

La crisis de 2008: La caída de Lehman, el punto de viraje

GEORGE SOROS*

ABC, 01/02/2009

Desde los años 30, cada vez que el mundo estuvo al borde de un colapso financiero, las autoridades salieron al rescate. En el 2008, eso es lo que yo esperaba que pasara, pero no pasó. El 15 de septiembre de 2008, se dejó quebrar a Lehman Brothers. En cuestión de días, todo el sistema financiero entró en paro cardíaco y tuvo que ser puesto en el respirador.

El efecto en la economía global fue el equivalente al colapso del sistema bancario durante la Gran Depresión, aunque el impacto total aún no se ha sentido. Aunque la gravedad de la crisis financiera superó mis expectativas, yo entendí pronto que estábamos frente a algo mucho mayor que una crisis de hipotecas de riesgo o una burbuja inmobiliaria: se había llegado al punto crítico en un proceso de expansión crediticia que empezó después de la Segunda Guerra Mundial y se convirtió en súperburbuja en los años 80. Reconocer esto es fundamental para entender dónde estamos parados y qué políticas deberíamos seguir.

LEHMAN BROTHERS: UN ANTES Y UN DESPUES

La quiebra de Lehman Brothers fue un episodio que cambió las reglas de juego. Las consecuencias fueron desastrosas. Los pases de riesgo crediticio (en su sigla en inglés, CDS) se fueron por las nubes y AIG, que tenía una posición importante de venta en corto de esos swaps, enfrentaba un default inminente. Al día siguiente, el secretario del Tesoro

de EE.UU., Henry Paulson, tuvo que cambiar su postura y salir al rescate de AIG.

Pero lo peor aún no había pasado. Lehman era uno de los principales formadores de mercado en papeles comerciales y un emisor importante. Un fondo independiente de mercado de dinero tenía papeles de Lehman y, en un apuro, tuvo que "caer debajo del dólar", dejar de redimir sus acciones a la par. Esto causó pánico entre los depositantes y, para el 18 de septiembre, la corrida sobre los fondos de mercado de dinero era un hecho.

El pánico se expandió a la Bolsa.

La Reserva Federal tuvo que dar una garantía a todos los fondos del mercado de dinero, se suspendió la venta en corto de las acciones de entidades financieras y el Tesoro anunció un paquete de rescate de 700.000 millones de dólares para el sistema bancario. Esto trajo cierto respiro a la Bolsa. Pero el paquete de rescate de 700.000 millones de Paulson no estaba bien pensado (si es que estaba pensado). Lo extraño es que el secretario del Tesoro no estaba preparado para las consecuencias de su decisión de dejar quebrar a Lehman. Cuando el sistema financiero se derrumbó, corrió al Congreso sin una idea clara sobre cómo iba a usar el dinero que estaba pidiendo.

Lo único que tenía era una noción rudimentaria de algo parecido a la Corporación Fiduciaria de Resolución de los años 80, que adquirió los activos de las entidades de ahorro y préstamos quebradas.

Varias voces, entre las que me incluyo, sostuvieron que el dinero iba a estar mejor invertido si se capitalizaban los bancos en vez de tomar los

activos tóxicos. Finalmente, Paulson aceptó la idea, pero no la ejecutó de modo apropiado.

La situación del sistema financiero se siguió deteriorando. El mercado de papeles comerciales prácticamente desapareció, la tasa LIBOR subió, las tasas de los países se ampliaron, los CDS estallaron y los bancos de inversión y otras entidades financieras sin acceso directo a la Fed se quedaron sin crédito de corto plazo. La Fed tuvo que hacer un salvataje tras otro.

Fue en este clima que el FMI tuvo su asamblea anual en Washington, que empezó el 11 de octubre. Los gobernantes europeos se fueron antes y se reunieron en París, donde decidieron garantizar, de hecho, que Europa no dejaría caer a ninguna entidad importante. Pero no pudieron ponerse de acuerdo sobre un mecanismo unificado, así que cada país hizo sus arreglos propios. EE.UU. se apresuró a hacer lo mismo.

