

Rescatando amigos: lecciones del rescate bancario mexicano para Estados Unidos

Wesley C. Marshall*

El 14 de julio de 2008, el inversionista Jim Rogers, co-fundador del Quantum fund con George Soros, proclamó que el presidente de la Reserva Federal (Fed), Ben Bernanke, y el secretario de la Tesorería, Hank Paulson, “están arruinando lo que ha sido una de las grandes economías del mundo.” Están “rescatando a sus amigos de Wall Street, pero hay 300 mil millones de estadounidenses que van a tener que pagar eso” (Bloomberg, 2008a). Este artículo defenderá la posición tomada por Rogers. Específicamente, se argumentará que el mismo sesgo hacia la maximización de las ganancias de los mayores bancos estadounidenses mantenido por las autoridades financieras antes del estallido de la crisis en 2007 sigue vigente durante la fase actual de administración de la crisis. Si bien, en años pasados la posición libremercadista del gobierno permitía y adelantaba la manía especulativa y el fraude que suelen acompañar a momentos de euforia financiera, de 2007 en adelante las autoridades han intervenido en los mercados financieros de manera amplia y continúa. Sin embargo, aunque esta protección incondicional, y ausente de toda ideología económica, ha permitido evitar el agudo y profundo colapso financiero que sí ha amenazado los mercados financieros, el rescate total de los principales bancos de Wall Street por parte del Estado está creando un desenlace menos dramático y repentino, pero igualmente dañino para el sistema financiero estadounidense. Como enseñó la experiencia del rescate bancario en México desde hace una década, cuando los mismos banqueros que provocaron la crisis financiera tienen permitido expandir sus operaciones, y cuando no tienen que compartir las pérdidas financieras que implica la crisis financiera, la efectividad de un rescate bancario tiende a ser mínima, mientras los costos fiscales suelen dispararse.

El artículo se dividirá en varias secciones. Primero, se expone las características principales de la crisis bancaria clásica, destacando los rasgos comunes en su desarrollo y en los intentos de resolverla. Luego, se examina cómo la captura regulatoria de las autoridades financieras de Estados Unidos (EU) ha permitido y contribuido a la creación de la crisis actual, y como también

* Posdoctorante en la Facultad de Economía de la UNAM y agradece el generoso apoyo de la Dirección General de Asuntos del Personal Académico (DGAPA).

está determinando un rescate bancario desequilibrado que atiende a los intereses de corto plazo de los mayores bancos del país a costa del saneamiento del sistema y la viabilidad de las finanzas públicas en el largo plazo. Además de detallar las manifestaciones específicas de estas tendencias generales, se hace una comparación con el rescate bancario mexicano, una experiencia condicionada por muchas de las mismas circunstancias actualmente vigentes en EU, y con resultados desastrosos.

La crisis bancaria clásica

Como enseñan cientos de años de historia y varias perspectivas dentro de la teoría económica, los mercados financieros desregulados tienden a la autodestrucción, comúnmente a través de la crisis bancaria clásica, como ha descrito Charles Kindleberger. Si una economía experimenta períodos relativamente largos de alzas en los precios de activos financieros, un número creciente de actores ve el incentivo de apostar, o aumentar las apuestas ya existentes, sobre activos financieros que aparentemente no perderán su valor. De esta forma se desatan dos condiciones básicas del desarrollo de la crisis bancaria clásica: la manía especulativa y la expansión monetaria. Con un grande y creciente número de actores entrando en la compra de activos financieros, la banca provee el dinero reclamado por sus clientes y también realiza sus propias apuestas. Pero en momentos de alzas financieras, la banca y otros actores no solamente utilizan sus propios recursos para abastecer la mayor demanda de dinero, sino también suelen pedir prestado cantidades mayores de dinero para seguir financiando y aumentando sus diversas apuestas. Si bien tal apalancamiento de posiciones financieras involucra un número creciente de actores económicos, las condiciones de la manía especulativa también aseguran que todos los bancos tienen que entrar en juego. En momentos de importantes ganancias financieras, si un banco se muestra reticente a realizar apuestas similares a sus pares, enfrenta presiones de sus inversionistas para emplear estrategias más agresivas. Al no expandir sus negocios, el banco corre el riesgo de ser comprado por otros bancos que han tomado mayores riesgos y que han obtenido mayores ganancias, así aumentando su fuerza relativa a sus competidores más cautelosos.

Pero además de fomentar la actividad especulativa entre múltiples actores económicos y de también ser un participante principal en ésta durante momentos de euforia financiera, la banca también suele ser uno de los mayores autores del fraude financiero. Durante momentos de rápida expansión, la

supervisión y regulación bancaria tienden a ser rebasadas o plenamente subordinadas ante el dinamismo de los mercados financieros. Aprovechando la codicia, inexperiencia e ingeniosidad de números crecientes de nuevos entrantes al mundo financiero, y operando con poca restricción gubernamental, los bancos tienden a defraudar a una porción apreciable de su clientela.

