

## Y Greenspan, ¿era realmente tan bueno?

El ex presidente de la Fed se opuso a regular los derivados durante su mandato

PETER S. GOODMAN

EL PAÍS - NEGOCIOS - 12-10-2008

"No es sólo que cada institución financiera se haya vuelto menos vulnerable a las sacudidas provocadas por los factores subyacentes de riesgo, sino que, además, el sistema financiero en su conjunto se ha vuelto más resistente", dijo Alan Greenspan en 2004.

George Soros evita el uso de los contratos financieros conocidos por el nombre de derivados. "No entendemos realmente cómo funcionan", sentencia el famoso financiero. Felix G. Rohatyn, el banquero de inversión que salvó a Nueva York de la catástrofe financiera en la década de los setenta, calificó a los derivados de "bombas de hidrógeno" en potencia. Y, como si de un oráculo se tratara, Warren E. Buffett comentó hace cinco años que los derivados eran "armas financieras de destrucción masiva que entrañaban peligros que, aunque ahora estén latentes, pueden llegar a ser mortíferos".

No obstante, una figura eminente del mundo de las finanzas pensó lo contrario durante mucho tiempo. Y su opinión dominaba los debates sobre la regulación y el uso de los derivados, contratos exóticos que prometían proteger a los inversores de las pérdidas, lo cual estimuló prácticas más arriesgadas que desencadenaron la crisis financiera. Durante más de una década, el ex presidente de la Reserva Federal Alan Greenspan ha manifestado tajantemente su oposición siempre que los derivados se sometían a examen. "Lo que hemos visto a lo largo de los

años en el mercado es que los derivados han sido un vehículo extraordinariamente útil para transferir el riesgo de las personas que no deberían asumirlo a aquellas que están dispuestas y son capaces de hacerlo", afirmó Greenspan ante el Comité de Banca del Senado de Estados Unidos en 2003. "Sería un error" [regular estos contratos de una forma más estricta], añadió.

Hoy, con el mundo atrapado en una tormenta económica que Greenspan describió hace poco como "el tipo de crisis financiera desgarradora que se produce sólo una vez cada siglo", su fe en los derivados sigue siendo inquebrantable.

Para él, el problema no es que fallaran los contratos, sino que la gente que los utilizaba se volvió avariciosa. La falta de integridad ha sido el detonante de la crisis, sostenía hace una semana en un discurso en la Universidad de Georgetown. Insinuaba que los que traficaban con derivados no eran tan de fiar como "el farmacéutico que prepara la receta que nos ha mandado el médico".

Otras personas, en cambio, tienen una opinión completamente distinta de cómo se fueron desarrollando los mercados globales y del papel que desempeñó Greenspan a la hora de sembrar el caos actual. "Está claro que los derivados son un punto central de la crisis y él era uno de los principales defensores de la liberalización de los derivados", asegura Frank Partnoy, catedrático de derecho de la Universidad de San Diego y experto en regulación financiera.

El mercado de derivados tiene hoy un valor de unos 390 billones de euros, casi cinco veces más que hace seis años. En teoría, estaban

destinados a limitar el riesgo y evitar los problemas financieros. En la práctica, han agudizado la inseguridad y han extendido el riesgo, además de sembrar dudas en torno a cómo los evalúan las empresas.

Si Greenspan hubiera actuado de forma distinta durante su presidencia de la Reserva Federal (Fed) desde 1987 hasta 2006, la crisis actual se podría haber evitado o mitigado, en opinión de muchos economistas. A lo largo de los años, él contribuyó a hacer posible un ambicioso experimento estadounidense que consistía en dar rienda suelta a las fuerzas del mercado. Ahora el país se enfrenta a las consecuencias.

Los derivados se crearon para suavizar -en la jerga de Wall Street, "cubrir"- las pérdidas de las inversiones. Por ejemplo, algunos de los contratos protegen a tenedores de deuda frente a pérdidas de valores hipotecarios. Muchos individuos poseen un derivado común: el contrato del seguro de su hogar.

A otra escala más grande, estos contratos proporcionan a las empresas y a las corporaciones financieras la posibilidad de asumir riesgos más complejos que, de lo contrario, podrían evitar, como por ejemplo, emitir más hipotecas o deuda empresarial. Y con los contratos se puede comerciar, lo que limita aún más el riesgo, pero también incrementa el número de partes expuestas si surgen problemas.

A lo largo de los años noventa, algunas personas opinaban que los derivados se habían vuelto tan vastos, interconectados e inescrutables que requerían una supervisión federal para proteger el sistema financiero. En reuniones con responsables federales, célebres apariciones en el Capitolio y discursos ante un público muy numeroso, Greenspan

expresaba su confianza en la buena voluntad de Wall Street a la hora de autorregularse cuando esquivaba las restricciones.

