

Libros que ayudan a entender el mundo



después de la crisis qué...?

¿Cómo hemos llegado a esta crisis económica mundial, la más compleja de la era moderna? El mundo parecía marchar de maravilla, el crecimiento económico era el más rápido y sostenido de la Historia... Todos los indicadores anunciaban que esa ola de prosperidad recorrería el planeta entero, gracias al alto nivel de ahorro y a unos extraordinarios progresos técnicos. Y de pronto, sin embargo, nos vemos frente a los inicios de una depresión económica global, la más grave en los últimos ochenta años.

En apariencia no sucedía nada fuera de lo común, excepto la incapacidad de un grupo de familias norteamericanas para pagar sus créditos inmobiliarios. El objetivo de este libro es explicar este *misterio* de manera sencilla y amena, para poder resolverlo y evitar que la crisis provoque una catástrofe política mundial. ¡Y también –por supuesto– para que no nos vuelvan a engañar más!

Jacques Attali (Argelia, 1943) es economista, así como un prolífico escritor de gran éxito en Francia. Fue asesor de François Mitterrand en la década de 1980 y fundador y primer presidente del Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo, entre 1991 y 1993. En 1989 creó un programa internacional de ayuda a Bangladesh tras las catastróficas inundaciones y, junto con Muhammad Yunus, fundó en 1998 PlaNet Finance, una ONG que promueve el desarrollo económico en los países más pobres, utilizando microcréditos y apoyándose en Internet. Actualmente es asesor del gobierno de Nicolas Sarkozy en materia de desarrollo y crecimiento económicos. Es autor de más de cuarenta libros, entre ensayos, novelas, literatura infantil y memorias, traducidos a muchos idiomas.

¿Y después de la crisis qué...?

Jacques Attali

ISBN 978-84-9784-361-4



Libros que ayudan a entender el mundo

360°

Jacques Attali

¿Y después de la crisis qué...?

→ Propuestas para
una nueva
democracia mundial



gedisa

En 2002, para hacer frente al descenso de la demanda y para no iniciar unas políticas de renta contrarias a la tradición política norteamericana, el Gobierno de este país incitó a Freddie Mac y Fannie Mae, así como a otros financieros inmobiliarios, a otorgar préstamos a deudores menos solventes y a productos más arriesgados, los llamados *subprimes*, con un mejor tipo de interés.

El crecimiento mundial fue relanzado, alimentado por el endeudamiento de todos los actores de la economía y sostenido por la caída de los tipos de interés.

Muy pocos en ese momento, como el profesor Maurice Allais en París y, en Nueva York, Hyman Minsky —un profesor estrafalario y marginal admirado por marxistas y por gestores de *hedge funds*—, fueron los que anunciaron que se avecinaba una grave crisis financiera. Minsky preveía un desarrollo en cinco fases: una innovación rentable (o un cambio de política económica), un *boom*, un estado de euforia, la retirada de beneficios y, finalmente, el pánico, que desde entonces recibe el nombre de *Minsky Moment* y que él predecía para el año 2009...

2

¿Cómo empezó todo?

Las crisis financieras precedentes mostraron la debilidad de los sistemas económicos de cada momento, o bien las oportunidades para evaluar su fortaleza. En estas situaciones comprendemos que el hombre es incapaz de contar con información perfecta sobre lo que le deparará el futuro. La crisis a la que nos enfrentamos hoy, ¿será un mero accidente, como todas las que la precedieron desde 1980? ¿O nos vamos a enfrentar a una crisis larga, donde la única salida podría ser una guerra mundial, como en 1929? ¿Se tratará de un largo y problemático período de transición que se superará con un salto tecnológico, como el que se extendió entre 1971 y 1982? ¿La crisis implicará la explosión de un nuevo tipo de burbuja especulativa, como la de los tulipanes, en 1637, que contribuyó a la hegemonía de Ámsterdam? ¿O se tratará de la crisis profunda de un sistema financiero agotado, como la de 1880, que provocó la caída de Gran Bretaña?

A mi entender, se trata de una crisis joven: la primera crisis importante de la globalización que puede, como la de los tulipanes, presagiar un formidable período de crecimiento. Para

que esto sea posible, es necesario comprenderla, incorporando sus enseñanzas. Debemos entonces analizar su desarrollo día a día de una forma sencilla: así podremos entender cómo después de tantas pequeñas crisis se desencadenó la Gran Crisis de nuestros días que nadie deseaba ver llegar.

Esta crisis, que comenzó en Estados Unidos, se ha transformado literalmente en planetaria debido a Internet, a las compañías de seguros, a los fondos de inversión y a los bancos de negocios. El inicio de la crisis se parece bastante al de su predecesora de 1929, pero su amplitud es mucho mayor.

Insuficiencia de la demanda

Todo comenzó con la liberalización de la economía sin un contrapeso democrático, que produjo en todo el mundo el aumento de la parte de los beneficios dentro de la renta nacional. Y, especialmente, de los beneficios del sector financiero, donde los «expertos» se reservaban para sí la mayor parte de esos ingresos: mientras que en 1960 representaban el 14 % de los beneficios del total de las empresas norteamericanas, en 2008 los ingresos del sector financiero representaban el 39 %. La riqueza creada se concentraba cada vez más en un pequeño grupo que reclamaba una rentabilidad del 20 % de los capitales invertidos y que tomaba préstamos con tipos progresivamente más bajos. De esta forma aumentaron las desigualdades en la renta: en la actualidad, el 1 % más rico de la población concentra más del 16 % de la renta nacional norteamericana frente al 7 % que acumulaba en 1948. Al mismo tiempo, el 5 %

de la población norteamericana obtiene el 38 % de los ingresos y posee la mitad del patrimonio creado entre 1990 y 2006, lo que provoca, naturalmente, que este sector tenga una influencia política cada vez más dominante. Nadie aceptaba que una economía que crecía el 5 % anual no garantizase a largo plazo un aumento de la renta del orden del 20 %.

Otra de las consecuencias de este modelo fue el descenso del valor relativo de los salarios: aunque desde 1990 el crecimiento norteamericano fue del 4 %, el salario medio se estancó y hoy es inferior al de 1979, y es muy inferior para el 20 % más pobre de la población. El 50 % más pobre posee el 2,8 % del patrimonio. De 1947 a 1973, la renta de la quinta parte más pobre de la población norteamericana (considerando todas las fuentes de ingreso) aumentó el 116 %, mucho más que cualquier otro segmento de población. Sin embargo, hasta 2004, sólo se incrementó el 2,8 %, mientras que el porcentaje de deudas de este sector crecía mucho más.

Lo mismo puede decirse de los otros países. En Francia, en veinte años, el poder adquisitivo del índice bursátil creció el 120 % mientras que el de los salarios (de tiempo completo) no aumentó más que el 15 %, y el del RMI* no evolucionó.