Debido a las presiones del mercado ya descritas, la banca privada entra en masa a la euforia financiera y a las prácticas altamente rentables de especulación, expansión monetaria y fraude. Sin embargo, el creciente número de relaciones entre actores financieros y las mayores cantidades de dinero en juego aumentan significativamente la fragilidad financiera en momentos de expansión, y cuando la euforia invariablemente acaba, la emoción prevaleciente entre actores financieros se suele transformar rápidamente la codicia en miedo. Acompaña a este cambio la pérdida de la confianza en la banca. Mientras muchos actores empiezan a dudar de la seguridad de sus préstamos y depósitos bancarios, los bancos en sí, particularmente si sus propios balances se ven insostenibles, empiezan a desconfiar en sus pares. Cuando un banco cree que el otro es igualmente inviable, se reducen y encarecen los préstamos a otros bancos. Pero debido al hecho de que la prestación interbancaria representa la gran mayoría de la deuda que lubrica las prácticas de especulación apalancada, cuando un número suficiente de bancos adoptan esta posición, se dificulta el mantenimiento de posiciones financieras. Con reducidas fuentes de financiamiento, los tenedores de activos se ven obligados a venderlos para hacer frente a los vencimientos de deuda, y se inicia una deflación generalizada de activos. La dinámica de la simultánea alza en los costos de fondeo y la baja en el precio de los activos vuelve insostenible un número creciente de actores. Y debido al altamente interconectado (frágil) sistema financiero, el bienestar de todo actor está estrechamente vinculado con el bienestar de una multitud de otros actores. De tal forma, cuando un número suficiente de actores falla, una aguda crisis sistémica, que afecta a toda la economía, solamente puede ser evitada con una masiva y oportuna injerencia del Estado.

El difícil rescate de la crisis bancaria clásica

Pero si bien el desarrollo de este tipo de crisis, empujado desde la banca, es un acontecimiento histórica y teóricamente reproducible, también lo son las fracasadas políticas de resolución de este tipo de crisis. Como se analiza posteriormente, cuando los bancos asumieron posiciones riesgosas en momen-

tos anteriores a la crisis, es imperativo que realicen pérdidas correspondientes durante la resolución de la crisis y que sus actividades sean limitadas y estrictamente vigiladas durante estos momentos. Al no ser así, se establecen los incentivos económicos para que los mismos bancos cuyas actividades imprudentes provocaron la crisis, emprendan actividades y estrategias dirigidas a conservar sus ganancias anteriores y mantener el control de sus bancos, normalmente mediante el fraude o la actividad especulativa altamente riesgosa. Como será examinado, durante el rescate bancario, si tales actividades están permitidas, una resolución exitosa de la crisis financiera se vuelve sumamente complicada.

Sin embargo, la instrumentación de políticas de esta naturaleza es una tarea difícil. Por un lado, como potentes actores políticos, los banqueros suelen resistir medidas que restringen sus libertades económicas. Por el otro lado, la mayor preocupación de las autoridades, aun por encima de restringir la actividad de los bancos problemáticos, tiene que ser asegurar la integridad del sistema de pagos, cuyo funcionamiento es indispensable para la economía moderna. De tal forma, las autoridades financieras se encuentran en una situación difícil. Si las pérdidas financieras de los bancos o el castigo impuestos a ellos por el gobierno son lo suficiente grave para que sus acreedores pierdan la confianza en ellos, se abre la posibilidad de un colapso del sistema financiero. Pero si el castigo regulatorio y financiero es demasiado ligero, se dificulta enormemente la resolución de la crisis. Así, para que una crisis de este tipo sea resuelta de forma razonablemente exitosa, las autoridades tienen que caminar sobre el filo de la navaja y no caer en excesos de protección o castigo a los bancos.

Debido a las complicaciones que surgen al intentar resolver la crisis bancaria clásica, y a la amplia y profunda destrucción económica que ésta produce, la tarea más apremiante de las autoridades debe ser evitarla. En los EU, como respuesta a los excesos del sistema financiero que provocaron la Gran Depresión durante los años treinta, se promulgaron varias leyes que dieron un marco de regulación y supervisión capaz de estabilizar el sistema financiero. Entre ellas se figuraba prominentemente la ley Glass Steagall, que separaba a la banca comercial de la banca de inversión. Bajo sus normativas, la banca comercial no podía involucrarse en la especulación, pero a cambio de tal limitación, sus depósitos (hasta cierto límite) fueron garantizados por el Estado y el Estado podía actuar como prestamista de última instancia en casos de iliquidez bancaria. Por su parte, la banca de inversión fue exenta de regulaciones que prohibían la especulación, pero no contaba con ninguna

garantía estatal. Durante los años de vigencia de la ley, entre 1934 y 1999, no hubo ninguna crisis bancaria sistémica en EU. Sin embargo, aunque la Glass Steagall producía estabilidad de largo plazo, limitaba las ganancias financieras de corto plazo. Durante los años ochenta y principalmente los noventa, Wall Street presionaba constantemente por una regulación menos estricta, y lograba una desregulación paulatina hasta la revocación total de la Glass Steagall en 1999.

Captura Regulatoria

Desde los años ochenta, EU ha atestiguado el mayor auge de finanzas especulativas en la historia, la cual ganó mayores fuerzas a partir del principio del nuevo siglo con la consolidación del sistema bancario paralelo, en el cual las finanzas estructuradas servían como el negocio más rentable para la banca universal y la banca de inversión operando en Wall Street. A diferencia de la actividad bancaria tradicional, en la cual la banca hace préstamos y los retiene en su cartera hasta su maduración, el sistema bancario paralelo funciona bajo la modalidad de originar y distribuir; en ésta los préstamos están divididos y reorganizados para ser vendidos como productos de finanzas estructuradas por la banca a otros actores del sistema financiero.

