UNIVERSIDAD NACIONAL DE COLOMBIA

Gestión de las crisis financieras. Un análisis a las dinámicas y actores presentes en los planes de rescate: Una aproximación al caso de Estados Unidos

Paola Andrea Zambrano García

Universidad Nacional de Colombia

Facultad de Ciencias Económicas, Escuela de Administración y contaduría

Bogotá, Colombia

2012

Gestión de las crisis financieras. Un análisis a las dinámicas y actores presentes en los planes de rescate: Una aproximación al caso de Estados Unidos

Paola Andrea Zambrano García

Tesis presentada como requisito parcial para optar al título de:

Magister en Administración

Director:

Ph.D., Stanley Malinowitz

Línea de Investigación:

Teoría, estrategia y gestión de la organización

Gestión Pública

Universidad Nacional de Colombia

Facultad de Ciencias Económicas, Escuela de Administración y Contaduría

Bogotá, Colombia

2012

A mis padres y a mi hermano por su apoyo incondicional en todo este proceso.

A Diego quien fue mi guía permanente.

Agradecimientos

A mis padres que son el motor fundamental de mi vida y son quienes me proporcionan de confianza y seguridad para comenzar, continuar y culminar cada meta que me propongo.

A mi hermano que con sus habilidades e inteligencia siempre me sorprende y me inspira en los proyectos de mi vida.

A Diego a quien debo gran parte de este trabajo, por su paciencia, dedicación y pertinentes correcciones que permitieron culminar de manera exitosa esta etapa de mi vida.

A mi director Stanley Malinowitz por su juiciosa lectura, comentarios pertinentes, paciencia y comprensión en el acompañamiento de este proceso.

A la Universidad Nacional por permitirme usar sus recursos donde se llevaron a cabo gran parte de los avances y discusiones que alimentaron el trabajo.

Al grupo Escuela para el Desarrollo, a sus integrantes y al profesor Cesar Giraldo que gracias a las lecturas y discusiones sobre un mundo antes desconocido para mí, incrementaron mi capacidad de lectura, comprensión, crítica, análisis y discusión que permitieron desarrollar este trabajo con mayores y mejores herramientas.

Resumen

A partir de la gestión de las crisis financieras, se hace interesante entrar a analizar los actores y roles que configuran la estructura administrativa así como la toma decisiones y los elementos que determinan las acciones ejecutadas en los planes de rescate, cuyos resultados en algunas ocasiones son beneficiosos para los agentes que tienen intereses en los rendimientos de los mercados financieros. En este trabajo de investigación se desarrolla esta temática, iniciando con una descripción histórica de las crisis financieras más representativas a partir de 1870 y las estrategias de acción elaboradas por diferentes actores e instituciones para "salvar la economía". A continuación se describe dentro de un panorama global la crisis acontecida en 2008 en Estados Unidos para contextualizar la parte final de este trabajo. Es en la última parte de esta investigación donde se centran los resultados obtenidos.

Por un lado se puede afirmar que a lo largo de la historia durante la gestión de la crisis se dan las pautas para la transformación y adaptabilidad del capitalismo a las nuevas concepciones políticas, económicas y sociales, por lo tanto se hace importante incluir la gestión de la crisis dentro del estudio formal de la economía. Además se describe la gestión de la crisis de 2008 desde la visión de sus protagonistas, que permite demostrar una relación entre los principales actores presentes en la gestión de los planes de rescate y su vinculación con los mercados financieros. Finalmente se hacen algunas reflexiones sobre las medidas que permiten regular las dinámicas de gestión en las crisis financieras, encontrando que a pesar de ser ejecutadas en la crisis de 2008 se nota con preocupación que tanto en la historia como en la actualidad la economía entra nuevamente en crisis.

Palabras clave: gestión, crisis financiera, agentes, Estados Unidos, estrategias de acción.

Abstract

From the management of financial crisis, it is interesting going into the actors and roles that make up the administrative structure, decision making and the elements that determine the actions in the rescue plans, whose results are beneficial for agents with interests in the performance of financial markets. We develop this research beginning with a historical overview of the most representative financial crisis from 1870 and action strategies that were developed by different actors and institutions to "save the economy." Then we have an overview in the crisis which occurred in 2008 in the United States that will be the final core of this work. Finally in the last part of this research we focus in the results analysis.