Esta transferencia de riqueza afecta a la demanda: con unos salarios insuficientes, las clases medias norteamericanas y europeas no pueden consumir al mismo ritmo que en las décadas anteriores. Por otra parte, el envejecimiento de la pobla-

* El RMI (*Revenu Minimum d'Insertion*, «Renta Mínima de Inserción») es un subsidio que otorga el Estado francés a las personas sin recursos o con recursos inferiores a unos mínimos fijado por decreto. [N. del T.].

ción (apenas compensado por la inmigración en Estados Unidos) también pesa en la demanda, la cual disminuye en cada individuo a partir de los 50 años.

Creación de demanda a través de la deuda

Con el objetivo de mantener el crecimiento en Estados Unidos sin cuestionar la distribución de la riqueza, había que mantener la demanda sin aumentar la renta y, para ello, se debía incitar a la clase media a que se endeudara. Implícitamente, ésta fue la decisión de la sociedad norteamericana desde inicios de la década de 1980, al utilizar tarjetas de crédito para el consumo corriente y préstamos hipotecarios específicos para comprar viviendas.

El crédito para el consumo (que sirve para financiar la vida cotidiana, pero también el automóvil, la educación de los niños, los cuidados médicos, las vacaciones) se promovía a través de una fuerte campaña publicitaria: ¡un hogar norteamericano recibía de promedio una oferta nueva de una tarjeta de crédito a la semana! Los organismos de crédito y las autoridades políticas, incluido el presidente Bush, alentaban el endeudamiento cada vez mayor de los norteamericanos, al exigir tan sólo un mínimo del 2 % o el 3 % mensual del total de la deuda. Cerca de un tercio de los hogares norteamericanos acumulaban más de diez mil dólares de deudas en cada una de sus tarjetas de crédito. Y el sistema era insoportable: los tipos de interés de los emisores, que iban del 11 % al 15 %, podían aumentar hasta el 29 % o 34 % en caso de demora en los pagos.

El crédito inmobiliario era estratégico en el plano económico y político, en particular para las comunidades minoritarias: en Estados Unidos todo el mundo es propietario de su vivienda o debería serlo algún día. En 1977, una ley llamada *Community Reinvestment Act* incentivó a los bancos y a las sociedades de ahorro a prestar dinero a las comunidades desfavorecidas. Dado que estas instituciones financieras —incluso varias que habían estado al borde de la quiebra en 1980— dudaban a la hora de prestar dinero a clientes poco solventes, grupos de presión de diversas comunidades hicieron campañas para bloquear las fusiones de los bancos que no respetasen los compromisos en favor de la vivienda social. Finalmente, los créditos hipotecarios se otorgaron con préstamos de diferente «calidad» en función del tipo de deudor.

Intermediarios independientes, pagados en función de la prima, proponían a los deudores con peor historial de reembolso unos contratos de créditos hipotecarios *subprime*, con unos tipos progresivos sobre un total a veces superior al precio de la vivienda, ¡y por una suma final que podía ser treinta veces superior a su renta anual! Como esos préstamos estaban garantizados por el valor de las viviendas (*asset-based*), podían endeudarse más y más, paralelamente al incremento del precio inmobiliario, el cual aumentaba. Y el sistema no presentaba riesgos para los bancos. Freddie Mac y Fannie Mae, instituciones parcialmente públicas creadas tras la Gran Depresión, compraron esos contratos a los bancos con el apoyo del Congreso.

Para aquellos que no eran tan pobres, unos créditos intermediarios entre los *prime* y los *subprimes*, los *Alt-A*, proponían

posponer el reembolso principal así como la totalidad de los intereses durante los primeros años.

Muchos afirmaban que así se mantenía el crecimiento económico general al estimular la construcción de viviendas y al liberar los salarios para consumir otros bienes y productos. Todos estaban implicados en esta economía de la deuda: Gobierno, bancos, industrias, asalariados. De hecho, el mercado inmobiliario y los servicios financieros —que se alimentaban el uno al otro— representaban entonces el 40 % del crecimiento del sector privado norteamericano y más del 50 % del crecimiento total británico, donde estos mismos sistemas de préstamos habían sido implantados por los mismos bancos. Había crecimiento, pero sólo en los sectores directamente relacionados con estas actividades. Los jóvenes licenciados se orientaban hacia este tipo de negocio. Por el contrario, el trabajo de los investigadores y de los ingenieros era cada vez menos apreciado.

Al igual que los hogares, las empresas también se endeudaban de forma cada vez más arriesgada. Los directivos y los financieros compraban empresas y lo hacían con muy poco capital, tomando préstamos a bajo interés; después, imponían a las empresas compradas una rentabilidad del 20 %, la cual debía permitirles devolver los préstamos tomados para las compras. Algunos fondos especializados (en *private equity* y en LBO) buscaban atraer el ahorro hacia este tipo de operaciones, que eran rentables principalmente para sus promotores. Para alcanzar una rentabilidad tan elevada, se estimulaba a las empresas para que redujesen sus actividades y produjeran solamente aquello que correspondía a sus capacidades más des-

tacadas dentro de la cadena de valor. El empleo era la primera víctima de esta lógica, la investigación la segunda y la subsistencia misma de las empresas, la tercera.

La caída de los tipos, el efecto palanca y el efecto de riqueza

Para que el aumento de la deuda de los hogares y de las empresas fuese tolerable, los tipos de interés debían bajar, y esto fue lo que decidió la Fed estadounidense desde 2001, una decisión importante de Alan Greenspan que todos aplaudieron en su momento pero que resultó desastrosa a largo plazo. Se permitía así que las empresas, los fondos de inversión y los particulares se siguieran endeudando. Este «efecto de riqueza» permitía que los hogares endeudados continuasen de la misma manera y siguieran consumiendo. Pero no se trataba de un fenómeno exclusivamente norteamericano; el valor de las propiedades inmobiliarias a escala mundial (que también aumentaba por razones demográficas) se estimaba, a inicios de la década de 2000, en 75 T,³ es decir 1,5 veces el PIB mundial, frente a menos de tres cuartas parte del PIB mundial, diez años antes.

También aumentaba el valor de las empresas, calculado como múltiplo de sus beneficios. Primero, como hemos visto, porque crecía el porcentaje de los beneficios en la renta nacional; segundo, porque la expectativa del crecimiento de los beneficios provocaba la subida del múltiplo mismo, que podía

3. T: Unidad de cuenta igual a un billón de dólares.

llegar a representar ochenta veces los beneficios. El valor de todas las acciones y las obligaciones del planeta, que era igual al PIB mundial en 1980, se estimaba en 100 T a mediados de 2006, es decir, el doble del PIB mundial. Además, debemos agregar que la evolución global del conjunto de los productos de títulos y derivados superaba, según ciertas estimaciones serias, los 70-100 T. En total, el patrimonio financiero e inmobiliario mundial se valoraba en más de 250 T, y estaba financiado esencialmente por la deuda. ¡Una montaña de deudas! Imprudentes. Ya estaba todo preparado para la avalancha.

