que aceptan la dificultad, primero, de definir cuándo existe una burbuja y, sobre todo, subrayan lo parco del instrumental con que cuenta un Banco Central para desinflarla. En resumen, están de acuerdo en que la decisión más sensata fue la adoptada por nuestro autor: «*mop up after*» o, traducido sin grandes sutilezas, recoger los destrozos. Pero no todos los especialistas comulgan con esas opiniones; en situaciones como éstas, afirman, un Banco Central debe «navegar contra el viento» y adoptar una política más restrictiva, puesto que, en caso de dudas, es preferible equivocarse por exceso de cautela que no alimentar la burbuja mediante una política claramente acomodaticia. Lo sucedido en Estados Unidos después de que Greenspan dejara la presidencia del Banco Central avala lo anterior si tenemos presente que la burbuja inmobiliaria pasó a ocupar el lugar que dejó la bursátil.

Con todas las consideraciones debidas a una personalidad como la de Alan Greenspan, cabe preguntarse si en este episodio de la burbuja bursátil no habrá algo más que consideraciones previas de carácter teórico o un exceso de confianza en la capacidad autocorrectora de los mercados; más concretamente, y por razones que el autor sólo expone de forma fragmentaria y en ocasiones mediante referencias a otros países o épocas (por ejemplo, Japón, o los propios Estados Unidos durante la recesión de 1929 y el *New Deal*), el miedo a la deflación. Durante su largo mandato, Greenspan se enfrentó a episodios de todo tipo: la caída bursátil de octubre de 1987, la crisis de las entidades de préstamo y ahorro, las dificultades de los bancos comerciales a finales de la década de los ochenta y comienzos de los noventa, la mencionada amenaza de quiebra del LTCM, las dificultades provenientes de México, el sureste asiático o Rusia y, por último, los atentados del 11 de septiembre. En todos ellos mostró una sangre fría notable, aun cuando sus decisiones no resultasen, como se ha visto en el caso de la burbuja bursátil, las más adecuadas. Pero subyace siempre en su proceder un temor, que ronda lo irracional, a que los poderes públicos y los diversos instrumentos de la política económica a su disposición sean incapaces de sacar a la economía de la trampa de la deflación.

Las explicaciones de Greenspan acerca del déficit por cuenta corriente y el endeudamiento exterior (capítulo 18) tampoco son demasiado convincentes, pero sí más relevantes, pues, si bien reconoce de entrada el peligro que encierra un exceso de activos estadounidenses en manos extranjeras, con la posibilidad de que decidan deshacerse de una parte de ellos y agraven así la posición del dólar, enseguida entra en todo tipo de consideraciones para acabar aferrándose, primero, a la correlación entre descenso en la cotización de la divisa estadounidense y corrección del déficit de su balanza comercial, y terminar reconociendo que, si el desequilibrio exterior se combina con desajustes internos –por ejemplo, un endeudamiento del sector privado o el público–, «el proceso de ajuste [...] podría resultar muy doloroso para los Estados Unidos y nuestros socios comerciales» (pp. 398-407). Al

final el lector no sabe qué pensar, pero a la vista del actual panorama, con el precio del barril de petróleo por encima de los 130 dólares y el euro por encima de 1,5 dólares, uno se queda un tanto inquieto, especialmente porque el sucesor de Greenspan al timón de la FED, Ben Bernanke, es el padrino de la teoría del *saving glut*, esto es, la doctrina según la cual el déficit exterior estadounidense se explica por un exceso de ahorro extranjero.

El segundo apartado que nos presentan las memorias de Greenspan se refiere a sus opiniones y decisiones relacionadas con las competencias de un Banco Central: su tarea supervisora y sus responsabilidades como prestamista de última instancia y garante de la estabilidad del sistema financiero y de sus mercados. Y en este punto, como en otros, el comentarista agradece al autor la claridad de sus opiniones, pues en poco más de cinco páginas (417 a 421) puede conocer sus cimientos teóricos y en otras tantas (219-221 y 417-418) observar cómo se aplicaron esos principios en un caso de especial relevancia. En la página 417, Greenspan resume así su posición: «En mi calidad de consejero de banco [en JPMorgan] y luego de regulador bancario durante dieciocho años, era muy consciente de hasta qué punto el personal de los bancos se encontraba en mejor situación para entender lo que hacían otros bancos y *hedge funds* en comparación con la normativa de “manual” realizada por las agencias de regulación financiera de los Gobiernos». Greenspan afirma que, al ser nombrado presidente de la FED, «como era un independiente en mi oposición libertaria a la mayor parte de las regulaciones, tenía pensado mostrarme más que nada pasivo en tales asuntos y dejar que otros directivos de la Reserva Federal tomaran la iniciativa», ensalzando que «la plantilla [del Banco Central] también reconocía el poder de vigilancia de contraparte como protección de primera línea contra el crédito dado en exceso o equivocadamente» (p. 420).