On the one hand we can say that along crisis history, its management has given the guidelines for capitalism transformation and adaptability to new economic, political and social ideas. Then it is important to include crisis management within the formal study of economics. We also also describe the crisis management of the 2008 from the protagonist perspective, in order to show the links between the main actors in the rescue plan management and their links with financial markets. Finally we make some reflections on the measures that can regulate the dynamics of management in the financial crisis, finding that despite these measures were implemented in the 2008 crisis; the system will be again in crisis as we can notice right now.

Keywords: management, financial crisis, agents, United States, strategies.

Contenido

Pág.

Resumen ..... **IX**

Lista de ilustraciones ..... **XIII**

Lista de abreviaturas ..... **XIV**

Introducción... ..... **1**

1. Capítulo 1. Una perspectiva histórica de las crisis y un acercamiento a los elementos en su gestión. 1870-2000 ..... **5**

1.1 Los albores del siglo XX, las primeras Crisis y sus respectivos rescates y gestión (1890-1920)... 6

1.1.1 Las crisis de finales del siglo XIX y el primer plan de rescate 6

1.1.2 De la expansión de empresas globales a la primera guerra mundial. Crisis en los inicios del siglo XX 7

1.2 La gran depresión y sus antecedentes. Aprendizajes en la gestión de los planes de rescate 8

1.2.1 El auge económico en Estados Unidos y los felices años veinte 8

1.2.2 El crack financiero de 1929, la explosión de la burbuja de los años 20 9

1.2.3 Hacia la gestión de un plan de rescate para salir a flote de la Gran Depresión . 9

1.3 Los 30 gloriosos y una nueva era del capitalismo 11

1.3.1 Del Bretton Woods y la edad de oro del capitalismo 11

1.3.2 La ruptura de Bretton Woods 12

1.4 Crisis de 1973 a 1990 13

1.4.1 La convulsionada década del 70 y el ascenso del poder financiero 13

1.4.2 La crisis de la Deuda de los ochenta y el auge de la banca transnacional 14

1.4.3 El Consenso de Washington y otros planes para escapar a la crisis de la deuda 17

1.5 El fin de un siglo y la persistencia de las Crisis Capitalistas (1990-2006) 18

1.5.1 La desregulación financiera a finales del siglo XX 18

1.5.2 El auge de la globalización y las crisis en la década de los 90 19

1.5.3 El siglo XXI y la continuación de un ciclo 22

2. Capítulo 2. Una mirada en detalle a la crisis de 2008 y sus antecedentes **25**

2.1 Hacia los hechos relevantes en la crisis de 2008 25

2.1.1 Las transformaciones de la financiarización y los orígenes estructurales de la crisis financiera de 2008 25

2.1.2 La configuración de una crisis: Una laxa política económica, Innovaciones financieras, y una mala regulación 27
2.2 Mercado hipotecario y créditos subprime 30
2.3 La explosión de la burbuja inmobiliaria y el estallido de la crisis 2007-2008 32
2.3.1 Un reconocimiento tardío de la crisis y los intentos en vano por cambiar el rumbo..... 32
2.3.2 El gran colapso 33
2.4 El rescate de la economía mundial 34

3. Capítulo 3. Anatomía de la gestión de los planes de rescate de las crisis financieras. Los planes de rescate en la crisis de 2008 39
3.1 Una aproximación a los planes de rescate y su dinámica dentro del capitalismo 40
3.1.1 Una mirada crítica a la estructuración de los planes de rescate 40
3.1.2 Los organismos Multilaterales: El FMI y los planes de rescate desde un orden financiero internacional 41
3.1.3 Los planes de rescate como parte de un ciclo capitalista para la reinvención del sistema 42
3.2 Cómo se gestionó el plan de rescate de la crisis de 2008. Una mirada desde sus protagonistas 43
3.2.1 La importancia de una perspectiva desde los actores 43
3.2.2 De cómo se tejió la red para la gestión de la crisis de 2008 45
3.2.3 Reflexiones sobre el Plan de rescate de la economía norteamericana en 2008.64
3.3 Hacia una verdadera gestión de los planes de rescate 65
3.3.1 De la prevención de las crisis y su verdadero alcance 66
3.3.2 De la incoherencia y el constante riesgo moral en los planes de rescate. 68
3.3.3 Algunos lineamientos para la mejora en la gestión del plan de rescate 70
3.3.4 Un esquema de estructuración de la gestión de crisis 71
3.3.5 Medidas para afrontar la crisis 74