Búsqueda desesperada de ahorro: titulización y derivados

El envejecimiento de la población llevaba a la búsqueda de rendimientos altos: los *seniors* (principalmente en Estados Unidos) debían acumular un ahorro-retiro cada vez más prolongado en busca de los rendimientos más interesantes.

A comienzos de 2000, los bancos hacían todo lo posible para que sus créditos inmobiliarios sedujeran a los ahorradores institucionales de todo el mundo, en especial a los *hedge funds off shore*. De esta forma, buscaban obtener una mayor financiación, es decir, la materia prima de sus actividades y la fuente de sus beneficios.

Para ello dividían sus créditos más arriesgados, en especial los *subprimes*, en función del nivel de riesgo y los reunían en paquetes: los RMBS (*residential mortgage-backed securities*), los *equity* (los más arriesgados), que algunos *traders* denominaban

loss money, los *mezzanine* (intermedios), los *senior* y los *super-senior* (AAA). Después revendían estos paquetes en el mercado como obligaciones. Estas operaciones se denominan *titulización* (posible gracias a las nuevas tecnologías, los modelos matemáticos e Internet) y alcanzaron rápidamente el éxito, por la rentabilidad prometida a los compradores de los títulos. Todos los ahorradores institucionales del mundo querían estos productos titulizados, *subprimes* y otros, para sí mismos o para sus clientes. El montante de los títulos —fueran o no inmobiliarios— superó en muy poco tiempo los 12 T, una suma equivalente a los bonos del tesoro norteamericano. Freddie Mac y Fannie Mae hicieron lo mismo: conservaron una parte de los créditos hipotecarios en sus balances y revendieron los otros en forma de RMBS. La mitad de estos *subprimes* titulizados terminaron en bancos fuera de Estados Unidos que los revendían a sus clientes no norteamericanos.

Frente al éxito obtenido, la titulización de todo tipo de deudas bajo el nombre de *asset-backed securities* comenzó a proliferar. Algunas de estas titulizaciones de crédito de particulares (CDO: *collateralized debt obligations* u obligaciones adosadas a activos), principalmente las de las tarjetas de crédito, se reproducían ilimitadamente. Algunos CDO contenían secciones que incluían RMBS de tipo *subprime*. Todas prometían rentabilidades mucho mayores que el crecimiento de la economía. Al comienzo, todas esas titulizaciones eran útiles, al menos hasta que los ahorradores se dieron cuenta de lo que estaban comprando. Y hasta que la titulización pasó a transformarse en un pretexto para proponer a los prestatarios préstamos imposibles de devolver.

También se titulizaban unos productos financieros llamados *derivados*. En este punto, puede ser útil una breve explicación técnica, aunque el lector puede saltarse este corto fragmento sin que se vea afectada la comprensión general de nuestro análisis.

Los derivados son unos instrumentos financieros que aparecieron para protegerse del riesgo de cambio de valor de un activo denominado *subyacente* (acciones, obligaciones, préstamos y tipos de interés o de cambio). Su función es muy útil para asegurar la circulación del ahorro. El valor de ese derivado «deriva» del activo del cual depende y de ahí viene su nombre. Los derivados son apuestas sobre la evolución de los activos. Según el tipo de apuesta existen cuatro grandes tipos de derivados: los *futures*, los *forwards*, las *options* y los *swaps*. Existen dos categorías principales de derivados: los derivados no adosados a los activos (un simple contrato de común acuerdo, como el CDS, que analizaremos más adelante), y los títulos derivados adosados a activos (como los CDO, que se basan en títulos de varios activos).

Estos derivados eran titulizados. Por lo tanto, había en los CDO varias clases de derivados que eran más o menos rentables en función del riesgo que había asumido el comprador. Los mecanismos de valorización de esos productos titulizados dependían de fórmulas cada vez más complejas y difíciles de comprender, incluso para los mismos directivos de los bancos que los ofrecían. Varios establecimientos financieros ofrecían a sus clientes invertir sus ahorros en títulos de este tipo. ¡Unos títulos cuya descripción requería manuales de 150 páginas que ningún ejecutivo bancario podía comprender ni controlar!

Estos diferentes productos titulizados y/o derivados que prometían rendimientos excepcionales los vendían, junto con otros productos financieros, bancos de negocios (Bear Stearns, Merrill Lynch, Citigroup, Lehman Brothers, AIG) y *hedge funds* a todas las instituciones financieras del mundo, las cuales buscaban beneficiarse de esta nueva oportunidad, al pretender que ellos mismos emitían este tipo de productos sin que nadie pudiera rastrear su origen. Si bien en los bancos y los *hedge funds* había personas que conocían el riesgo que se corría (aunque no renunciaban a obtener los beneficios), los ahorradores individuales que se encontraban al final de la cadena no tenían forma de comprenderlo. La asimetría de la información era de una enorme amplitud. Ésta es la causa profunda de la crisis.

Los valores globales del conjunto de los productos derivados, donde se mezclaban todos los productos titulizados posibles e imaginables para adaptarse a las necesidades de los ahorradores, superaban los 12 T. Debido a la aplicación de nuevas normas contables, los bancos tenían que evaluar en sus balances esos productos sin mercado a partir de un modelo matemático que fijaba un valor teórico extremadamente cambiante. Todo era virtual.

Los salarios de los directivos de estas empresas financieras y de los creadores de esos productos eran esencialmente primas ligadas a los beneficios anuales que se obtenían. A diferencia de los salarios clásicos, estaban asociados a los beneficios; pero, a diferencia de los accionistas, no estaban vinculados a las pérdidas.

El ahorro llegaba de todas partes para beneficiarse de este nuevo El Dorado: de Europa, de los países petroleros, de China.

Como era necesario protegerse del control del fisco, el ahorro se dirigía a centros *off shore* donde los bancos más reconocidos instalaban unos «vehículos» que preferían no conocer en detalle. En estos centros había más de 400 bancos, dos tercios de los 2.000 *hedge funds* y dos millones de empresas-fantasma que representaban 10 T de activos financieros y productos derivados.

Ningún banco central, ninguna autoridad de los mercados, ni tampoco el FMI, ni el BPI tenían algo para decir.