Desde que el sector inmobiliario empezara a venirse abajo, el historial de Greenspan se ha visto sometido a una revisión. Economistas de todo el espectro ideológico han criticado su decisión de permitir que el mercado inmobiliario del país siguiera creciendo gracias al crédito barato, cortesía de los bajos tipos de interés, en lugar de acabar con las subidas de los precios con tipos más elevados. Otros han criticado a Greenspan por no meter en vereda a las instituciones que prestaron dinero de forma tan indiscriminada.

Independientemente de lo que la historia acabe diciendo sobre estas decisiones, puede que el legado de Greenspan se base en última instancia en un fenómeno más arraigado y mucho menos examinado: el espectacular boom y el calamitoso descalabro del comercio de derivados.

Algunos analistas aseguran que es injusto culpar a Greenspan de que la crisis se haya extendido tanto. "La idea de que Greenspan podría haber generado un desenlace completamente distinto es ingenua", comenta Robert R. Hall, un economista de la conservadora Hoover Institution, un grupo de investigación de Stanford.

Greenspan rechazó las peticiones de mantener una entrevista. Su portavoz dirigió las preguntas sobre su historial a su autobiografía, *La era de las turbulencias*, en la que describe en detalle sus convicciones. "Parece superfluo limitar las transacciones con algunos de los derivados más recientes y otros innovadores contratos financieros de la última década", escribe Greenspan. "Los peores han fracasado; los inversores

han dejado de financiarlos y no es probable que vayan a hacerlo en el futuro".

En su discurso en Georgetown no quiso mencionar la regulación y describió las turbulencias financieras como una falta de honradez en el comportamiento de Wall Street. "En un sistema de mercado basado en la confianza, la reputación tiene un valor económico significativo", dijo Greenspan al público. "Por consiguiente, me preocupa lo mucho que hemos dejado de preocuparnos por la reputación en los últimos años".

Como presidente de la Reserva Federal durante mucho tiempo, el estratega económico más poderoso del país, Greenspan abogó por los poderes ilimitados y creadores de riqueza del mercado. Libertario confeso, entre sus influencias formativas incluía a la novelista Ayn Rand, que retrató el poder colectivo como una fuerza maligna contrapuesta al interés ilustrado de los individuos. Por su parte, el ex presidente de la Fed demostró una fe inquebrantable en que los que participaran en los mercados financieros actuarían de forma responsable.

Tras examinar más de dos décadas del historial de Greenspan sobre la regulación financiera y sobre derivados, queda claro hasta qué punto subordinó la salud de la economía del país a esa fe. Cuando el mercado naciente de derivados se estableció a principios de los años noventa, sus detractores denunciaron la ausencia de normas que obligaran a las instituciones a revelar su situación y a apartar fondos como una reserva para protegerse de las malas apuestas.

Una y otra vez, Greenspan -figura adorada a la que se apodaba El Oráculo- proclamó que los mercados podían manejar los riesgos. "Él y

varios responsables del Tesoro rechazaban por sistema las propuestas para imponer una regulación por minimalista que fuera", recuerda Alan S. Blinder, ex miembro del consejo de la Reserva Federal y economista de la Universidad de Princeton. "Mi recuerdo de él es que no hacía más que corear en favor de los derivados".

Arthur Levitt Jr., ex presidente de la Comisión de Valores e Intercambios estadounidense, explica que Greenspan se oponía a regular los derivados por su desdén básico hacia el Gobierno. Levitt señala que la autoridad y los conocimientos sobre las finanzas globales de El Oráculo convencieron una y otra vez a los legisladores menos versados en finanzas de que siguieran el camino que marcaba. "Siempre tuve la sensación de que los titanes de nuestra asamblea legislativa no querían revelar su propia incapacidad para comprender algunos de los conceptos que presentaba Greenspan", añade Levitt. "No recuerdo que alguien preguntara: '¿A qué te refieres con eso, Alan?'".

No obstante, algunos sí que hicieron preguntas. En 1992, Edward J. Markey, un demócrata de Massachusetts que dirigió el subcomité de la Cámara de Representantes sobre telecomunicaciones y finanzas, solicitó a lo que entonces era la Oficina General de Contabilidad que estudiara los riesgos de los derivados. Dos años después, esta oficina publicó su informe, en el que identificaba "lagunas y flaquezas significativas" en la supervisión reguladora de los derivados.

"El fracaso repentino o la retirada brusca de cualquiera de estos importantes agentes de Estados Unidos podría provocar problemas de liquidez en los mercados y, además, presentar riesgos para otras personas, como bancos asegurados a nivel federal y el sistema financiero

en su conjunto", afirmó Charles A. Bowsher, jefe de la oficina de cuentas, cuando testificó ante el comité de Markey en 1994. "En algunos casos la intervención ha tenido y podría tener como consecuencia un rescate financiero pagado o garantizado por los contribuyentes".