Estos arreglos tuvieron un efecto colateral imprevisto: sumaron más presión a los países que no podían darles garantías similarmente creíbles a sus entidades. Islandia ya estaba en estado de colapso. Los mercados de divisas y bonos de varios países de Europa del Este se desmoronaron. Lo mismo pasó en Brasil, México, los tigres asiáticos y, en menor medida, Turquía, Sudáfrica, China, India y Australia.

El euro cayó y el yen se disparó. El dólar ponderado según la balanza comercial se afirmó. El crédito comercial en los países periféricos se secó. La volatilidad cambiaria se cobró algunas víctimas. Los grandes exportadores en Brasil habían tomado la costumbre de vender opciones contra su moneda, que venía apreciándose, y ahora quedaban

insolventes, lo que precipitó una minicrisis local.

En conjunto, todas esas distorsiones tuvieron un impacto desastroso en el comportamiento y las actitudes de los consumidores, las empresas y las entidades financieras del mundo. El sistema financiero venía en crisis desde agosto de 2007, pero el gran público prácticamente no lo había percibido y, con algunas excepciones, las empresas habían seguido como de costumbre. Todo esto cambió en las semanas posteriores al 15 de septiembre.

La economía mundial se hundió. El efecto en la riqueza fue enorme. Los fondos de pensión, universidades y entidades de beneficencia perdieron entre el 20% y el 40% de sus activos en un par de meses y eso antes de que salieran a la luz los 50.000 millones de dólares del affaire Madoff. Se acentuó la percepción, autorreforzada, de una recesión larga y profunda, que podría convertirse en depresión.

¿DE QUIEN ES LA CULPA?

La Fed respondió enérgicamente a la crisis, bajando su tasa clave prácticamente a cero en diciembre e inyectando liquidez en el sistema financiero. El gobierno de Obama planea un estímulo fiscal del orden de los 800.000 millones de dólares y otras medidas radicales. La respuesta internacional ha sido de tono más bajo. El FMI aprobó un nuevo instrumento que permite que países periféricos con sólida situación financiera pidan créditos de hasta cinco veces su cuota sin condicionamientos. Pero las cantidades son insignificantes, y cabe la posibilidad de quedar estigmatizados; así, el instrumento sigue sin utilizarse. La Fed abrió líneas de pases con México, Brasil, Corea y Singapur. Pero el jefe del Banco Central Europeo, Jean-Claude Trichet,

atacó furiosamente la irresponsabilidad fiscal, y Alemania sigue oponiéndose vehementemente a la creación excesiva de dinero que pueda sentar las bases para presiones inflacionarias futuras. Esas actitudes divergentes hicieron que una acción internacional concertada resultara extremadamente difícil de lograr. También pueden socavar la unidad del euro y causar amplias oscilaciones en los tipos de cambio.

Mirada en perspectiva, la quiebra de Lehman Brothers es comparable con las quiebras bancarias de la década de 1930. ¿Cómo se pudo permitir que ocurriera? La responsabilidad recae directamente en las autoridades financieras, principalmente el Tesoro y la Fed, que dicen no haber tenido la autoridad legal para actuar. Es una excusa poco convincente. En una emergencia podían, y deberían, haber hecho lo que fuera necesario para impedir que el sistema colapsara. Pero dejaron que ocurriera. ¿Por qué? Yo haría un distinguo entre Paulson y el presidente de la Reserva Federal, Bernanke. Paulson tenía jurisdicción, porque Lehman, como banco de inversión, no estaba bajo jurisdicción de la Fed.

En mi opinión, Paulson se negó a usar el dinero de los contribuyentes porque sabía que eso implicaría un mayor control estatal. Se comportó como un verdadero fundamentalista de mercado. Creía que los mismos métodos e instrumentos que habían causado el conflicto a los mercados podían emplearse para rescatarlos. Eso condujo a su plan abortado de crear un súpervehículo especial de inversión para absorber los activos en problemas. Adhería a la doctrina de que los mercados tienen mayor capacidad de ajuste que cualquier actor individual.