Aunque este modelo de negocios permitía enormes ganancias especulativas por años, sus fundamentos fueron poco sólidos. Productos como los vehículos estructurados de inversión, (SIV, por sus siglas en inglés), los títulos respaldados por hipotecas residenciales (RMBS, por sus siglas en inglés) y obligaciones de deuda colateralizadas (CDOs, por sus siglas en inglés) están respaldados por activos subyacentes con posibilidades relativamente altas de cese de pago. Sin embargo, al pagar una cuota suficiente a las agencias calificadores de riesgo, se podía obtener altas calificaciones de riesgo. Así, productos financieros que llevaban riesgos crediticios significantes fueron vendidos a una multitud de actores como si fueran bajo riesgo. Debido al amplio y creciente empleo de los derivados y los vehículos financieros fuera del balance, no se puede saber con certeza el paradero de gran parte de tales activos. Cuando los mayores bancos distribuían estos productos, muchos no veían ningún riesgo, y efectivamente, una característica común de muchos momentos de euforia financiera es que muchos actores creen que están frente a una nueva dinámica económica que permite alzas continuas en los precios de los activos financieros sin riesgos significantes de inestabilidad financiera. En el sistema bancario paralelo, se argumentaba que los riesgos

estaban tan dispersados por el sistema financiero mundial que los bancos que originaban los productos financieros no estaban expuestos a riesgos de incumplimiento de pago.

Sin embargo, una vez que los activos subyacentes empezaban a entrar en cese de pago, con los préstamos *subprime* siendo el ejemplo más claro, las agencias calificadoras perdieron toda credibilidad, y debido al hecho de que todos los bancos sabían que tenían cantidades significativas de activos de bajo y creciente valor, empezaban a dudar de la viabilidad de sus pares. Sin confianza entre bancos, los préstamos interbancarios se han vuelto caros y volátiles. Pero aun antes de que estas señales de inestabilidad empezaran a manifestarse, había claras señales del desarrollo de una crisis bancaria clásica. Sin embargo, el característico fraude, la expansión monetaria y la especulación maniática, no solamente fueron ignorados por el gobierno, sino que también fueron alentados.

Al estallar la burbuja del punto com a principios de la década 2000, la Fed y otras entidades gubernamentales explícitamente adoptaron una estrategia de guiar el capital especulativo hacia el sector de bienes raíces, mediante incentivos fiscales e impositivos, y la innovación financiera que permitía extender crédito hipotecario en nuevas formas a nuevos agentes. La política monetaria de la Fed también jugó un papel importante, tanto por mantener bajas tasas de interés, que llegaron a ser negativas en términos reales, como por facilitar el sistema monetario internacional conocido como el "Bretton Woods II", en la cual el capital exportado por el déficit comercial de los EU fue repatriado a través del ahorro externo. A su vez, las prácticas fraudulentas amplia y comúnmente aplicadas fueron ignoradas y hasta silenciadas por las autoridades financieras encargadas de encontrar y castigarlas. De tal forma, aunque la crisis financiera que se desencadenó en 2007 fue generada desde la banca, su desarrollo no hubiera sido posible sin la complicidad abierta e indispensable del gobierno.

Como se examina a continuación, la misma complicidad entre el gobierno y Wall Street es plenamente evidente en las acciones empleadas por la Fed y la Tesorería durante 2007 y 2008. Willem Buiter, ex miembro del comité de política monetaria del Banco de Inglaterra, reclamó la captura regulatoria de la Fed en una reciente conferencia patrocinada por la Fed de Kansas City, destacando su indebida cercanía con Wall Street (Buiter, 2008a). En otra ocasión, el mismo Buiter señala que "desde 1997, la Fed ha sido el banco central menos independiente del mundo industrializado en sus operaciones. El episodio más reciente sugiere que su principal función actual es ser un

agente cuasi fiscal, exento de rendiciones de cuentas, para la Tesorería de los EU” (Buiter, 2008b). El episodio a que se refiere Buiter fue la aprobación de un paquete de rescate para las entidades patrocinadas por el gobierno (GSES, por sus siglas en inglés), Fannie Mae y Freddie Mac. Antes de examinar las circunstancias particulares de las GSES, primero se analiza las recientes medidas empleadas por la Fed y la Tesorería bajo la óptica de la captura regulatoria, vigente desde el desarrollo de la presente crisis.