En su testimonio de aquella época, Greenspan se mostró tranquilizador: "Los riesgos en los mercados financieros, incluidos los mercados de los derivados, los están regulando las partes privadas". Advirtió que los derivados podrían amplificar las crisis porque vinculaban las fortunas de muchas instituciones aparentemente independientes. "La propia eficacia que esto implica significa que, en el caso de que surgiera una crisis, ésta se transmitiría a un ritmo mucho más rápido y con una virulencia mucho mayor", comentó. Pero calificó dicha posibilidad de "extremadamente remota". Y añadió: "El riesgo es parte de la vida".

Ese mismo año, Markey presentó una ley que estipulaba una mayor regulación de los derivados. Nunca se llegó a aprobar.

En 1997, la Comisión de Negociación de Futuros de Materias Primas, una agencia que regula las operaciones bursátiles con opciones y futuros, empezó a explorar la regulación de los derivados. La comisión, que por aquel entonces estaba dirigida por una abogada llamada Brooksley E. Born, pidió que le enviaran comentarios sobre cuál era la mejor forma de supervisar ciertos derivados.

Born estaba preocupada por el hecho de que las transacciones sin trabas y opacas pudieran "amenazar nuestros mercados regulados o, de hecho, nuestra economía sin que ninguna agencia federal supiera nada al respecto", manifestó en una vista ante el Congreso. Hizo un llamamiento

por una mayor transparencia de las operaciones bursátiles y para crear reservas a fin de protegerse frente a las pérdidas.

La opinión de esta letrada suscitó una firme oposición por parte de Greenspan y de Robert E. Rubin, el secretario del Tesoro entonces. Los abogados del Tesoro concluyeron que el mero debate sobre las nuevas normativas amenazaba el mercado de derivados. Greenspan advirtió de que unas normativas excesivas perjudicarían a Wall Street e inducirían a los agentes de Bolsa a llevarse su negocio al extranjero.

"Él le dijo a Brooksley que básicamente no sabía qué estaba haciendo y que iba a provocar una crisis financiera", cuenta Michael Greenberger, que era director jefe de la comisión. "Brooksley era una mujer que no jugaba al tenis con esta gente ni comía con ellos. En parte daba la impresión de que esta mujer no pertenecía a Wall Street".

Born no quiso hacer comentarios. Rubin, que ahora es uno de los principales directivos del Citigroup, asegura que estaba a favor de regular los derivados -en especial, incrementando las reservas frente a posibles pérdidas- pero que no vio la forma de hacerlo cuando estuvo al frente del Tesoro. "Todas las fuerzas del sistema estaban alineadas en contra", asegura. "Desde luego, el sector no quería que se incrementaran estos requisitos. No había posibilidades de movilizar a la opinión pública".

Greenberger afirma que el clima político habría sido distinto si Rubin hubiera pedido más regulación. A principios de 1998, el segundo de Rubin, Lawrence H. Summers, llamó a Born y la castigó por dar pasos que, según él, iban a desencadenar una crisis financiera, de acuerdo con las afirmaciones de Greenberger. Summers dice que no se acuerda de



haber mantenido dicha conversación, pero estaba de acuerdo con Greenspan y con Rubin en que la proposición de Born era "muy problemática".

El 21 de abril de 1998, las autoridades financieras federales se reunieron en el Tesoro en una sala de conferencias forrada de madera para debatir la propuesta de Born. Rubin y Greenspan le imploraron que reconsiderara su opinión, según Greenberger y Levitt. Ella siguió adelante.

El 5 de junio de 1998, Greenspan, Rubin y Levitt pidieron al Congreso que evitara que Born actuara antes de que los reguladores más experimentados hubieran presentado sus recomendaciones. Levitt afirma que ahora se arrepiente de la decisión. Greenspan y Rubin estaban "juntos en esto", añade. "No cabe duda de que se oponían a ello y me convencieron de que sembraría el caos", concluye.

Born no tardó en conseguir un ejemplo. En otoño de 1998, el fondo de cobertura Long Term Capital Management estuvo a punto de quebrar arrastrado por apuestas catastróficas con derivados, entre otras cosas. Más de una docena de bancos hicieron un fondo común de unos 2,7 millones de euros para un rescate privado que evitara que el fondo entrara en bancarrota y pusiera en peligro a otras empresas.

A pesar de este suceso, el Congreso congeló la autoridad reguladora de la Comisión de Negociación de Futuros de Materias Primas (CFTC, en sus siglas en inglés) durante seis meses. Al año siguiente, Born se marchó. En noviembre de 1999, las autoridades reguladoras, incluidos Greenspan y Rubin, recomendaron que el Congreso retirara a la CFTC de forma permanente su autoridad reguladora sobre los derivados.