A seis meses de la crisis de Bear Stearns, seguramente pensó que los mercados habían tenido suficiente tiempo para prepararse para la quiebra

de Lehman. Es por eso que no tenía ningún Plan B cuando los mercados colapsaron.

Bernanke no era tan ideólogo

Proveniente de un entorno académico, el estallido de la súperburbuja lo encontró desprevenido. Aseguró que la burbuja inmobiliaria era un fenómeno aislado que podía causar pérdidas de hasta 100.000 millones, cifra que se podría absorber fácilmente. No veía que la teoría del equilibrio era esencialmente errónea. De modo que no pudo prever que métodos e instrumentos basados en el supuesto falso de que los precios se desvían aleatoriamente de un equilibrio teórico fracasarían uno tras otro.

Pero aprendió rápido. Cuando vio lo que estaba pasando, respondió bajando bruscamente las tasas de interés, primero en enero de 2008 y de nuevo en diciembre. Lamentablemente, su proceso de aprendizaje empezó demasiado tarde y fue siempre atrás de los acontecimientos.

DERIVADOS TOXICOS

En un nivel más profundo, los pases de riesgo crediticio desempeñaron un papel crítico en la defunción de Lehman Brothers. Mi explicación es polémica y los tres pasos de mi argumento llevarán al lector a un terreno poco familiar.

Primero, hay una asimetría en el riesgo: la tasa de recompensa entre estar "largo" o "corto" en la Bolsa. ("Largo" significa poseer una acción; "corto", vender una acción que uno no posee). El largo tiene un potencial ilimitado cuando las cosas van bien, pero exposición limitada cuando van mal. El corto, al revés. La asimetría se manifiesta de la siguiente forma: perder en una posición larga reduce la exposición al riesgo mientras que

perder en una posición corta la aumenta. En consecuencia, uno puede ser más paciente cuando está largo y mal que cuando está corto y mal. La asimetría sirve para desalentar la venta en corto de acciones.

Segundo, el mercado de CDS ofrece un modo conveniente de vender bonos en corto, y allí la proporción riesgo/recompensa funciona a la inversa: vender bonos en corto comprando un contrato de CDS conlleva un riesgo limitado pero un potencial de ganancia ilimitado, mientras que vender contratos de CDS ofrece ganancias limitadas pero riesgos prácticamente ilimitados. Esta asimetría alienta la especulación en corto, lo que a su vez ejerce una presión bajista en los títulos subyacentes.

Cuando se espera un acontecimiento adverso, el efecto negativo puede ser descomunal, porque los CDS tienden a cotizarse como garantías, no como opciones: la gente los compra no porque espera un posible default, sino porque espera que los CDS se aprecien mientras dure el contrato. Ningún arbitraje puede corregir una valuación inadecuada. Esto se puede ver bien en el caso de los títulos públicos de EE.UU. y del Reino Unido: el precio real de los bonos es mucho mayor que el precio condicionado por los CDS. Esas asimetrías son difíciles de conciliar con la hipótesis del mercado eficiente.

Tercero, está la reflexividad, que implica que la mala valuación de los instrumentos financieros puede afectar los fundamentos que los precios del mercado supuestamente deberían reflejar. Este fenómeno nunca es tan nítido como en el caso de las entidades financieras, cuya capacidad de hacer negocios tanto depende de la confianza y la expectativa. Eso implica que los ataques bajistas a las entidades financieras pueden ser autovalidantes, lo cual contradice directamente la hipótesis de la

eficiencia del mercado.

Poniendo una junto a otra estas tres consideraciones se llega a la conclusión de que Lehman Brothers, AIG y otras entidades fueron destruidas por ataques bajistas en los que la venta en corto de acciones y las compras de CDS se amplificaron y reforzaron mutuamente. La venta en corto ilimitada de acciones fue posible gracias a la abolición de la regla del uptick: que la venta no puede hacerse a un precio inferior al de la venta anterior (lo que habría dificultado los ataques bajistas al permitir la venta en corto sólo cuando los precios subían), mientras que el mercado de CDS facilitó la venta ilimitada de bonos.