La Fed y Tesorería al rescate

Desde la erupción de la crisis a principios de 2007, la Fed, y en menor medida, la Tesorería, han llevado a cabo una administración de la crisis en conjunto con los mayores bancos del país, bajo varias modalidades. En términos generales, las autoridades han buscado proveer liquidez a todos los actores financieros que la reclaman, minimizar sus costos de fondeo, y controlar las pérdidas anunciadas por los principales bancos. Los primeros intentos de reducir los costos de fondeo se realizaron mediante reducciones en la tasa de fondos federales (y en las tasas cobradas en la ventanilla de liquidez de la Fed), desde 5.25% en agosto de 2007 a 2% en abril de 2008. Sin embargo, debido al hecho de que las altas tasas de fondeo se deben a una falta de confianza entre bancos, y no a una falta de liquidez, la Fed también ha creado nuevos mecanismos para otorgar financiamiento directo a todo tipo de banco. Estas facilidades, que incluyen el *Term Auction Facility*, el *Primary Dealer Credit Facility* y el *Term Securities Lending Facility*, permiten que actores financieros, hasta los que no están regulados por la Fed, accedan a sus fondos a cambio de activos financieros que pueden incluir a los CDOS y RMBS, dos clases de activos que han visto las mayores devaluaciones.

Por último, las pérdidas registradas por los bancos están siendo administradas entre el gobierno y la alta gerencia de los bancos, como afirma el economista Nouriel Roubini (Roubini, 2008). Hay varias formas de manipular los balances bancarios. Una de las más comunes, y más potentes, es el traslado de activos del nivel 1, que se basan en los valores de intercambio del mercado, al nivel 2, donde los valores están calculados con criterios observables en los mercados, y al nivel 3, donde los valores están calculados con criterios no observables en los mercados.¹ Debido a la mayor flexibilidad en

¹ Los 3 niveles de activos corresponden a la normatividad creada por el Comité de Normas Contables Financieras, el FASB, por sus siglas en inglés.

los criterios de asignación de precios de los activos de nivel 2 y 3, el traslado contable permite que los bancos no reporten el valor de mercado de sus activos; así pueden mantener sus valores inflados y no reportar pérdidas. En meses recientes, los mayores bancos del sistema, incluyendo a las GSEs, han aumentado significativamente sus activos de nivel 2 y 3 en relación a los de nivel 1.

Otra forma de ocultar el bajo valor de los activos es su traslado entre actores financieros. En mayo de 2008, el banco suizo UBS vendió 22 mil millones de CDOS y RMBS a la empresa Blackrock a 68% de su valor, pero le prestó a Blackrock tres cuartos del financiamiento necesario para realizar la compra (*Financial Times*, 2008a). Igualmente, en julio del 2008, Merrill Lynch vendió más de \$30 mil millones de CDOS a la empresa Lone Star a 22% de su valor. Sin embargo, Merrill también financio 75% de la compra, e igual que UBS, el préstamo también fue otorgado a una tasa de interés muy favorable. De tal forma, el valor de los CDOS vendidos a Lone Star se acerca más a 5% que a 22% (*The Wall Street Examiner*, 2008). Esta forma de manipulación de los precios de los activos obedece a una lógica distinta del traslado de activos a nivel 2 y 3. Mientras ambos buscan minimizar las pérdidas asumidas por los bancos individuales, cuando los activos están intercambiados, se establece su precio de mercado, y todos los tenedores de activos parecidos tienen que bajar su precio contable y registrar las pérdidas, a menos de que puedan realizar el traslado interno de ellos a los niveles 2 y 3.

Otra forma de manipulación contable es el traslado de activos chatarras de un banco a otras entidades que le pertenecen. Un ejemplo de tales prácticas fue el traslado de \$4.5 mil millones del banco Lehman Brothers a un hedge fund creado por el mismo banco (Bloomberg, 2008b). Mientras la opacidad de tal transacción ha permitido evitar su clasificación como préstamo relacionado, ha sido uno de los traslados entre un banco y sus entidades relacionadas más reportados. Se estima que actualmente existen unos \$11 billones de activos en entidades fuera del balance en la actualidad (Bloomberg, 2008c), sobre las cuales casi no existe regulación. El traslado interno de activos entre el nivel 1 y el nivel 2 y 3, el traslado de activos entre instituciones distintas, disfrazada como ventas, y el muy probable traslado de activos entre partidos relacionados no ha provocado investigaciones por parte de la Comisión de títulos e intercambio (SEC, por sus siglas en inglés), ni por instituciones dedicadas a las normas contables financieras. La opacidad del sistema financiero actual, dominado por los derivados y exento de cualquier regulación, establece las condiciones propicias para el traslado masivo de activos de bajo y decreciente valor a entidades fuera del balance.

Si bien la manipulación contable, la disminución de las tasas de interés establecida por la Fed y la apertura de mecanismos de financiamiento incondicional a la banca de inversión tiene la meta de controlar el ritmo de las pérdidas financieras, las autoridades financieras también han actuado en conjunto con los mayores bancos para aplicar medidas oportunas y más específicas a sectores particulares del mercado financiero cuyas pérdidas repentinas han amenazado con hundir al sistema entero. Ejemplos de tal estrategia incluyen: el intento fallido de la Tesorería por establecer un súper SIV para comprar los activos chatarras de los SIVs individuales; la decisión de hacer una excepción al límite de las cantidades de dinero que los bancos pueden prestar a sus corredurías para Bank of America, para que éste pudiera comprar el banco en apuros Countrywide; la decisión de expandir las clases de activos elegibles para el canje con la Fed para incluir a los CDOs y RMBS; la decisión de permitir que un banco universal, JP Morgan Chase, accediera al fondeo de la Fed para prestar a Bear Stearns; la decisión poco después de la Fed de asumir la gran mayoría del riesgo financiero de la compra de Bear Stearns por JP Morgan Chase; la decisión de suspender una rebaja en la calificación crediticia de los aseguradores de bonos; la creación de un plan de rescate para las GSES; la decisión de abolir temporalmente la práctica de “naked short-selling” de las acciones de 19 bancos;² y la reciente ejecución de rescate de las GSES. Además, la decisión de realizar otras medidas que afectan a grandes porciones del mercado, como cortes en las tasas de interés, la apertura y posterior extensión de las varias ventanas de liquidez de la Fed, también han correspondido con momentos de caídas significantes en las bolsas del mundo. En las dos secciones que siguen, se enfoca dos de estas decisiones particulares, la quiebra de Bear Stearns y el rescate de las GSES.