4. Conclusiones..... 77

Bibliografía..... 79

Lista de ilustraciones

Ilustración 2-1: Rescate a instituciones financieras y Ley de Emergencia para la Estabilización Económica en Estados Unidos, 2008 (miles de millones de dólares). (Marichal, 2010, pág. 305 Gráfico 6.3) 36
Ilustración 3-1: Esquema propuesto por Duménil y levy. (Duménil & Lévy, 2007, pág. 214)..... 42

Lista de abreviaturas

Abreviatura	Término
AIG	American International Group
BM	Banco Mundial
CDO	Collateralized Debt Obligation (Obligaciones de Deuda Colateralizada)
CEO	Chief Executive Officier (Jefe Ejecutivo-Gerente)
CIC	China Investment Corporation
EE. UU.	Estados Unidos
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation (Comisión Federal de Seguros de Depósitos)
FED	Federal Reserve System (Sistema de Reserva Federal)
FHFA	Federal Housing Finance Agency (Agencia Federal de Financiación de Vivienda)
FMI	Fondo Monetario Internacional
GSE	Government-sponsored enterprises (Corporaciones Subsidiadas del Gobierno)
LTCM	Long Term Capital Management
MDD	Millones de Dólares
NFA	New Financial Architecture (Nueva Arquitectura Financiera)
SEC	Securities and Exchange Commision (Comisión Nacional de Valores de los EE.UU.)
SIV	Special Investment Vehicle (Vehículos de Inversión estructurada)
TARP	Troubled Asset Relief Program (Programa de Ayuda para Activos Tóxicos)

Introducción

El mundo capitalista ha pasado por diversos colapsos económicos durante su historia que se pueden evidenciar a partir de los años 1870, sin embargo, desde los años 1970, el mercado financiero ha tomado gran importancia al convertirse en una fuerza económica dominante donde una de las consecuencias de su poder se ha visto reflejada en las crisis financieras, que por las dinámicas del mercado afecta a todo el mundo. Para sanear un poco las repercusiones de estas crisis se ha generado un fenómeno recurrente en muchos países, este fenómeno corresponde a una respuesta de los gobiernos a intervenir en los estados financieros de los agentes afectados en las crisis, ya sea enfocados al pago urgente de la deuda del país o con las notorias caídas de las grandes empresas privadas tanto financieras como no financieras, a través de ajustes fiscales o en otros casos nacionalizaciones o grandes inyecciones de capital.

Respecto al origen de las crisis financieras David Harvey cree que "ha habido un serio problema, particularmente desde 1970, con el modo de absorber volúmenes cada vez más grandes de excedente en la producción real. Sólo una parte cada vez más pequeña va a parar a la producción real, y una parte cada vez más grande se destina a la especulación con valores de activos, lo que explica la frecuencia y la profundidad crecientes de las crisis financieras que estamos viendo desde 1975, más o menos. Son todas crisis de valores de activos" (Harvey, 2009, pág. 3).

Para estudiar la gestión de las crisis financieras se hace necesario conocer el origen de la dominación del capital financiero en la economía capitalista, este origen se remonta a los primeros años de la década del 70 con la abolición del acuerdo de Bretton Woods que había establecido un sistema de paridades fijas entre el dólar y el oro que también se conocía como el patrón oro-dólar. Este sistema le generó un gran poder de compra a Estados Unidos puesto que no tenía una restricción monetaria explícita. "La capacidad de gasto de dicho país se fue expandiendo y durante los años 70 surgió un creciente déficit comercial que al final de la década se aceleró por las erogaciones que causaba la guerra de Vietnam" (Giraldo, 2007, pág. 90).