Frente a la dificultad para atraer capitales, los aseguradores crean CDS y monolines

La crisis comenzaba. Nadie la había visto venir, pero se acercaba: los ahorradores de todo el mundo desconfiaban cada vez más de productos financieros insólitos. Comenzaron a entender que los fondos de inversión minimizaban el capital que ellos invertían para lograr el máximo efecto palanca y que, si el instrumento financiero ya no era rentable, serían ellos —los prestamistas— quienes deberían pagar en última instancia. Frente a la prudencia de los ahorradores, y para no aumentar los tipos de interés, lo cual reduciría sus márgenes, los bancos y el resto de las instituciones financieras decidieron tomar préstamos no a partir de cada operación sino según sus balances, lo cual suponía repartir los riesgos. Y para que estos productos no fueran visibles en sus balances los depositaban en esos exóticos «vehículos especializados», que les permitían disimularlos frente a los entes reguladores. De 2004 a 2006, en Basilea,

los bancos centrales fijaron una regulación más prudente llamada *Basilea-II*. Se intensificaron las reglas de control interno y de transparencia, pero sólo para los bancos de los países desarrollados.

Algunas instituciones financieras propusieron a los ahorradores indecisos la garantía de sus inversiones contra los riesgos a través de los *asset-backed securities*. Así, disimuladamente, un nuevo actor ingresaba en el mercado: el asegurador. Podía tratarse de banqueros, *hedge funds managers*, *brokers* o aseguradores en sentido estricto. Eran unos aseguradores muy sofisticados que inventaban instrumentos sutiles para difuminar, diluir y ocultar los riesgos de esos productos a los ahorradores.

En primer lugar, los CDS (*credit default swap*) son un pseudoseguro contratado a título privado, de común acuerdo, sin regulación, en el que el vendedor asegura al comprador del CDS que le reembolsará las pérdidas que éste pueda sufrir a causa de la debilidad de un tercero. Todo esto a cambio de una prima fijada en función del riesgo de pérdida que percibirían en el momento ambas partes. Estos CDS permitían a los ahorradores comprar productos titulizados asegurándose de la eventual falta de solvencia de las sociedades emisoras. Aparentemente se encontraban en una situación sin riesgo. Pero los actores de esos mercados son jugadores empedernidos y, como siempre, un excelente instrumento financiero fue desviado de su uso: se transformó a los CDS en una simple «apuesta» sin que aseguraran absolutamente nada. Peor aún: los CDS también se titulizaron y transformaron en objetos de apuesta en los mercados. Circularon tanto que en la actualidad representan en los balances de sus poseedores 62 T, lo cual mide

la historia de su circulación pero no su valor final. Nadie sabe ya quién asegura a quién ni en qué, ni por cuánto... Nadie conoce el valor real de sus productos.

Al mismo tiempo llegaron otros aseguradores, los *monolines* o «elevadores de crédito» (como FGIC, MBIA, Ambac o SCA), unas instituciones financieras que, como hemos visto, habían sido creadas especialmente para asegurar a los gobiernos locales. A partir de 2004, los *monolines* diversificaron sus actividades hacia productos titulizados: con la sola aplicación de su firma aseguraban préstamos que ya no garantizaban las municipalidades (que representan a un gran número de hogares y empresas), sino que lo hacían prestamistas particulares. Pretendían asegurar así cerca de 2,4 T en títulos, aun cuando no garantizaban en lo más mínimo a los prestamistas contra los riesgos que decían cubrir, pues no poseían las reservas necesarias. ¡Pero eso no quería verlo nadie, ningún gobierno ni banco central (en especial, la Fed de Alan Greenspan) y tampoco ninguna de las calificadoras de riesgo!

Obcecación de las calificadoras

En principio, las agencias «calificadoras» deberían ser instituciones independientes, incorruptibles, que visitan a las empresas para decirles a ahorradores e inversores qué es lo que piensan sobre la organización, la solidez financiera y la transparencia. Con la calificación que otorgan, fijan los tipos de interés que las empresas evaluadas deberán aceptar para acceder a los créditos. Uno podría imaginar que esas funciones co-

rresponden a empresas públicas o a agencias internacionales o, como mínimo, a instituciones sin ánimo de lucro. Hoy en día se trata de empresas privadas y las tres principales son S&P, Moody's y Fitch. ¡A todas ellas les pagan las mismas empresas que visitan para que les den una calificación! Estas agencias hacen su trabajo lo más rigurosamente posible para mantener su reputación. Pero también deben satisfacer a sus clientes, que pueden irse a otra agencia si estiman que sus calificaciones son injustas o insuficientes.

Y esto es lo que ocurrió: al igual que los otros actores de esta historia, las agencias de calificación deseaban obtener los mayores beneficios posibles de sus clientes y no querían quedar fuera del reparto de esta riqueza que venía de la nada. Para ello, sin visitar a sus clientes, los evaluaban con indulgencia al igual que a sus productos, tanto los RMBS como los CDO y los CDS. ¿Cómo podían criticar a unos clientes que ganaban tanto? De hecho, los ingresos totales de las tres principales agencias se duplicaron entre 2002 y 2007, y pasaron de 3.000 a 6.000 millones de dólares. ¡Los beneficios de Moody's se cuadruplicaron entre 2002 y 2007! Durante cinco años seguidos, el margen de esta agencia fue el más alto de las quinientas empresas más grandes analizadas por la revista *Fortune*, unas empresas que la calificadora debía supuestamente controlar...

Explosión de la deuda globalizada

En medio de esta complicidad generalizada, las deudas explotaron: en 2007 los norteamericanos acumulaban 900.000 mi-

llones de deuda privada en sus tarjetas de crédito, el doble en comparación con la década anterior. La deuda de los hogares norteamericanos pasó del 46 % del PIB en 1979 al 98 % en diciembre de 2007. La deuda externa norteamericana superó los 7 T, es decir, el 70 % del PIB. En 2007, los servicios solamente eran de 165.000 millones de dólares, el doble en comparación con 2002. La deuda total de los norteamericanos (incluyendo todos los agentes) llegaba al 350 % del PIB en diciembre de 2007, más que en 1929. Algo similar ocurría en Gran Bretaña, donde los salarios bajaban desde hacía diez años mientras que la deuda de los hogares se incrementaba espectacularmente y pasaba en treinta años del 20 % al 80 % del PIB. Lo mismo podía constatar en Francia y en otros países, al menos en lo que respecta a la deuda pública. Sólo unos pocos países, como Canadá y Chile, redujeron su deuda. El efecto palanca producía deuda y nadie podía devolverla. La avalancha se aproximaba.

La crisis llegó. Sin embargo, eran pocos los que la veían.

Los pronosticadores de la crisis

Paulson, el entonces secretario del Tesoro norteamericano (ex presidente de Goldman Sachs, como Rubin, su predecesor en los tiempos de Clinton), debería haber estado más al tanto que nadie de lo que ocurría pero no sabía nada ni veía nada. Lo mismo pasaba con el FMI, que por entonces dirigía el español Rodrigo Rato. Todos los ministros de Economía europeos repetían que no había razones para ser pesimistas: «Hace treinta

años que nos anuncian la decadencia de Estados Unidos», decían con razón.