Rescate y quiebra de Bear Stearns

La quiebra de Bear Stearns en marzo de 2008, junto con el congelamiento repentino de los mercados financieros en 2007, representan los dos episodios dentro de la crisis actual que más amenazaron con colapsar el sistema financiero estadounidense y mundial. Para la hipótesis de este artículo, el rescate de Bear Stearns es lo más relevante, porque muestra la estrategia de las autoridades de estatizar toda pérdida financiera para proteger a los acto-

² El término “naked short-selling” refiere a una forma de apostar a la baja del precio de acciones.

res privados, y también, en menor medida, de rescatar a “amigos”. El caso de Bear Stearns sigue siendo algo misterioso. El jueves 6 de marzo de 2008, sus acciones tenían un valor de poco menos de \$70, y a pesar del hecho de que el banco sí estaba expuesto a las clases de activos más deteriorados, sus posiciones no eran distintas a las de varios de los otros grandes bancos de inversión. Además, por estas fechas, el banco mantenía unos \$18 mil millones de liquidez (*Wall Street Journal*, 2008), lo cual igualmente representa un nivel normal para un banco de su tamaño. Sin embargo, se empezaban a circular rumores de que se enfrentaba problemas de liquidez, y en una cuestión de días, sus mayores fuentes de crédito, de lo cual todo gran banco estadounidense depende por sus enormes requerimientos financieros cotidianos, habían cortado las líneas de crédito. Sin esos, ningún banco puede sobrevivir, y en un lapso de tres días el quinto banco de inversión más grande del sistema, aparentemente viable, fue quebrado y vendido a precio de remate.

La primera reacción de las autoridades fue la extensión de un préstamo por \$30 mil millones el día viernes, utilizando a JP Morgan Chase como puente financiero para el préstamo estatal. Aunque este tipo de arreglo no había sido utilizado desde la Gran Depresión, seguía la estrategia que el gobierno venía aplicando hasta aquella fecha, de asegurar la viabilidad de los grandes bancos mediante fondos públicos. En el caso de Bear Stearns, tal tipo de acción además tenía fundamentos importantes. Bear Stearns fue altamente expuesto a los Credit Default Swaps³ y además fue un actor importante en el mercado tripartito de redescuentos (*Financial Times*, 2008b). Su bancarrota hubiera representado un riesgo sistémico muy importante.

Sin embargo, en la noche el mismo viernes, Paulson informó a la gerencia de Bear Stearns que el préstamo ya sería vigente solamente hasta el domingo. Poco después, trabajando con los altos mandos de JP Morgan Chase, Paulson dictó el precio de la venta de Bear Stearns, \$2 por acción. Según los términos de la transacción, JP Morgan Chase compraría Bear Stearns por unos \$30 mil millones, pero la Fed, mediante un vehículo de propósito especial (SPV, por sus siglas en inglés), financiaría \$29 mil millones de la transacción. Las razones de esta venta forzosa, y la forma en que ocurrió, dejan muchas interrogantes abiertas. Sin embargo, el periodista financiero Brian Borroughs señala una hipótesis interesante compartida entre ejecutivos de Bear Stearns. Según Borroughs, Bear Stearns mantenía un carácter institucional de rebel-

³ Un Credit Default Swap es un instrumento derivado que permite a dos actores apostar sobre el riesgo de cese de pagos de un tercer actor.

de y en gran medida se operaba aparte del *establishment* de Wall Street. Tal vez la manifestación más clara de esta actitud fue el rechazo de Bear Stearns por participar en el consorcio de bancos de Wall Street que en conjunto con las autoridades financieras organizaba una salida ordenada de la mini crisis financiera provocada por el colapso del *hedge fund* Long Term Capital Management en 1998 (*Vanity Fair*, 2008). Dentro de la evidente administración de la crisis actual, un gran banco indispuerto a cooperar lógicamente podría dificultar la consecución de la estrategia del gobierno, y Borroughs sugiere que había un esfuerzo consciente de quebrar el banco mediante operaciones financieras destructivas. Otras fuentes confirman la colocación de *put options* para 5.7 millones de acciones de Bear Stearns, apostando que su precio caería de \$63 a menos de \$25 en una cuestión de días. Como dice Peter Chepucavage, ex abogado del SEC, tales acciones representan una manipulación o tráfico de información privilegiada (Bloomberg, 2008d). Si bien la fuente de tales apuestas sigue siendo desconocida y bajo investigación de la SEC, varias personas, incluyendo ejecutivos citados por Borroughs, apuntan al banco de inversión Goldman Sachs, donde Paulson era CEO antes de asumir la Secretaría de la Tesorería.