Como se ha comentado, las crisis financieras se han vuelto recurrentes con el crecimiento de la liberalización de los mercados financieros , Estados Unidos por ejemplo ha experimentado varias crisis: La crisis bancaria generada por los prestamos excesivos a Latinoamérica (usualmente no reconocida como una crisis bancaria norteamericana, sino como una crisis de la deuda latinoamericana que llevo a la denominada década perdida), la crisis de ahorros y créditos de finales de los 80, la crisis de las *punto com* a comienzos de 2000 y la reciente crisis de 2008 (Griffith-Jones, Ocampo, & Stiglitz, 2010, pág. 1), en donde se hace un mayor énfasis en este trabajo.

Es así, que en respuesta a las crisis financieras los planes de rescate aparecen como medidas que deben ejecutarse casi instantáneamente con el fin de cumplir un objetivo principal: salvar la

economía. Sin embargo, entre los actores encargados de diseñar los planes de rescate como por ejemplo los organismos multilaterales, que en la actualidad son los encargados de proponer soluciones y ejecutar acciones para solventar los problemas generados tras las crisis financieras, se encuentran personajes cuyas influencias resultan beneficiosas para un grupo particular de agentes económicos, quienes a su vez presentan vínculos con los mercados financieros y son finalmente los "ganadores de las crisis financieras".

A partir de la gestión de las crisis financieras, se hace interesante entrar a analizar los actores y roles que configuran la estructura administrativa así como la toma decisiones y los elementos que determinan las acciones ejecutadas en los planes de rescate, cuyos resultados son beneficiosos para los agentes que tienen intereses en los rendimientos de los mercados financieros.

El análisis de los actores e instituciones presentes en la gestión de los planes de rescate, permitirá comprender de manera más apropiada los efectos reales sobre los agentes cuyos intereses se enfocan hacia los rendimientos de los mercados financieros, además de entender la naturaleza real de estos planes de rescate. En este punto es importante aclarar que algunos críticos afirman que el término "rescate nacional" para referirse a los planes de rescate de una economía nacional es "inapropiado, porque no están salvando al conjunto del sistema financiero existente; están salvando a los bancos, a la clase capitalista, perdonándoles deudas y transgresiones. Y sólo los están salvando a ellos. El dinero fluye a los bancos, pero no a las familias que sufren la ejecución de sus hipotecas, lo que está comenzado a provocar cólera" (Harvey, 2009, pág. 3).

La importancia del estudio de la economía de la información, es otro de los puntos a destacar en el marco de la gestión de las crisis financieras. El intento de Ignorar los problemas de imperfección y asimetrías de la información por parte de los reguladores y de los participantes del mercado, un sistema de incentivos perversos a los diferentes actores financieros, conflictos de interés en las agencias calificadoras de riesgo y constantes situaciones de riesgo moral fueron las dinámicas que acentuaron las crisis (Griffith-Jones, Ocampo, & Stiglitz, 2010, pág. 3). Así entonces los actores de la gestión de las crisis financieras están expuestos a estos mismos riesgos morales, puesto que probablemente en las decisiones y la estructuración de un plan de rescate surgen conflictos de intereses en los reguladores por sus constantes vínculos con los principales actores del mercado financiero.

La gestión de las crisis financieras es un campo cuyo desarrollo investigativo ha ido fortaleciéndose en la medida en que los fenómenos continúan presentándose. La importancia del estudio de la gestión de las crisis financieras radica en que en una economía financiarizada existe un rápido fenómeno de contaminación de las crisis del sector financiero al sector productivo, un sector donde son muy notables los efectos sobre el empleo y la disminución de la demanda. (Elkhaldi, 2009, pág. 3).