Sin embargo, varios expertos pensaban desde hacía tiempo que la deuda pública de Estados Unidos sería insoportable a corto plazo y predecían la caída del dólar y de la economía norteamericana. El 18 de agosto de 2004, Martin Wolf, Chief Economics commentator del *Financial Times*, explicaba que «Estados Unidos se dirigía tranquilamente hacia la ruina». El 21 de diciembre de 2004, Nouriel Roubini, profesor de Economía de la Universidad de Nueva York (que se transformaría dos años más tarde en un gurú cuyas declaraciones valdrían millones), preveía la caída del dólar en 2005 o, a más tardar, en 2006. Otros pronosticaban una desaceleración de la economía provocada por la subida de los precios de las materias primas y de los alimentos.

Muy pocos expertos advertían que la deuda privada y no la pública era la que generaría los problemas. Casi ninguno de ellos comprendía que la crisis se desataría a causa de las deudas inmobiliarias de los hogares más pobres. Sin embargo, algunos lo adivinaron. Paul Jorion, un antropólogo belga convertido en banquero en California, escribió uno de los primeros libros que anunciaban la crisis. Según recuerda: «En 2003, junto a algunos colegas que trabajaban en Wells Fargo (un banco de negocios de San Francisco), comenzamos a discutir sobre la crisis que se anunciaba».

En septiembre de 2004, el primero que hizo pública la posibilidad de una crisis fue Andy Xie, Chief Economist de Morgan Stanley Asia, cuando explicó en el Morgan Stanley Global Economic Forum que se avecinaba un período de superpro-

ducción que hubiese desencadenado una deflación si la Fed no hubiese creado artificialmente moneda al dejar que se formara una burbuja inmobiliaria. Pero de esta manera, la Fed sólo conseguía retrasar un ajuste inevitable que terminaría siendo más severo. Para Xie, la lucha contra la deflación que se avecinaba con burbujas inmobiliarias terminaría desembocando más tarde en una deflación aún más profunda.

El 10 de septiembre de 2005, Raghuram Rajan, director de investigaciones de la Graduate School of Business de la Universidad de Chicago, escribió que la creación de un gran número de intermediarios aumentaba la capacidad del sistema financiero para asumir riesgos, pero generaba fuertes amenazas para los grandes equilibrios globales.

El 7 de septiembre de 2006, durante una reunión del FMI y después de haber hablado sobre los riesgos relacionados con la subida del petróleo y de los tipos de interés, Nouriel Roubini explicó que «en los próximos meses y años, Estados Unidos puede atravesar una gran recesión», a causa de la locura de los propietarios, que utilizaban sus casas como si fueran expendedores de dinero (al endeudarse en función de su valor), y de la avaricia de las instituciones financieras, las cuales podían paralizar el sistema financiero al titulizar los créditos hipotecarios. Anunció también la quiebra futura de los *hedge funds*, de los bancos de inversión y de otras instituciones financieras importantes como Fannie Mae y Freddie Mac. Ese discurso lo convertiría muy pronto en el gurú cuya palabra serviría de referencia a los mercados.

El 11 de septiembre de 2006, en París, Nassim Nicholas Taleb, un *ex trader* que publicaría más tarde en Nueva York un

libro de gran éxito sobre las teorías de la crisis (*El cisne negro*), desató un escándalo al tratar de charlatán a Harry Markowitz, el padre de la teoría matemática que fundó la gestión de carteras. En su libro escribía que «Fannie Mae parece estar sentada en un polvorín» Los pocos inversores que lo escucharon hicieron fortunas especulando con la caída de los bienes inmobiliarios. De esta manera, el fondo Paulson and Co. obtuvo 3.700 millones de beneficios en 2007 gracias a la especulación sobre el desencadenamiento de la crisis.

¿Por qué no los escucharon?

Aquellos que tenían los medios para enderezar el rumbo podrían ganar un poco más si se mantenía la situación tal como estaba: los políticos, porque el crecimiento económico satisfacía a sus electores; los deudores, porque les permitía acceder a una vivienda que era inalcanzable en otras circunstancias; los banqueros, los calificadores y los intermediarios, porque obtenían unas excelentes comisiones que no podían compararse con la riqueza creada. Lo único que se perdía era el futuro. Normal, ya que no podía hacerse escuchar.

Para evitar que se expandieran los pocos discursos inquietantes, surgió una teoría, un pensamiento, un dogma: la *positive attitude*. Consistía en autoconvencerse de la facilidad de obtener objetivos si realmente se desean y se buscan con fuerza y concentración. En la economía, en la pintura, en el deporte, se difundía la certeza de que lo mejor llegaría si se confiaba en ello de verdad. En un país en el que durante dos siglos todo

había sido posible, este poder de las palabras sobre la realidad se transformó en una ideología.

Estados Unidos, un país protestante que había nacido con el calvinismo, basándose en el ahorro y en el trabajo, cultivó la idea de que Dios lo había elegido y le garantizaba la victoria. Esta teoría de la gracia suficiente alimentaba la *positive attitude*.

Todo el mundo comenzaba a pensar que para obtener un buen empleo era necesario ser optimista. Y lo más importante, aquel que anunciara posibles desastres no podía ser un buen dirigente. Con la misma lógica, el simple hecho de creer que podía asumirse un crédito inmobiliario con un tipo de interés variable permitía convencerse de que se tenían los medios para afrontarlo. En las secciones de economía de las librerías norteamericanas y, luego, de las europeas, la mayoría de los textos estaban dedicados a las maravillas del «pensamiento positivo». Además, se ponía el acento en advertir a los dirigentes los peligros del realismo, que se confundía con el pesimismo. Varias empresas norteamericanas elaboraron, con la ayuda de gurús especializados, procedimientos que institucionalizaban el optimismo, promoviendo discursos y acontecimientos festivos en las empresas, viajes exóticos y cruceros de ensueño para los ejecutivos. Los menos optimistas debían asistir a sesiones de *coaching* para su reeducación. Este tipo de gurús publicaban con orgullo la lista de sus clientes más optimistas, entre los cuales figuraban los dirigentes de... ¡Lehman Brothers y Merrill Lynch!

Dado que en esos tiempos todo funcionaba bien en la economía, especialmente en California, y como los avances

tecnológicos norteamericanos en Internet continuaban transformando el mundo, nadie veía que una parte fundamental de los talentos y de los capitales se desviaba hacia el sistema financiero a expensas de la industria y de la investigación.

Era muy difícil abandonar la mesa del festín.