Aunque la tesis de que Bear Stearns fue intencionalmente eliminado del mercado apoya la hipótesis de este artículo, su veracidad es imposible de confirmar en este momento. Pero los hechos innegables son que JP Morgan Chase pudo comprar un banco por un precio muy inferior a su valor, un punto confesado hasta por altos mandos de JP Morgan Chase (CNBC, 2008); que mediante el SPV llamado Delaware, la Fed compró \$30 mil millones de los activos más tóxicos de Bear Stearns (Buitter, 2008c), y que ningún inversionista relacionado con Bear Stearns realizó pérdidas financieras, excepto los accionistas de la empresa.

Las GSES

La misma dinámica está presente, aunque con algunas diferencias importantes, en el paquete de rescate puesto en marcha para las GSES. Después de varios días de bajas significativas en el valor accionario de Fannie Mae y Freddie Mac, el 13 de julio la Tesorería presentó un plan de rescate, posteriormente aprobado por el Congreso, con las siguientes modalidades: primero, la Tesorería podrá comprar acciones de ambas empresa a su discreción; segundo, la Tesorería podrá ampliar, también a su discreción, sus líneas de crédito a las GSES, antes fijadas en \$2.5 mil millones; y tercero, las GSES podrán acceder a la ventana de descuentos de la Fed. De tal forma, se ha otorgado a

la Fed y a la Tesorería todo el financiamiento estatal necesario para rescatar a las GSES.

Las GSES mantienen activos de más de cinco billones de dólares, y su quiebra representaría un riesgo sistémico mucho mayor que la de Bear Stearns. Pero en ambos casos, la necesidad de un rescate estatal no tiene que significar que el estado asumiera toda pérdida financiera ocasionada por el deterioro de la cartera de los bancos. Como se planteó, tal forma de rescate probablemente impediría el saneamiento del sistema y elevar los costos fiscales del rescate. Sin embargo, el caso de las GSES ofrece excepciones importantes. Por su tamaño, una garantía explícita de su deuda por parte del Estado significaría que a la deuda pública estadounidense de más de \$9 billones se agregaría otros \$5 billones. Además, alrededor de \$1.3 billones de esta cantidad está en posesión de bancos centrales internacionales (Bloomberg, 2008e), donde se figuran prominentemente los de China y Rusia. Aunque ambos países han reducido su tenencia de deuda de las GSES (*Financial Times*, 2008c; Reuters, 2008), un abandono masivo de estas posiciones podría provocar una caída en el precio del dólar y un aumento en las tasas de interés hipotecarias, dos flancos actualmente muy expuestos y débiles de la economía estadounidense.

Pero estas consideraciones no cambian el hecho de que bajo los términos del rescate recién anunciado, en el cual los inversionistas son protegidos a costa de las finanzas públicas. Pimco, la empresa financiera que controla el fondo de bonos más grande del mundo, que mantiene más de 60% de los \$132 mil millones bajo su gerencia en deuda hipotecaria, fue inmediatamente premiada por la noticia del rescate de las GSES con una ganancia de \$1.7 mil millones en el Índice de Bonos Agregado de Lehman (*Financial Times*, 2008d). El CEO de Pimco, Bill Gross, previamente había hecho reclamos públicos por la necesidad de estatizar activos privados (Bloomberg, 2008f). Como parte del rescate, el Departamento de la Tesorería anunció la compra “temporal” de los MBS de las GSES (Departamento de la Tesorería, 2008).

Como se planteó al principio del artículo, cuando el Estado rescata a los mismos bancos que provocaron la crisis de forma incondicional, se establecen los incentivos para que estos bancos recurran al fraude o la actividad especulativa altamente riesgosa, impidiendo de forma importante los procesos de saneamiento bancario y elevando los costos del rescate.⁴ Como se

⁴ Debido al hecho de que las GSES son entidades semi públicas que operan exclusivamente en los mercados secundarios, tales incentivos son muy reducidos. Véase Marshall (2008).

detallará en las secciones que siguen, al establecer las condiciones propicias para que los bancos adopten estrategias contraproducentes a estos objetivos, las autoridades estadounidenses están cayendo en los mismos excesos de sus pares mexicanos desde hace una década.

El rescate bancario mexicano

Hasta el momento, el incipiente rescate estadounidense muestra importantes elementos en común con el rescate bancario mexicano, (conocido por las siglas de la entidad pública originalmente encargada del rescate, Fobaproa). En ambos casos, los bancos fueron los motores principales detrás del desarrollo de la crisis bancaria, y en ambos casos, los banqueros ejercían gran influencia política, tanto en los momentos anteriores de la crisis como durante el proceso de rescate. En el caso mexicano, el gobierno protegía a los banqueros de forma absoluta. No se permitió la quiebra de ningún banco en los meses posteriores a la crisis; todos los bancos recibían apoyo estatal, y ningún banco fue sujeto a una regulación suficientemente estricta. Así, se crearon las condiciones básicas para uno de los rescates menos exitoso de la historia moderna. A pesar del hecho de que el gobierno incurrió en gastos fiscales sumamente elevados, nunca se saneó el sistema bancario, y casi todos los grandes bancos fueron trasladados a bancos extranjeros a precios muy por debajo de su valor.