Está claro que, una vez dejado su cargo, los hechos han demostrado los efectos desastrosos de la dejadez e insensibilidad de Greenspan hacia las cuestiones relacionadas con la función de supervisión encomendada a la FED, una tarea que, como explica el propio banco, «tiene por objeto salvaguardar y servir el interés de la comunidad». Ello justifica que las críticas al gran banquero central hayan sido casi unánimes. Desde los feroces ataques de Morris hasta la amarga ironía de un premio Nobel como Paul A. Samuelson, pasando por un profesor cuya reseña tiende a ofrecer una visión equilibrada y más bien favorable del libro que aquí se comenta⁵, nadie parece entender cómo una mente tan despierta y con la larga experiencia derivada de su cargo no fue capaz de librarse de prejuicios ideológicos y mantener un juicio más equilibrado ante, por citar algunos ejemplos, los peligros encerrados en la complejidad de los procesos de titulización o los riesgos manifiestos de las prácticas anejas al mercado hipotecario de alto riesgo, con los engaños a que se vieron sometidos millones de familias incapaces de entender lo que les proponían agentes inmobiliarios poco escrupulosos de entidades incontroladas. Acaso quepa aquí la disculpa del ingente tamaño de los mercados estadounidenses, pero qué decir de lo que estaba en la puerta de al lado: el apalancamiento temerario de ciertos bancos de inversión sin ir más lejos. Por añadidura, y para mayor escarnio de nuestro autor, tuvo sentado a su lado en la mesa del Consejo de Gobernadores a un colega, Edward Gramlich, profesor en la Universidad de Michigan, que advirtió sin éxito de las prácticas rapaces dominantes en el mercado de hipotecas *subprime*, al tiempo que pedía insistentemente el reforzamiento de la legislación hipotecaria⁶. Es un triste consuelo, pero en las actuales circunstancias todo parece indicar que los consejos de Gramlich acabarán convirtiéndose en normas legales, mientras que las tranquilizadoras visiones de Greenspan únicamente serán recordadas como

muestras equivocadas y costosas de un optimismo antropológico pasado de moda.

Concluamos con algunas opiniones de Greenspan sobre la política fiscal en general y, sobre todo, con sus comentarios acerca de su aplicación práctica por las distintas administraciones con las que trabajó, desde su puesto de asesor de Nixon en materias presupuestarias hasta la presidencia de la Reserva Federal, pasando por la del Consejo de Asesores Económicos con Ford. Como ha reconocido Alan S. Blinder, un rendido admirador de nuestro autor, uno de los defectos del mandato de Greenspan como presidente del Banco Central fue la excesiva personalización que imprimió al desempeño de su cargo, y el mejor ejemplo de ello fue su tendencia a opinar sobre materias ajenas al abanico de competencias encomendadas a su institución, especialmente aquellas que tenían un elevado componente político, cual es el caso de las presupuestarias y fiscales. Cree Blinder que, si bien las políticas monetaria y fiscal no pueden permanecer ajenas la una a la otra, la segunda es esencialmente política y lo más aconsejable para un banquero central, que desempeña un cargo no sometido a la elección directa de los ciudadanos, es no cruzar la línea divisoria entre una y otra, pues si lo hace «no sólo pone en peligro la independencia del Banco Central, sino que corre también el riesgo de aparecer (o lo que es peor, de ser) partidista»⁷. Greenspan alaba las decisiones presupuestarias de Ford y de Reagan, y apoya con entusiasmo y un punto de incredulidad las decisiones políticas de Clinton, que llevarían a un superávit presupuestario que su sucesor en la Casa Blanca, George W. Bush, destrozaría concienzudamente durante sus dos mandatos. Y aquí surge la polémica. Greenspan se toma la molestia de explicar con detalle cuál fue su posición ante la decisión del nuevo presidente de reducir los impuestos. Según él, su conocida comparecencia ante el Comité de Presupuestos del Senado, que todo el mundo interpretó como un espaldarazo a la propuesta de Bush, no era tal, sino una medida de aprobación de una modesta rebaja para «eliminar el superávit» que difería de la propuesta oficial, pues sus objetivos eran la reducción de la deuda y el déficit cero (p. 247). Al parecer, la satisfacción pública del presidente por lo dicho en el Senado por Greenspan y la opinión de *The New York Times* calificándola como «velado refrendo a [...] la mayor bajada fiscal desde la Administración Reagan», no estaban justificadas. Sin embargo, parece más que razonable mantener un cierto escepticismo respecto a los intentos del autor para quedar exonerado de toda culpa en una decisión tan irresponsable, muy especialmente cuando su larga experiencia debía haberle recordado que la mayoría de los intentos de sucesivas administraciones para recortar gastos habían acabado en un rotundo fracaso.