Greenspan, según los legisladores, utilizó entonces su prestigio para asegurarse de que el Congreso hacía lo que él quería. "A Alan le tenían en mucha estima", explica Jim Leach, un republicano de Iowa que dirigía el Comité Bancario y de Servicios Financieros de la Cámara de Representantes por aquella época. "Tienes un ámbito de criterio en el que los miembros del Congreso carecen por completo de experiencia".

A medida que el mercado seguía avanzando a toda marcha a lomos de un histórico mercado alcista, la opinión preponderante era que los tiempos de vacas gordas eran obra, en gran parte, de la mano firme de Greenspan al timón de la Reserva Federal. "Pasarás a la historia como el mejor presidente del Banco de la Reserva Federal", dijo el senador Phil Gramm, el republicano de Texas que presidió el Comité Bancario del Senado cuando Greenspan apareció por allí en febrero de 1999.

Las credenciales y la confianza del predecesor de Ben Bernanke, actual presidente de la Fed, reafirmaron su reputación. Esto le ayudó a convencer al Congreso para que revocara leyes de la época de la Depresión que separaban la banca comercial y la de inversión para reducir el riesgo general en el sistema financiero. "Tenía una forma de hablar que te hacía creer que sabía exactamente de qué estaba hablando en todo momento", asegura Tom Harkin, senador demócrata de Iowa. "Era capaz de decir cosas de una manera que hacía que la gente no quisiera hacerle ninguna pregunta, como si lo supiera todo. Él era El Oráculo y, ¿quién eras tú para ponerle en duda?".

En 2000, Harkin preguntó qué pasaría si el Congreso debilitaba la autoridad de la CFTC. Greenspan aseguró que se podía confiar en Wall

Street. "Podemos tener grandes cantidades de regulación y les garantizo que nada irá mal, pero nada irá bien", explicó.

Ese mismo año, en una vista del Congreso sobre el auge de las fusiones, sostuvo que Wall Street había domado al riesgo. "Con un aumento semejante de la concentración de la riqueza, ¿no le preocupa que, si una de estas enormes instituciones fracasa, esto vaya a tener un impacto tremendo sobre la economía nacional y mundial?", le preguntó Bernard Sanders, representante independiente de Vermont. Greenspan replicó: "No. Creo que el crecimiento general de las grandes instituciones ha tenido lugar en el contexto de una estructura subyacente de mercados en la que muchos de los riesgos principales están drásticamente, o debería decir completamente, cubiertos".

La Cámara de Representantes aprobó por inmensa mayoría la ley que mantuvo los derivados al margen de la supervisión de la CFTC. El senador Gramm insertó una cláusula adicional que limitaba la autoridad de esta comisión a una ley de apropiaciones de 11.000 páginas. El Senado la aprobó, y el presidente Clinton la ratificó.

Aun así, los inversores espabilados como Buffett siguieron haciendo resonar las alarmas sobre los derivados, del mismo modo que lo hizo en 2003, en su carta anual a los accionistas de su empresa, Berkshire Hathaway. "Grandes cantidades de riesgo, sobre todo riesgo crediticio, han pasado a estar concentradas en manos de un número relativamente reducido de agentes de derivados. Los problemas de uno podrían infectar rápidamente a otros", escribió.

Pero seguía habiendo operaciones. Cuando Greenspan empezó a oír hablar de la burbuja inmobiliaria, hizo caso omiso de la amenaza. Wall Street estaba usando los derivados, comentó en un discurso de 2004, para compartir los riesgos con otras empresas.

Desde entonces, el riesgo compartido ha pasado de ser una fuente de comodidad a ser un virus. A medida que la crisis inmobiliaria creció y las hipotecas dejaron de pagarse, los derivados magnificaron la crisis.

El cataclismo en Wall Street que se ha llevado por delante a empresas como Bear Stearns y Lehman Brohters y ha puesto en peligro al gigante asegurador American International Group se ha visto acelerado por el hecho de que tanto ellos como sus clientes estaban vinculados por los derivados. En los últimos meses, a medida que la crisis financiera ha ido tomando impulso, las apariciones públicas de Greenspan se han vuelto cada vez más poco frecuentes.

Sus memorias se publicaron a mediados de 2007. Empezaba a conocerse el desastre, y su gira para promocionar el libro se convirtió en un referéndum sobre sus políticas.

Cuando apareció este año la versión de bolsillo, Greenspan escribió un epílogo que ofrece una refutación, si se le puede llamar así. "La gestión del riesgo nunca puede alcanzar la perfección", escribe. Los malos, comenta, son los banqueros, por cuyo interés individual había apostado en otra época. "Apostaron a que podrían seguir aumentando sus posiciones de riesgo y, aun así, venderlas antes del diluvio", continúa, "la mayoría de ellos estaban equivocados. Los Gobiernos y los bancos centrales no podrían haber alterado el curso del boom".