Entre las varias medidas que en su conjunto produjeron tales resultados, se destaca la compra de activos chatarras por parte del gobierno. Así, en los meses posteriores al estallido de la crisis, los banqueros sabían que toda cartera vencida sería absorbida por el Estado, pero también que si no cambiaba la fortuna de sus bancos, serían clausurados o trasladados a nuevos dueños. De esta manera, se establecieron los incentivos para que los banqueros emplearan estrategias dirigidas a apostar por su resurrección y a saquear sus instituciones. En el primer caso, los banqueros buscaban mantener control de sus instituciones mediante apuestas riesgosas pero potencialmente lucrativas. Si ganan las apuestas, se pueden quedar con sus bancos, y si se pierden, las pérdidas se pasan al Estado. Y si las apuestas para la resurrección no rendían frutos, siempre había la posibilidad de otorgar créditos a amigos, familiares, y a ellos mismos sin ninguna intención de pago, y luego pasar las pérdidas al Estado. Esta última táctica fue ampliamente empleada en México; así, aunque muchos perdían sus bancos, no perdían sus fortunas. Entre los bancos que eventualmente fueron cerrados o fusionados, la proporción de créditos

relacionados a la cartera total superó el doble en tan solo los primeros seis meses de la implementación de Fobaproa. 87.8% de estos préstamos no fue recuperado (La Porta, López de Salinas y Zamarripa, 2000:7).

El rescate del sistema bancario mexicano representó una socialización total de sus pérdidas. Mientras ningún banquero realizó pérdidas financieras que correspondían a sus ganancias durante el momento previo de auge, el gobierno encargó al Estado pérdidas millonarias que se pagarán por generaciones y que han implicado la reducida capacidad del gobierno de financiar otras actividades. Peor aún, el debilitamiento constante de los balances durante el rescate imposibilitó un saneamiento y recuperación del sistema bancario, el cual acabo siendo transferido en su gran mayoría a la banca extranjera. Así, se ha perdido cualquier capacidad de llevar a cabo una política crediticia coherente, y la banca funciona en torno a las ganancias que puede llevar a su casa matriz y no a las necesidades de la economía.

En el caso actual de los EU, todo apunta a una dinámica igual, si bien el desenlace final obviamente queda desconocido. El gobierno ha brindado una protección casi incondicional a los bancos en momentos anteriores a la crisis y durante su resolución. Con el rescate de Bear Stearns, el gobierno ha establecido la importante precedente de comprar activos de la banca, como se hizo en el caso mexicano. La Fed y los bancos centrales europeos actualmente poseen cientos de miles de millones de dólares de activos chatarras de la banca de forma temporal; y si bien se vislumbra una compra directa de ellos, o sencillamente su tenencia nominalmente temporal pero de facto permanente, los banqueros ya están respondiendo con acciones que corresponden a una estatización de sus activos chatarras.

Por una parte, la banca sigue expandiendo sus operaciones especulativas, tanto por apuestas más convencionales a través de sus *hedge funds* como por la generación de nuevos productos estructurados, aunque debido a su valor casi nulo ya no se encuentran compradores para ellos en el mercado privado. Se destacan el caso de los denominados "CDO zombis" creados por los bancos ingleses HBOS y Lloyds (Financial Times, 2008e; Financial Times, 2008f) y la creación de unos \$9.3 mil millones de "CDO Re-Remeces" por la banca estadounidense (Financial Times, 2008g), todos diseñados con el propósito único de canjear activos de bajo y decreciente valor con los bancos centrales. Analistas de Deutsche Bank estiman que a partir de enero de 2008, se han creado más de \$386 mil millones de títulos respaldados por activos con este mismo fin (Financial Times, 2008h).

Pero si bien los bancos están respondiendo al cobijo de la garantía estatal con la expansión de sus prácticas especulativas, el mayor riesgo para la esta-

bilidad del sistema financiero es que los banqueros siguen obedeciendo sus incentivos y saquean sus instituciones, como lo ocurrido en México. Debido a la presencia atrincherada de las finanzas estructuradas y los derivados, el fraude de esta naturaleza no va a ocurrir bajo los mecanismos tradicionales empleados durante el rescate mexicano. Sin embargo, se puede asegurar que los mismos banqueros que emprendían prácticas fraudulentas durante los años previos a la crisis emplearán otras y distintas actividades fraudulentas durante el rescate para retener la máxima cantidad posible de sus ganancias. Como han expresado varios analistas, el sistema financiero estadounidense enfrenta el enorme riesgo de que se produzca otra situación parecida a la quiebra de Enron, donde los mismos bancos que han protagonizado la crisis actual diseñaron vehículos financieros para ocultar las pérdidas de la firma. Con el tiempo ganado por la manipulación contable, los ejecutivos de Enron pudieron vaciar la empresa sin que las autoridades encargadas con su supervisión alzarán la voz. Justamente la opacidad de las finanzas estructuradas que ha permitido ganancias extraordinarias en años anteriores y que ha causado una desconfianza sistémica que sostiene la crisis actual, será utilizada para el fraude masivo en los momentos actuales de rescate.