EL DIAGNÓSTICO DE CHARLES R. MORRIS

Es difícil encontrar un contraste más acusado entre dos autores y sus obras que el que presentan tanto Greenspan y Morris como las dos obras aquí reseñadas. Morris es abogado, banquero ocasional y vicepresidente de una empresa que desarrolla *software* para bancos y fondos de inversión, amén de colaborador del *The New York Times*, *The Wall Street Journal* y *The Atlantic Monthly*. Su libro, cuya extensión no llega a la tercera parte de las memorias del ex presidente de la FED, está escrito con un estilo directo y a veces descuidado, proclive a caer en la jerga de Wall Street, pero su indudable mérito reside en ofrecer una visión completamente diferente de la diseñada por Greenspan y que intentará resumirse en lo que sigue.

Los tres primeros capítulos repasan la reciente historia económica y financiera de su país, concretamente desde finales de la década de los sesenta del siglo pasado hasta comienzos del presente. Su enfoque reside en la crítica a lo que califica como la «religión de Wall Street», entendiendo por tal la creencia ciega en que el libre mercado es capaz de encontrar la solución óptima para casi cualquier problema. Ilustra esas tesis con los episodios más destacados de la década de los ochenta: el auge de las adquisiciones apalancadas de empresas y la crisis de las entidades de préstamo y ahorro (*savings and loans associations*, o S&L). En el primer caso, lo que había empezado como un medio para reestructurar empresas grandes e ineficientes, transformándolas en compañías especializadas y modernas, acabó degenerando en una espiral especulativa que se vino abajo cuando, en 1986, los bancos comenzaron a restringir sus créditos. En cuanto a las segundas, fue un ejemplo claro de una supervisión insuficiente, ya que la estrecha base de depósitos de estas instituciones, predominantemente locales, no podía sustentar una política de préstamos a tipo fijo que se despeñó cuando la inflación y una política monetaria restrictiva elevaron los tipos de los depósitos a casi el 20%. Después de describir la crisis bursátil de octubre de 1987, la del mercado hipotecario de 1994 y las *collateralized mortgage obligations* (CMO), y el rescate del fondo de cobertura LTCM en 1998, pasa al derrumbe de los valores «.com» para entrar de lleno en el capítulo 4 en lo que califica como «la mayor burbuja inmobiliaria en la historia mundial» y «el gran juego de las transferencias de créditos», propiciados ambos por el «Greenspan put», es decir, la combinación del descenso de dos puntos y medio en el precio del dinero facilitado por la FED entre el otoño de 2001 y finales de 2005, así como su insistencia en mantener la vista fija en la inflación subyacente, ignorando por completo la bomba de relojería que suponía la burbuja inmobiliaria.