La importancia de estudiar la gestión de las crisis financieras también está asociada a que gran parte de las decisiones tomadas en estos procesos afectan a los trabajadores con reducción o estancamiento de salarios y también muchos procesos de inversión social donde los recursos se recortan significativamente. Esta dinámica se pudo observar en la reciente crisis de Grecia en 2010, donde el pánico se expandió rápidamente por la Unión Europea donde para "tranquilizar a los mercados se improvisó un fondo de estabilización del euro y se lanzaron a través de Europa unos planes de reducción de gastos públicos drásticos y con mucha frecuencia ciegos" (Askenazy, Coutrot, Orléan, & Sterdyniak, 2010), estos planes de reducción finalmente afectan a la

población, que para el caso europeo se observa en la disminución de funcionarios públicos y el aumento de edad para la jubilación. De esta forma pareciese que "el uso capitalista de las crisis consiste precisamente en mostrar que la única forma de superarla consistiría en impulsar reformas aplazadas para darle un nuevo sentido a procesos de neoliberalización" (Estrada, 2009, pág. 13).

Teniendo en cuenta que el objetivo principal de esta investigación es identificar los actores que intervienen en los planes de rescate y las decisiones tomadas en relación a su vínculo con los mercados financieros, para encontrar medidas que permitan regular las dinámicas de gestión en las crisis financieras, se desarrollaron tres capítulos que permiten sustentar lo anterior.

Dada la tendencia a solventar los problemas generados tras las crisis, surge la importancia de desarrollar una investigación que identifique los colapsos que han llevado a la economía a graves crisis a partir de los años 1870, pasando por la Gran Depresión, las fuerzas del mercado financiero en los años 70, las crisis de los años 80 y la crisis de 2008. En cada suceso esta investigación se centra en la descripción de las principales causas, desarrollo y consecuencias de las crisis, haciendo énfasis en las acciones que se ejecutaron, definidas dentro del marco de la gestión de los planes de rescate. En el capítulo 1 se desarrolla esta interesante historia que permitirá al lector enlazar distintos sucesos con los estallidos de crisis económicas y las acciones ejecutadas en cada una de ellas, con el fin de formar una base teórica que permita entender la importancia de desarrollar mecanismos para la gestión de la crisis.

Con el fin de aportar un análisis veraz sobre la gestión de las crisis financieras, en el capítulo 2 se analiza el caso particular de Estados Unidos (EE. UU.), donde se resaltan los aspectos más relevantes que llevaron a su reciente crisis financiera de 2008, también se describen los sucesos más importantes durante su desarrollo y en un marco general se describen las acciones que fueron ejecutadas para estabilizar de nuevo el sistema. Este capítulo permite entender desde un punto externo algunos detalles relevantes que acontecieron antes, durante y después del colapso financiero de Estados Unidos, para contextualizar la investigación y ofrecer las pautas necesarias que permitan comprender el análisis que posteriormente se desarrolla en el capítulo final.

Para finalizar este trabajo investigativo, el capítulo 3 comprende tres etapas que centran los resultados obtenidos. Una primera parte corresponde a la importancia de incluir la gestión de crisis dentro del estudio de la economía formal, como un componente que a lo largo de la historia ha permitido *transformar* el capitalismo, así, durante la gestión de la crisis se dan las pautas para la transformación y adaptabilidad del capitalismo a las nuevas concepciones políticas, económicas y sociales.

En la segunda parte del capítulo 3, se hace especial énfasis en la gestión que se desarrolló en la crisis de 2008 esta vez desde un punto de vista interno, desde sus protagonistas. Se identifican los elementos que determinaron las acciones ejecutadas desde las instituciones que intervinieron, desde su estructura administrativa hasta los agentes internos o externos, los roles que tomaron y finalmente los ganadores de esta crisis. De esta manera el lector encontrará que se puede distinguir si finalmente existió una relación entre los principales actores presentes en la gestión de los planes de rescate y su vinculación con los mercados financieros.

Como los planes de rescate se dan en un marco a corto plazo, en el cual su ejecución debe orientarse al fin último de salir de la crisis en lo posible minimizando daños a las economías

globales, también debería orientarse a que dichas acciones tengan objetivos a largo plazo que eviten una nueva crisis y el ciclo nuevamente se repita. En la tercera parte de este capítulo 3, se hacen algunas reflexiones sobre la gestión de las crisis, entendida ésta "como el conjunto de acciones que pueden ser adoptadas por las autoridades destinadas a contener una crisis financiera y evitar los efectos potencialmente perturbadores sobre el sistema financiero o la economía real" (EFC, 2001, pág. 9). Aquí se describe primero una fase de prevención que incluyen políticas de supervisión y regulación y si inminentemente se producen estos colapsos, la fase se considera finalmente como "gestión de crisis".