Conclusión

Al igual que la crisis bancaria mexicana, la estadounidense es una crisis bancaria clásica. Aunque este tipo de crisis puede evitarse fácilmente con una regulación y supervisión adecuada, una vez estallada, es sumamente difícil de combatir. Debido a las contradicciones entre garantizar la viabilidad del sistema de pagos y asegurar que el sistema se sanee a un costo fiscal razonable, en términos operativos la resolución exitosa de la crisis bancaria clásica requiere una gran destreza. Sin embargo, cuando las autoridades encargadas del rescate están más comprometidas con la protección de los intereses de los bancos que con la recuperación del sistema bancario y la salud de largo plazo de las finanzas públicas, las posibilidades de una resolución mínimamente exitosa se disminuyen significativamente.

La actual crisis bancaria estadounidense es un acontecimiento de proporciones inmensas. No solamente representa la culminación de la mayor racha especulativa de la historia, sino también involucra la mayor economía del mundo. Si el sistema financiero del país no se sana y los costos fiscales del rescate fallido son exageradamente elevados, los EU perderá su altamente favorable posición financiera en el mundo. Pero esto no es el peor resultado

posible. Aunque una resolución distinta, y con mayores posibilidades de éxito sigue siendo posible, aun más probable es otra posibilidad: que las autoridades no sean capaces de contener la crisis, y se colapse el sistema financiero de los EU y el mundo.

Bibliografía

- Bloomberg, 2008a, "Fannie Plan a 'disaster' to Rogers; Goldman Says Sell", 14 de julio, Nueva York.
- Bloomberg, 2008b, "Lehman's Hedge Fund Deal Leaves Public in Dark", 3 de julio, Nueva York.
- Bloomberg, 2008c, "FASB Postpones Off-Balance Sheet Rule for a Year", 30 de julio. Nueva York.
- Bloomberg, 2008d, "Bringing Down Bear Began as \$1.7 Million of Options", 11 de agosto, Nueva York.
- Bloomberg, 2008e, "Fannie's Mudd Soothed Asian Investors as Yields Rose", 4 de agosto, Nueva York.
- Bloomberg, 2008f, "US Must Buy Assets to Prevent 'Financial Tsunami', Gross Says", 4 de septiembre, Nueva York.
- Buiter, Willem, 2008a, "Central Banks and Financial Crises. Federal Reserve Bank of Kansas City. 2008 Annual Symposium", Jackson Hole, Wyoming. Estados Unidos.
- Buiter, Willem, 2008b, "Time for comrade Paulson to pull the plug on the Fannie and Freddie charade", *Financial Times Maverecon Blog*. 12 de julio. Londres.
- Buiter, Willem 2008c. "The Rescue of Fannie and Freddy by Hankie and Feddy", *Financial Times Maverecon Blog*. 14 de julio. Londres.
- CNBC, 2008, "JP Morgan Chase: We Got Bear Stearns on the Cheap", 17 de junio. Nueva York.
- Departamento de la Tesorería, 2008, Sala de Prensa. "Statement by Secretary Henry M. Paulson, Jr. on Treasury and Federal Housing Finance Agency Action to Protect Financial Markets and Taxpayers", 7 de septiembre. Washington, DC.
- <http://www.treasury.gov/press/releases/hp1129.htm>
- Financial Times*, 2008a, Alphaville, "UBS sells subprime debt for steep loss", 21 de mayo. Londres.
- Financial Times*, 2008b, "Fed Focus on Tri-party Repo Risk", 8 de julio. Londres.
- Financial Times*, 2008c, "Bank of China Flees Fannie-Freddie", 28 de agosto, Londres.

- Financial Times*, 2008d, "Bail-out hands Pimco \$1.7bn payday", 9 de septiembre, Londres.
- Financial Times*, 2008e, Alphaville. "HBOS's 9 billion pound zombie RMBS", 16 de junio, Londres.
- Financial Times*, 2008f, Alphaville. "Securitization is dead, long live securitization", 25 de abril. Londres.
- Financial Times*, 2008g, Alphaville, "The Re-Remic Gimmick?", 8 de julio, Londres.
- Financial Times*, 2008h, "Asset-bucket securities markets suffer", 26 de agosto. Londres.
- LaPorta, Rafael, Lopez de Silanes, Florencio y Zamarripa, Guillermo, 2000, "Soft lending and hard landing: related lending in México", Harvard University, EUA.
- Marshall, Wesley, 2008, "La quiebra de Fannie Mae y Freddie Mac vista desde la experiencia latinoamericana", *Ola Financiera*, Número 1, Septiembre-Diciembre, México, DF.
- Reuters, 2008, "Russia says cut investments in US agency debt by 40pct", 31 de julio, Nueva York.
- Roubini, Nouriel, 2008, "The Coming Systemic Bust of the U.S. Banking System: 'Dead Stocks Rallying'", *RGE Monitor*. 20 de julio. Nueva York.
- The Wall Street Examiner*, 2008, "The Real Value of Merrill's CDO Sale", 29 de julio, Estados Unidos.
- Wall Street Journal*, 2008, "Fear, Rumors Touched Off Fatal Run on Bear Stearns", 28 de mayo, Nueva York.
- Vanity Fair*, 2008, Bringing Down Bear Stearns, Agosto, Nueva York.