Otro de los episodios más comentados y discutidos del mandato de Greenspan fue la solución adoptada en la crisis del fondo de cobertura LTCM. Como bien señala Morris, la crisis del fondo no tuvo coste alguno para el contribuyente estadounidense (p. 53), pero la justificación que se dio entonces –y que Greenspan repite en su libro (p. 220)– fue que si el fondo se veía forzado a vender a la baja su cartera de activos, los precios en el mercado se derrumbarían y otros muchos intermediarios quebrarían, originando una reacción en cadena que era imposible predecir dónde terminaría, algo que resultaba más que discutible. Morris sospecha que la verdadera razón pudo ser otra: a saber, que no convenía airear el auténtico escándalo, esto es, «que en el epicentro de las finanzas estadounidenses, un pequeño grupo de personas fue capaz de obtener préstamos por cientos de miles de millones de dólares de los bancos, y que ni esos bancos ni sus supervisores tenía la menor idea de en cuánto se habían endeudado o qué estaban haciendo con ese dinero» (p. 53). Por cierto, el autor de una muy bien documentada historia de la Reserva Federal también formuló una duda parecida⁸.

Morris es inmisericorde en su crítica a Greenspan a propósito de este capítulo de la historia financiera. Recuerda que en 1995 se negó a elevar los márgenes en las operaciones de derivados arguyendo que de esta forma se «potenciaba la seguridad y fortaleza de los intermediarios al permitir más alternativas financieras y, por ende, una gestión más efectiva de la liquidez», afirmando en una comparecencia en el Congreso la semana antes del inicio del episodio del LTCM que «es de esperar que la valoración a precios de mercado y la vigilancia de la contraparte se encarguen de la mayor parte del trabajo de afianzar la seguridad y resistencia de los intermediarios». Por supuesto, una vez que explotó el citado fondo no tuvo empacho en afirmar que «si el fallo de LTCM hubiese contagiado

a los mercados, muchos participantes en los mismos hubieran sufrido pérdidas considerables, incluyendo entidades que no estaban relacionadas directamente con el fondo, poniendo potencialmente en peligro las economías de muchos países, incluido el nuestro» (pp. 54 y 55). Como irónicamente apostilla Morris, «en otras palabras, la supervisión de la contraparte funciona bien en la medida que uno está dispuesto a asumir el posible derrumbe de “las economías de muchas naciones”» [este último entrecomillado es del propio autor].

El capítulo 4 de la obra de Morris permite al lector entrar en contacto con nombres y conceptos financieros enrevesados que se refieren a novedosas formulaciones creadas por una tecnología de la inversión apoyada tanto en los progresos de la informática como en la aplicación de la matemática avanzada al manejo de instrumentos de complejidad creciente. El propósito de todo ello, además del conocido y respetable de ganar cada vez más dinero, tenía diversas ramificaciones. Para empezar, se trataba de eludir en la medida de lo posible las exigencias de capital impuestas a los bancos, sacando de sus balances activos con elevado riesgo; ello permitía ampliar la gama de inversores aun a costa de convencerles para que invirtieran su dinero en productos cuyos riesgos no entendían, pero que ofrecían a los diligentes intermediarios jugosas comisiones. Claro es que esa ingeniería imponía en la mayoría de los casos el respaldo de un apalancamiento fácil de lograr si la FED mantenía una política de tipos bajos y la continua revalorización de los activos sustentaba un efecto riqueza alentador de lo que un viejo economista estadounidense calificó de «consumo conspicuo». Se precisaba, por supuesto, un último requisito: que ni el supervisor ni los bancos, éstos actuando como último eslabón de la cadena de prestamistas, se preocupasen de pensar qué sucedería si algo empezaba a ir mal. Y, desgraciadamente, así pasó. Con un mercado tan apalancado como el estadounidense, los precios de las viviendas eran muy sensibles a las variaciones en los tipos de interés y, si bien a finales de los noventa la abundancia de crédito y la variedad de instrumentos permitieron la incorporación al mercado de la vivienda de prestatarios que, normalmente, un banco serio jamás hubiese aceptado, a mediados de 2006 las condiciones del mercado comenzaron a cambiar y las facilidades crediticias a desaparecer.

Por lo tanto, cuando dos fondos de cobertura de Bear Stearns anunciaron dificultades para cuadrar sus posiciones, sucedió lo que se ha descrito al principio de esta reseña, pero la gran sorpresa fue comprobar cómo la crisis del mercado hipotecario estadounidense se había «infiltrado» –el término es de Morris– en los balances de algunas de las más prestigiosas entidades bancarias del mundo, a lo que se añadió otro sobresalto. Acuciados por la necesidad de recuperar fondos, los bancos (grandes y pequeños) empezaron a intentar liquidar como fuese los aparatosos instrumentos antes mencionados y a dejar de prestarse entre sí, secando por completo el mercado interbancario y originando una crisis de liquidez que obligó a los grandes bancos centrales a intervenir ofreciendo fondos por cantidades inimaginables (el 9 de agosto de 2007, el Banco Central Europeo no puso límites a las peticiones de fondos a un día, que ofreció a un interés del 4%), con garantías de ínfima calificación y por plazos más dilatados que los habituales en su política de prestamista de última instancia.