En cuanto a la metodología utilizada en este trabajo, es importante resaltar que el objetivo de esta investigación es despojarse de la carga positivista, dando un enfoque más constructivista con el fin de comprender una realidad económica representada en las crisis financieras, permitiendo además encontrar particularidades de este fenómeno y mostrarlas no como una verdad absoluta, sino como una forma de evidenciar algo que está sucediendo en la actualidad sin proporcionar una explicación aplicable a todo el fenómeno que se presenta a nivel global.

Otro aspecto a considerar dentro del desarrollo de esta investigación es que desde la perspectiva cualitativa se buscó comprender las influencias (intereses en los rendimientos de los mercados financieros) de las acciones de los actores e instituciones que intervinieron en la gestión de los planes de rescate. Teniendo en cuenta que la metodología cualitativa acude al uso de una variedad de materiales bibliográficos, para esta investigación se acudió a la recopilación de material histórico que permitió el desarrollo de un marco teórico donde se describen los aspectos importantes de las crisis económicas a partir del año 1870, hasta la crisis financiera de 2008. Además se observaron los fenómenos que ayudaron a comprender la gestión de las crisis financieras y las medidas tomadas para sanear sus efectos.

Por otro lado, se usaron todas las herramientas que permitieron la comprensión de múltiples perspectivas, lógicas y visiones de los actores sociales que construyen e interpretan la gestión de las crisis financieras. Para esto se hizo uso de consulta bibliográfica (bases de datos de la Universidad Nacional, revistas, artículos, libros, entre otros) y se seleccionaron documentos de las entidades públicas y privadas, que fueron necesarios en todo el transcurso de la investigación.

1. Capítulo 1. Una perspectiva histórica de las crisis y un acercamiento a los elementos en su gestión. 1870-2000

Desde del surgimiento del capitalismo se pueden observar debacles de la economía que se presentan en el tiempo y pueden ser caracterizados como crisis. El objetivo de este primer capítulo es dar a conocer algunos elementos de las crisis que se han presentado desde finales del siglo XIX, haciendo especial énfasis a las acciones que se tomaron para retornar a la calma a las economías. Se puede afirmar que en la mayoría de estos planes de rescate en las medidas adoptadas siempre estuvo presente como uno de los actores principales el Estado. La gestión se caracterizó por una intervención de los gobiernos por salvar sus devastadas economías cuando éstas ya habían colapsado. Para esta primera parte es importante mostrar que las crisis tienden a presentar un patrón en el que usualmente existe una primera etapa asociada a una expansión crediticia de la mano de altos niveles de consumo, especulación en el mercado bursátil y de bienes físicos. Dentro de esta dinámica se alcanza un punto de auge y agitación que traerá una caída en la confianza de los actores del mercado y consecuentemente una caída en los precios. Así entonces se originan pánicos en el mercado de valores e inseguridad en el sistema bancario. Estos hechos configuran la crisis como un gran trastorno para la economía.

En este capítulo también se podrá identificar cómo gradualmente otros sectores han tomado protagonismo en la gestión de los planes de rescate, especialmente el sector financiero. Teniendo en cuenta que gran parte de las crisis se debe al colapso de un sistema financiero que cada vez más fortalece sus redes globalmente y que por ende, la caída de una institución financiera de gran envergadura debilita esta red y se produce una caída del sistema económico por todo el planeta, similar a la caída sucesiva de una fila de dominó, que inicia desde el gobierno que representa los intereses de la nación y los ciudadanos y se extiende a los demás sectores de la economía. Entre estos sectores se encuentran aquellos que mueven la economía, especialmente el sector industrial que en una época alcanzó a abarcar el mayor protagonismo, pero que para los años 70 el sector financiero adquiere entonces gran relevancia en la toma de decisiones para salvar la economía. Se plantea además un fenómeno denominado financiarización que se puede entender como el predominio de los actores, roles y motivos financieros en una economía. Dada la importancia de este fenómeno en la crisis de 2008 este concepto se revisará con más detalle en el capítulo 2.