El resultado fue una combinación letal, que AIG, una de las aseguradoras más exitosas del mundo, no pudo ver. Su negocio era vender seguros, y cuando vio un riesgo mal valorado fue y lo aseguró, con la idea de que diversificar el riesgo lo reduce. Esperaba ganar una fortuna en el largo plazo pero quedó al borde de la ruina.

INTERROGANTES QUE QUEDAN EN PIE

Mi explicación de la crisis de 2008 abre ciertos interrogantes

¿Qué habría sucedido si se hubiera declarado ilegal la venta en corto y la especulación con CDS?

La quiebra de Lehman Brothers podría haberse evitado pero, ¿qué le habría sucedido a la súper burbuja? Sólo se pueden hacer conjeturas. Mi suposición es que la súper burbuja se habría desinflado más lentamente, con resultados menos catastróficos, pero los efectos posteriores habrían perdurado más tiempo. Se habría parecido más a la experiencia japonesa.

¿Cuál es el papel adecuado para la venta en corto?

Sin duda, la venta en corto les da a los mercados una mayor profundidad y continuidad, los vuelve más resistentes. Pero conlleva peligros. Los ataques bajistas pueden autoamplificarse y deben mantenerse bajo control. Si la hipótesis de la eficiencia del mercado fuera válida, sería una razón a priori para no imponer ninguna limitación.

Tal como son las cosas, tanto la regla del uptick como la de permitir la venta en corto sólo cuando está cubierta por acciones alquiladas son medidas pragmáticas útiles.

¿Los pases de riesgo crediticio cumplen un propósito útil?

Aquí, adopto una visión más radical que la mayoría. La visión imperante es que los CDS deberían negociarse en bolsas reguladas. Creo que son tóxicos y que sólo deberían ser utilizados bajo receta. Podría autorizarse su uso para asegurar bonos reales, pero, dado su carácter asimétrico, no para especular contra países o compañías. Ahora mismo, el trading de CDS está creándole problemas al euro. Países de la eurozona se están sobreendeudando, con la perspectiva de baja de calificaciones.

La compra de contratos de CDS le pone una presión adicional al costo del endeudamiento y reduce el beneficio de integrar la eurozona, lo cual pone en duda la durabilidad de la moneda común. En el euro hay una debilidad subyacente independiente, que se exagera por el mercado de CDS. Los pases de riesgo crediticio no son el único instrumento financiero sintético que resultó tóxico.

Lo mismo es aplicable a las obligaciones de deuda colateralizadas (CDO),

y a los contratos de seguro de cartera que dieron lugar al colapso bursátil de 1987, para mencionar sólo dos que causaron mucho daño. La emisión de acciones está estrechamente regulada por la SEC, ¿por qué la emisión de derivados y otros instrumentos sintéticos no? El papel de la reflexividad y las asimetrías que identifiqué debería impulsar un rechazo de la hipótesis de eficiencia del mercado y una reconsideración exhaustiva del régimen regulatorio.

Ahora que la quiebra de Lehman Brothers ha tenido el mismo efecto en el comportamiento de los consumidores y las empresas que las quiebras bancarias de los años 30, los problemas que enfrenta el gobierno de Obama son aún mayores de los que enfrentaba el presidente Roosevelt. El crédito vigente total representaba el 160% del PBI en 1929, y aumentó al 260% en 1932, debido a la acumulación de deuda y a la caída del PBI.

Nosotros ingresamos en la crisis del 2008 con un crédito vigente del 365% del PBI, proclive a aumentar al 500%. Y este cálculo no tiene en cuenta el uso nocivo de los derivados, que no existían en los años 30 pero que complican enormemente la situación actual, especialmente en el mercado inmobiliario. El lado positivo es que tenemos la experiencia de los años 30 y las recetas de John Maynard Keynes a las cuales recurrir.

Con esto en mente, próximamente delinearé las políticas que, creo, debería seguir el gobierno de Obama, para luego evaluar cómo puede desarrollarse el futuro.

Traducción de Claudia Martínez

***George Soros es presidente del Soros Fund Management.
Su último libro es "Reflections on the Crash of 2008"**