¿Qué conclusiones saca Morris de tal desastre? En los capítulos 6 y 7 presenta al lector sus propios cálculos de las pérdidas originadas por las crisis, que cifra (pp. 130 y 131) en un billón (1012, para que el lector no dude) de dólares –de ahí el título del libro–, y augura una ampliación de las desigualdades de renta existentes en su país, arremetiendo contra los exorbitantes privilegios del

sector financiero estadounidense, para concluir con una acusación lapidaria: «Alan Greenspan se merece toda la crítica por su irresponsable creación de dinero durante la mayor parte de la primera década de este siglo bajo el peso de una enorme y disimulada presión en esa dirección de sus amigos de Wall Street» (p. 155). Recuperar el equilibrio (el título del octavo y último capítulo de su obra) exige renovar, de arriba abajo, su sistema supervisor, obligando a la SEC a que restaure el debido grado de información ofrecida a los inversores, imponiendo a los bancos exigencias de capital proporcionales a los riesgos de los activos mantenidos en su cartera, llevando la negociación de los derivados de crédito a mercados amplios y diáfanos, con la consiguiente obligación de imponer márgenes adecuados que eliminen los riesgos de contrapartida y aseguren la liquidación en situaciones comprometidas y, en último lugar, recuperando una versión de la vieja Glass-Steagall Act que obligue a una separación adaptada a las actuales circunstancias de la banca comercial y la de inversiones.

EL VEREDICTO DE LA HISTORIA

Los días 25 a 27 de agosto de 2005, siendo Greenspan todavía presidente de la FED, se reunieron en Jackson Hole (Wyoming), bajo el patrocinio del Banco de la Reserva Federal de Kansas City, un selecto grupo de banqueros centrales y privados –norteamericanos y de otros países–, así como profesores de los departamentos de Economía de las mejores universidades estadounidenses. El título general que encuadró las intervenciones fue *La era Greenspan: lecciones para el futuro*. El autor del libro aquí reseñado intervino para abrir y cerrar el seminario, pero lo que ahora me interesa destacar son dos hechos: primero, la conclusión del largo e interesante artículo presentado por dos profesores de la Universidad de Princeton, Alan S. Blinder y Ricardo Reis, en la cual se suman de manera entusiasta a lo que califican como «culto a la personalidad» a nuestro autor; segundo, que al intentar analizar «los retos para el futuro», los ponentes y comentaristas destacaron tres: los difíciles ajustes en los desequilibrios exteriores de Estados Unidos; los riesgos potenciales implícitos en la desregulación e innovación financiera, y, por último, la trascendencia de las variaciones en los precios de ciertos activos como origen de posibles fluctuaciones económicas perturbadoras. Ahora bien, incluso los más pesimistas en sus pronósticos fueron entonces incapaces de anticipar lo ocurrido desde el verano de 2007.

Es la crisis financiera y económica en que nos encontramos la que debería constituir el auténtico contraste de la «era Greenspan». En su libro se dibuja una personalidad extraordinariamente inteligente y versátil que, a lo largo del largo desempeño de su cargo del hasta ahora más influyente banco central del mundo, hubo de enfrentarse a todo tipo de retos, algunos de los cuales resolvió con indudable éxito. Pero estoy seguro de que él no aceptaría, ni siquiera a la vista de lo acontecido, que en dos de los cometidos esenciales de su cargo la historia económica le juzgara con dureza, tanto más cuanto se refieren a dos de las competencias centrales inherentes a su cargo: la política monetaria y la supervisión bancaria. En ambos casos, los hechos han revelado que incurrió en equivocaciones notables, en buena parte debidas al mantenimiento de posiciones doctrinarias, justo lo contrario de la flexibilidad y atención a la evolución de los acontecimientos que tanto ha pregonado en sus escritos y manifestaciones públicas.