Sin más preámbulos a continuación se presenta el desarrollo de algunas de las crisis económicas más relevantes desde finales del siglo XIX, y las dinámicas propias en la gestión de estas crisis. Para ello este capítulo estructura las crisis en tres etapas, aquellas acontecidas antes de 1929,

luego un acercamiento a La Gran depresión, y finalmente los sucesos desde 1970 para dejar algunas bases al siguiente periodo 2008 que se desarrolla en detalle en el capítulo 2.

1.1 Los albores del siglo XX, las primeras Crisis y sus respectivos rescates y gestión (1890-1920)

1.1.1 Las crisis de finales del siglo XIX y el primer plan de rescate

En las últimas décadas del siglo XIX se da un fenómeno que se puede denominar como una revolución bancaria junto con una gran consolidación del sector industrial en países del norte. Mientras se mantenía la confianza del papel moneda los clientes depositaban su dinero en los bancos de Inglaterra, Francia, Alemania, Holanda y EE. UU., así mismo aumentaba la oferta de crédito y capitales en los mercados financieros. El banco de Inglaterra se fortaleció como referente mundial y la libra esterlina como la moneda de reserva preferida, en caso de que un banco no obtuviese todo el oro en metálico que deseaba. (Marichal, 2010, pág. 57).

Por otra parte los mercados financieros en países de periferia también adquieren relevancia en la década de 1880 con una tendencia creciente. Este auge generó entonces una serie de burbujas financieras, bursátiles e inmobiliarias en los mercados locales, en especial en Buenos Aires y Río de Janeiro. Con la crisis en Argentina en 1890 se vieron afectados los mercados financieros en Londres especialmente el prestigioso banco Baring Brothers ya que este era tenedor de gran parte de los bonos argentinos. Lord Revelstoke, director de la casa Baring, informó a William Lidderdale, gobernador del Banco de Inglaterra que su firma estaba a punto de declararse en banca rota a raíz de sus compromisos financieros con la Argentina. Dos días después Lidderdale se reunió con George Goschen, secretario del Tesoro, con el objetivo de redactar una nota que persuadiera al Banco de Francia para que transfiriera una fuerte cantidad de oro con la mayor premura posible al Banco de Inglaterra y así disuadir una posible fuga de capitales. Al siguiente día 2 millones de libras esterlinas en oro llegaron de París; al mismo tiempo, el Banco de Inglaterra obtuvo otro millón y medio de libras en oro de la venta de bonos del tesoro británico al agente financiero del gobierno ruso. “Con este respaldo, se pudo llevar a cabo una de las primeras y más exitosa operaciones de rescate financiero verdaderamente internacional” (Marichal, 2010, pág. 63). Se puede interpretar este rescate como una intervención de los actores financieros interesados (Revelstoke de Baring) y del gobierno británico en cabeza de su secretario del tesoro y su gobernador del Banco de Inglaterra al persuadir al banco de Francia. Esta crisis fue de las primeras de un país periférico con consecuencias internacionales, en este caso puso en jaque a uno de los bancos pilares de Inglaterra.

Hacia 1893 se produce otra crisis de orden financiero en Estados Unidos. Los diversos rescates en las crisis financieras están muy asociados al flujo de capital de una institución financiera (bancaria) a otras con falta de liquidez, sin embargo la naturaleza de la institución que provee dicho flujo puede ser de naturaleza privada o pública, tal como sucedió en 1893, donde el New York Clearing House Association extendió varios millones de dólares en certificados de préstamo, operó entonces como un prestamista de última instancia para evitar el pánico financiero, función importante en tanto no existía aún un banco central en Estados Unidos.