Todo ocurría como en un baile en el que los asistentes quieren ver únicamente la orquesta y estar cerca del bufé, sin darse cuenta de que, frente a alguna emergencia, hay una sola salida. Nadie piensa que en el baile puede haber algún problema. Pero aquellos que comprenden que la posibilidad existe, dado que el salón se encuentra lleno, siguen bailando pero lo hacen cerca de la salida.

Si queremos utilizar otra imagen, todo sucede como en un asalto, cuando unos ladrones dudan sobre si deben salir de la caja fuerte al enterarse de que la policía está llegando al lugar, pues están convencidos de que nada malo podrá ocurrirles.

La transformación del mercado de los *subprimes*. La economía del pánico

Sin embargo, la crisis llegó: a partir del primer trimestre de 2005, cayó la construcción de viviendas en Estados Unidos; en el tercer trimestre bajó el ritmo de ventas, y en el cuarto trimestre se desaceleró la subida de los precios de venta. El valor de las viviendas comenzó a descender. Se empezaba a designar a los productos titulizados como *tóxicos*, al percibirse que el valor residual adeudado al banco por los prestatarios era superior al de su reventa en el mercado. Durante el primer tri-

mestre de 2006 aumentaron los impagos de quienes se habían endeudado con *subprimes*; en agosto de 2006, quebraba la primera entidad de crédito hipotecario que los comercializaba. Pero estos préstamos continuaron: en 2006, uno de cada cuatro nuevos préstamos inmobiliarios era de tipo *subprime*.

Sin embargo, los impagos no se reducían a los créditos *subprimes*: en 2006, la agencia de prensa económica Bloomberg evaluaba en un 16 % el número de créditos *Alt-A* (para la vivienda de mejor calidad), cuyo pago estaba retrasado más de dos meses, mientras que el 14 % de los norteamericanos afirmaban tener problemas para pagar a término sus deudas.

La sociedad norteamericana estaba extremadamente endeudada. Había muchos deudores que ya no podían pagar lo que debían... Como de costumbre, fue el momento en que los Gobiernos dijeron que todo iba de maravilla. Pero los ciudadanos más lúcidos dedujeron que la catástrofe se aproximaba, y fue entonces cuando decidieron rematar sus activos para mantenerse «líquidos».

En ese momento, el engranaje se puso en marcha: como en todas las crisis, el miedo se transformó en pánico y provocó una avalancha en la que varios murieron tratando de «salir». El pánico es muy diferente del miedo, ya que abre la puerta a transformaciones totalmente imprevisibles. A su vez, suele ser manipulado por quienes necesitan convencer a la gente de que el mundo se derrumbará si ellos pierden sus primas indexadas según los beneficios y las cotizaciones de la Bolsa.

De ahora en adelante, para comprender los acontecimientos que llevaron a la situación actual, deberemos narrar los acontecimientos sucedidos día a día hasta la asunción de la pre-

sidencia de Estados Unidos por parte de Obama, resaltando aquellos que mantienen una relación directa con la crisis.

Cronología

En febrero de 2007, cuando todo el mundo se preocupaba por los efectos del fuerte crecimiento económico sobre los aumentos de los precios de los alimentos y del petróleo, unas nuevas reglas contables impusieron que los activos se valorasen en relación con las cotizaciones del mercado. Los bancos vieron que no se habían deshecho de los activos titulizados y que, por razones jurídicas, éstos podían volver a incorporarse a sus balances. Como según los acuerdos de Basilea estaban obligados a que sus préstamos dependieran de sus propios fondos, una valorización a la baja de esos fondos podía llevarlos a la quiebra. La trampa que habían tendido a los bancos los acuerdos de Basilea y los del IFRS (dos instituciones informales) se volvía más clara.

En junio de 2007, el banco de inversión Bear Stearns anunció la quiebra de dos *hedge funds* que habían invertido en los *subprimes*. En julio, después de que dos millones de norteamericanos vendieran sus casas por la incapacidad para pagar sus créditos, Wynne Godley, del Levy Institute, explicaba que «la deuda de los hogares norteamericanos es impagable». Bill White, el economista del BPI de Basilea, estaba preocupado aunque no realizaba declaraciones importantes en público. En agosto, la caída del sector inmobiliario en Estados Unidos repercutió en la intensificación de los *defaults* de los deudores de

créditos *subprimes*. Sus bienes fueron embargados y revendidos, lo cual aceleró la caída de los precios de los activos y de los productos titulizados asociados a ellos.

En ese momento, y por accidente, se tomó conciencia de que la crisis financiera no era sólo norteamericana y que los *subprimes* habían sido titulizados en todo el mundo y ya no podían ser «transferibles». Según Paul Jorion, el 10 de agosto, «un banco francés, el BNP Paribas, hizo sonar la alarma». Se empezaba a entender que el fenómeno no afectaba exclusivamente a algunos deudores norteamericanos pobres. Se vio claramente que incluso algunos bancos europeos eran más frágiles que los norteamericanos, ya que sus fondos propios eran más débiles: mientras que en Estados Unidos los bancos prestaban 96 centavos por cada dólar depositado, ¡los bancos europeos prestaban 1,4 euros por cada euro depositado! Y aun cuando lo hacían tomando menos riesgos, algunos bancos que se consideraban sólidos se mostraban afectados al no disponer de los fondos propios que necesitaban. El 13 de septiembre de 2007, el Northern Rock, el quinto banco de Gran Bretaña, pidió auxilio al Banco de Inglaterra. Se trataba de un banco joven fundado en 1965 y que había ingresado en el London Stock Exchange en 1997, provincial (de Newcastle) y especializado en créditos inmobiliarios a tipos bajos con unos riesgos relativamente altos (comparables con los de los créditos *Alt-A* norteamericanos, es decir, un poco menos arriesgados que los *subprimes*). Como precisaba una refinanciación constante y le era cada vez más difícil obtenerla, el Northern Rock solicitó, muy tarde, al Banco de Inglaterra que caucionara sus préstamos. Esto no evitó que sus acciones cayeran un 72 % en la Bolsa ni que

se formaran colas delante de las agencias, lo que agravó su crisis de liquidez.

El 13 de septiembre, en Nueva York, el cada vez más escuchado Nouriel Roubini decía que «mientras que la casa de cada uno sea un distribuidor de billetes, el consumo privado seguirá creciendo sin un fundamento real». El 14 de septiembre, el Banco de Inglaterra otorgó un préstamo urgente al Northern Rock para evitar su quiebra.