Es también muy probable que el ex presidente de la FED no haya prestado demasiada atención a las

críticas formuladas en el libro de Morris. A éste le faltan la base teórica, la amplitud de conocimientos y la experiencia de Greenspan, pero sus ataques son casi siempre certeros y sus explicaciones –a veces en exceso sumarias– de cómo la pléyade de instrumentos y el abanico de prácticas arriesgadas o simplemente dudosas en que Wall Street se involucró bajo la mirada complaciente de Greenspan no podían sino acabar en desastre han demostrado ser más exactas que la idílica e interesada visión ofrecida por aquél.

¹. Salvo contadas excepciones, he desistido de traducir al español los instrumentos o prácticas financieros estadounidenses mencionados en esta reseña. Por si algún lector albergase dudas, el término «apalancamiento» es empleado en las memorias de Greenspan en el sentido general de endeudamiento incurrido para llevar a cabo una inversión (financieramente, se resume en la relación entre deuda y capital propio). «Contraparte» designa a quien, en una transacción financiera, actúa como vendedor frente al comprador, o viceversa. A veces una entidad especializada se interpone entre ambos y asume el riesgo de que el vendedor no entregue lo prometido o el comprador no pague lo convenido.

². Lo que sigue es un reducido muestrario en el que, si es necesario, se indica primero la página de la versión inglesa y después la de la traducción española. Por ejemplo, al hablar del mercado bursátil NASDAQ, el lector español lee «El NASDAQ, muy dependiente de la tecnología, donde constaban las nuevas acciones» (p. 187), algo muy diferente de lo que Greenspan afirma en la página 169 del original; el término «triggers» (p. 216) se traduce al hablar de cuestiones presupuestarias por «disparadores» (p. 243), cuando debería hablarse de «estabilizadores (o límites) automáticos del gasto»; «biblical injunction» se convierte en «decreto bíblico» (p. 306) en lugar de «mandato bíblico», y al referirse el autor a la compañía filial del Economist Group Business conocida como Economist Intelligence Unit, nuestro traductor la convierte en «la Unidad de Inteligencia Económica» (p. 310). En la página 313 se utiliza el término «gobernación corporativa», mucho más pesado e inexacto que el de «gobernanza», y se traduce «market performance» por «rendimiento del mercado» (p. 523), cuando el sentido es «comportamiento del mercado»; los «economic guideposts» resultan ser «postes indicadores económicos» (p. 406). Y, para no fatigar más al lector, éste se ve obligado a cavilar qué significa «el valor de mercado de un valor con rentabilidad es su renta futura esperada aligerada por un factor de descuento que [...]» (pp. 547 y 548), cuando la definición del autor en la página 486 del original es muy precisa, al tiempo que «valor neto de los hogares» (p. 398) es en realidad «patrimonio neto», y, para concluir, «autoridad de voto» (p. 539) es, simplemente, «derecho a voto».

³. Alan Greenspan, «Opening Remarks», en *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Kansas City, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2005. Es significativo el poco interés del presidente de la FED por informarse de lo que la teoría monetaria más avanzada estaba postulando en aquellos momentos. Un buen ejemplo lo constituye el capítulo 8, «Optimal Monetary Policy Rules» y, más concretamente, sus apartados 3.4 («Optimal Policy under Imperfect Information») y 4 («Reflections on Currently Popular Policy Proposals»), de la obra de Michael Woodford *Interest & Prices. Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton, Princeton University Press, 2003.

⁴. Greenspan cuenta que el término «euforia irracional» se le ocurrió una mañana en su *bañera* (p. 199). Hubiese sido interesante que fechase la ocurrencia, pues el profesor de la Universidad de Yale Robert Schiller publicó en el año 2000 un libro con idéntico título.

⁵. Benjamin Friedman, «Chairman Greenspan Legacy», *The New York Review of Books*, 20 de marzo de 2008. Puede consultarse en <http://www.nybooks.com/articles/21153>.

⁶. Edward Gramlich, *Subprime Mortgages: America's Latest Boom and Bust*, Washington, Urban Institute Press, 2007.

⁷. Alan S. Blinder y Ricardo Reis, «Understanding the Greenspan Standard», en *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Kansas City, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2005, p. 72.

8. Martin Mayer, *The Fed*, Nueva York, The Free Press, 2001.