El director del Banco de Inglaterra dudaba: ¿debía ayudar a los bancos? El nuevo presidente de la Fed, Ben Bernanke, cuya tesis trataba sobre la crisis de 1929, estaba convencido de que el papel de un banco central era, en primer lugar, servir a sus ciudadanos, además de estar persuadido de que, para los norteamericanos, lo principal era que continuase el crecimiento. Estaba decidido a impedir que la recesión se instalara, pero ¿hasta cuándo? Dudó seguramente sobre la posibilidad de abrir las puertas a la emisión monetaria. Por su lado, el presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, que supuestamente debía convertir el euro en una moneda de reserva internacionalmente reconocida, no retrocedió: en contra de la opinión de sus horrorizados colegas, aceptó aumentar los volúmenes de títulos depositados en el BCE a cambio de emisiones monetarias en favor de bancos que comenzaban a tener dificultades. Gracias a esta medida salvó el sistema financiero mundial y, convencida de que era la medida correcta, la Fed hizo lo mismo.

El 1 de octubre, UBS y Citigroup anunciaron fuertes depreciaciones de activos ligadas a los *subprimes* y a productos derivados. Muchos otros bancos norteamericanos y europeos hi-

cieron lo mismo los días siguientes. Los bancos centrales los ayudaron a superar el escollo. El 8 de octubre, George Magnus, el economista del UBS, escribió en el *Financial Times* que «la liquidez de los bancos está amenazada. El proceso de reducción de la deuda acaba de comenzar».

En 2007, el ex presidente de la Fed, Alan Greenspan, que todavía no se arrepentía de las decisiones que había tomado, convencido de que la caída de los tipos de interés había sido necesaria, afirmó que la burbuja que se había formado era «la manifestación más reciente de la disposición humana a la euforia» y citó el ejemplo de «la tulipánmanía en la Holanda del siglo XVII».

En enero de 2008, numerosos bancos norteamericanos, como Freddie Mac y Fannie Mae, mantenían la solvencia gracias a los préstamos de la Fed y a los fondos soberanos de los Emiratos Árabes, de Singapur, de China... El 22 de enero, la Fed bajó su tipo rector tres cuartos de punto hasta un 3,50 %, una medida de alcance excepcional. A fin de mes las bolsas mejoraron. Sin embargo, Paul Jorion anunció que había problemas con el Crédit Agricole, las Caisses d'Épargne, Natixis... ¡Roubini seguía diciendo que todavía no habíamos visto nada!

Y a decir verdad, esa afirmación era cierta: el 7 de febrero, en Londres, el Northern Rock fue nacionalizado. El 4 de marzo, en Wall Street, el banco de inversión Bear Stearns amenazó con quebrar, al abandonar 13,4 T de dólares en transacciones de productos derivados, es decir, mucho más que lo que había llevado a la quiebra el Long Term Capital Management (LTCM) en 1998. Se trataba de una cifra escalofriante: ¡13,4 T era superior al PIB del país!

El 11 de marzo, por primera vez desde 1929, la Fed admitió refinanciaciones para los bancos de inversión, entre ellos el Bear Stearns, a los que sólo tenían derecho hasta entonces los bancos de depósitos. Una decisión increíble: la Fed, que no controlaba estas instituciones dado que estaban bajo la tutela de la SEC, decidía apoyarlas ¡sin conocer sus balances! El 14 de marzo, J. P. Morgan y la Fed otorgaron un préstamo a Bear Stearns para salvarlo de la quiebra. El 16 de marzo, el banco J. P. Morgan Chase compró el Bear Stearns a 2 dólares por acción (contra los 93 dólares que costaban en febrero), gracias a un préstamo del tesoro de 29.000 millones. ¡El mercado aplaudió esta entrada de los contribuyentes en la financiación de sus errores! Al día siguiente, el analista del Deutsche Bank Jim Reid escribió: «Estados Unidos va rumbo a la ruina. Cuanto más largo sea el proceso, más grave será el impacto en el dólar y en el nivel de vida».

El 24 de marzo, tras una amenaza de juicio, J. P. Morgan elevó su oferta por el Bear Stearns a 10 dólares por acción, aproximadamente 1.200 millones de dólares en total. ¿De dónde sacaría el dinero? En abril, Nouriel Roubini, cuyas palabras determinaban a estas alturas el comportamiento de los inversores, escribió: «Estimo que corremos el riesgo de caer en una severa crisis de liquidez que conducirá a un desplome del sistema financiero de un tamaño nunca visto. El Gobierno federal debe intervenir». El FMI evaluaba las pérdidas financieras globales en 945.000 millones de dólares y desataba las críticas de los sectores que lo acusaban de pesimista. Sin embargo, todavía no habíamos visto nada.

En mayo, la Fed aportó 150.000 millones de garantía a los organismos de crédito, y 100.000 millones a los bancos de de-

pósito. En ese mismo momento, el Gobierno tomó un préstamo de 165.000 millones de dólares para bajar los impuestos a los consumidores.

Luego llegó lo peor: el 30 de junio de 2008, la compañía de seguros más grande del mundo, AIG, anunció que su división financiera (que actuaba como un banco de inversión y como contrapartida en un gran número de *swaps* y de *hedge*, para asegurar los títulos que utilizaba a fin de constituir sus provisiones) había emitido CDS adosados a CDO por un montante de 441.000 millones de dólares. Pero esos CDO, aunque estaban calificados como AAA, estaban basados esencialmente en RMBS, entre los cuales había *subprimes* por un montante de 60.000 millones de dólares. En otras palabras, AIG confesaba haber contabilizado en sus reservas técnicas títulos sumamente especulativos, titulizaciones de *subprimes*, cuyo valor estaba garantizado con mecanismos aún más especulativos. ¡Una verdadera bomba de relojería!

Sin embargo, una semana más tarde, en la cumbre del G8 organizada en Japón se hablaba casi exclusivamente del calentamiento del planeta, de la crisis alimentaria y de la posibilidad de ampliar el grupo hasta un G13...

El 15 de julio, la recesión se anunciaba a través de una caída de 17 dólares del barril de petróleo. Durante ese período, la titulización de *subprimes* seguía dando que hablar: en julio, los dos organismos públicos de crédito inmobiliario, Freddie Mac y Fannie Mae, amenazaron con negarse a devolver su deuda, que se estimaba entonces en 1,5 T. El secretario del Tesoro norteamericano, Paulson, anunció con dolor en el alma su intención de otorgar una ayuda presupuestaria a Fannie Mae

y Freddie Mac, teniendo en cuenta que innumerables instituciones financieras —en especial asiáticas— habían invertido en títulos de esas dos firmas, que se suponían infalibles. Sus convicciones y su sistema de pensamiento se oponían a lo que estaba obligado a decir y hacer.

En agosto bajaron los préstamos al consumo, en especial los créditos para comprar automóviles. El BCE, al igual que el Banco Federal norteamericano, aceptaba ahora sin análisis previo toda clase de títulos para apoyar a los bancos.

El 6 de septiembre, el banco Lehman solicitó una ampliación de capital de 200.000 millones: confesó que tenía 613.000 millones de deuda y poseía entre sus activos, como mínimo, 85.000 millones de títulos «tóxicos», entre los cuales 57.000 millones eran derivados de los *subprimes*. Como ya no obtenía beneficios de esos títulos, afrontaba unas pérdidas considerables: 18.000 millones de dólares en los últimos tres trimestres.

El Departamento del Tesoro no quería seguir pagando ni por Lehman, ni por AIG, ni por Morgan Stanley (que también estaba muy mal), ni por nadie más. Paulson pensaba que era el momento de demostrar que el presupuesto federal no cubriría todas las torpezas de Wall Street. Pero todos eran conscientes del peligro que podía representar la quiebra de Lehman: hubieran tenido que liquidar sus activos, entre ellos los CDO y CDS, lo que hubiera fijado un valor muy bajo y hubiera obligado a todo el resto de instituciones financieras a valorar de inmediato sus propios activos al mismo nivel, ya que debían respetar las nuevas normas IFRS. Esto hubiera reducido su cotización en bolsa y su capacidad de préstamo, ya que debían aplicar los acuerdos de Basilea. Frente a esta amenaza, la Fed

y el tesoro se convencieron de que los bancos se harían cargo de Lehman. Una partida de póker se iniciaba entonces entre Wall Street y Washington.

Para colmo, al día siguiente, el 7 de septiembre, el tesoro se veía obligado a poner bajo su tutela a Fannie Mae y Freddie Mac.

Paulson pensó que había ganado: durante el fin de semana del viernes 12 al domingo 14 de septiembre, los bancos de Wall Street discutieron un plan que preveía confinar las deudas «malas» de Lehman en un «mal» banco, financiado por un fondo de 70.000 millones puesto a disposición por los otros bancos, y ubicar el resto en un «buen» banco, que comprarían Barclays y Bank of America. Todos creían haber encontrado la solución. El viernes por la mañana, el editorialista del *Financial Times* escribió: «Es tiempo de que las autoridades se retiren [...]. Lo que se ha hecho hasta ahora debería ser suficiente».

Finalmente, el lunes por la mañana, los bancos de Wall Street rechazaron el plan, cuya puesta en práctica era muy complicada, ya que estaban convencidos de que Paulson pagaría: ¿qué era un «mal» banco? El secretario no cedió y rechazó toda posible intervención. El mismo día, 15 de septiembre, Lehman fue puesto bajo la protección del capítulo 11 de la Ley de quiebras. Era la peor decisión que se podía tomar, pues en pocos días el sistema financiero quedaría al borde del abismo.

El pánico se desató en el mercado de financiación a corto plazo. Los bancos, que no sabían exactamente lo que Lehman les debía y no les devolvería, dejaron de prestar. El mercado monetario se estancó y el mercado interbancario desapareció. El Li-

bor, el principal tipo de interés en ese mercado, dio un brinco de varios cientos de puntos base (1 punto base = 0,01 %).

Además, ese mismo día, 15 de septiembre, la quiebra de Lehman obligó al primer asegurador mundial, AIG —que ya se encontraba en serias dificultades— a ejercer su papel como asegurador. Esto hizo que las pérdidas acumuladas ascendieran a 30.000 millones de dólares, a las que había que agregar 600 millones ligados a la completa devaluación de las acciones Fannie-Freddie tras su nacionalización. Esa semana se detuvo por completo la financiación de las empresas a largo plazo.

Las agencias de evaluación, obnubiladas por la necesidad de que se olvidasen los errores del pasado, le exigieron inmediatamente a AIG unas provisiones, llamadas *de margen*, por 13.000 millones, con el objetivo de compensar el deterioro de su rol como asegurador. AIG no tenía ninguna liquidez, y los títulos perdían así un 95 % de su valor (1,25 dólares la acción).

Al día siguiente, 16 de septiembre, como si hubiera entendido que no podía repetirse el error cometido con Lehman, Paulson, que no tenía buenos expertos alrededor, excluyendo los de Goldman Sachs, imaginó que era posible pedirles a Goldman Sachs y J. P. Morgan que asumieran la dirección de un consorcio para organizar un crédito de 75.000 millones para la aseguradora AIG. Fue en vano. Las opciones eran entonces una nueva quiebra o la nacionalización. Paulson no podía dejar que AIG corriera la misma suerte que Lehman. Por primera vez, la Fed prestaba a un no-banco: 85.000 millones de dólares garantizados por todos los activos de AIG, con un tipo con penalizaciones para incitar un rápido reembolso. Esto representaba un enorme cambio: una vez que el crédito se ex-

tinguiera, el Estado federal quedaría como accionista del 79,9 % de la empresa. La primera compañía aseguradora del mundo, el orgullo de Norteamérica, era así nacionalizada ante la estupefacción general. Paulson logró obtener el derecho de cambiar a los directivos y lo hizo, ¡Aunque también tuvo que ayudar al día siguiente a Goldman Sachs y Morgan Stanley, que estaban a punto de ser compradas por japoneses o ingleses!

Durante esos mismos días, la gestión de la crisis era muy diferente en Londres, donde la situación era igualmente grave. Se hizo volver a la tesorería a todos los expertos de la City. Todos se pusieron a trabajar en un plan cuyo objetivo era únicamente salvar la City y sus extraordinarios beneficios financieros. Y el plan tuvo en cuenta los errores norteamericanos: no se dejó que los bancos se acercaran a la quiebra, como ya se había hecho una vez con el Northern Rock. Tampoco se confinaron las malas deudas, como se había imaginado con Lehman. De ninguna manera el Estado otorgaría recursos financieros sin verificar que éstos se utilizarían exclusivamente para financiar empresas. De ninguna manera tomarían participaciones en las empresas sin ocupar lugares importantes en los consejos de administración de las mismas.

El 25 de septiembre, el ministro de Economía alemán, Peer Steinbrück, declaró triunfalmente que era el fin de Estados Unidos como hiperpotencia. Diez días más tarde, tuvo que improvisar un programa para salvar de la quiebra al Hypo Real Estate...

El mes de septiembre transformó todo: Lehman quebró, Bear Stearns y Merrill Lynch fueron rescatados en plena catástrofe, Goldman Sachs y Morgan Stanley fueron reflatados

in extremis y AIG fue nacionalizada. Y todos creyeron nuevamente que la crisis había terminado: el Gobierno norteamericano lo financió todo y volvió a incrementar su deuda; una deuda que las agencias de calificación consideraban todavía digna de la nota AAA que se atribuye a los deudores más seguros. Nadie advirtió que en el mercado de los CDS, es decir, el de los seguros contra el no reembolso de un préstamo, la probabilidad de *default* de Estados Unidos, si bien continuaba siendo baja, se había multiplicado por dos en seis meses: los CDS, una vez más, demostraban que la crisis acababa de comenzar.