1.1.2 De la expansión de empresas globales a la primera guerra mundial. Crisis en los inicios del siglo XX

Para 1907 se presenta una nueva crisis en medio de lo que se podría catalogar como una edad dorada del capitalismo global, esté término obedece a que durante este periodo se produjo la expansión de *empresas globales*: bancos, compañías de seguros, firmas eléctricas, empresas mineras y petroleras y algunas manufactureras que se transformaron en multinacionales, además de que continuaban con la construcción de ferrocarriles, sistemas de telégrafos, modernización de puertos, entre otros. Sin embargo, pese a este crecimiento hacia finales de 1907 la actividad económica de Estados Unidos se desplomó, una de las causas inmediatas fue una gran riesgosa operación especulativa que puso en marcha Fritz A. Heinze (presidente del Mercantile National Bank de Nueva York) que tenía como objetivo monopolizar el mercado del cobre. Una vez más la intervención de la New York Clearing House acabó proporcionando apoyo para impedir su caída.

La caída de la empresa financiera más importante en ese momento en Estados Unidos Knickerbocker Trust Company fue fulminante porque era una de las compañías de primera línea dentro de una red de firmas financieras en las que estaban involucrados muchos de los banqueros inversores más poderosos de la época. (Marichal, 2010, pág. 74)

En esta crisis se presenta un rescate particular iniciado por un actor privado y apoyado una vez más por la intervención del gobierno. J.P. Morgan (una de las empresas financieras más grandes de ese momento en Estados Unidos) organizó un sindicato de banqueros para inyectar un apoyo sustancial de fondos para rescatar varios de los bancos de inversión afectados, así mismo el secretario del Tesoro, George B. Cortelyou, viajó desde Washington por tren a Nueva York para ofrecer el apoyo del Gobierno, entonces hizo depositar 35 millones de dólares (MDD) en distintos bancos para evitar el colapso de la "*trust companies*[1]". (Marichal, 2010, pág. 74).

El estallido de la primera guerra mundial provoco un pánico financiero en 1914. El gobierno inglés orquesto un rescate que apoyó a los bancos comerciales, mediante el suministro de 25 millones de libras esterlinas para cubrir las demandas de pagos a corto plazo a gran parte de sus clientes. En gran parte del mundo el patrón oro como modelo dominante ya se estaba aboliendo, siendo Inglaterra la excepción.

En EE. UU. durante esta crisis de 1914, se tomaron decisiones importantes lideradas por el secretario del Tesoro de la época, William McAdoo. Entre estas decisiones claves se encuentra el cierre de la bolsa de Nueva York, una acción vigorosa para inspirar confianza en la política monetaria y defender el patrón oro. McAdoo pensaba que "Si los extranjeros no podían vender sus valores norteamericanos, no podrían conseguir dólares para exigir su cambio por oro". (Silber, 2007, pág. 285). Este episodio demuestra la importancia de contar con directivos gubernamentales y/o banqueros centrales con capacidad para tomar medidas rápidas y resolutas en momentos de crisis financieras contras las fuerzas negativas que amenazan con desencadenar una avalancha financiera y un colapso económico general. (Marichal, 2010, pág. 82) .

[1] El término *trust companies* para este trabajo se define como una concentración de empresas bajo una misma dirección.

1.2 La gran depresión y sus antecedentes. Aprendizajes en la gestión de los planes de rescate

La Gran Depresión fue un colapso global, aunque es importante tener en cuenta que se compuso de varias etapas y que tuvo efectos diferentes en cada país. Las causas de la Gran Depresión difieren sobre cada autor, algunos concuerdan pero otros le dan más relevancia a otros hechos, según Marichal, existe un consenso en que el legado de la Primera Guerra Mundial fue el antecedente fundamental de la Gran Depresión, ya que este generó fuertes contradicciones políticas en Europa durante la década del 20 que impidieron alcanzar un nuevo equilibrio. (Marichal, 2010, pág. 86) . Un claro ejemplo es la economía alemana donde el fenómeno de la hiperinflación en 1923 tuvo impactos significativos y la depreciación de su moneda sirvió para argumentar que no podían hacer los pagos correspondientes para cubrir las reparaciones de los países tras la Primera Guerra Mundial. Francia y Gran Bretaña se adueñaron entonces del pago en especie correspondiente a las minas de carbón y hierro.

En este periodo se puede encontrar que en el marco de la gestión para evitar que los países Europeos que tenían obligaciones con Estados Unidos entraran en una crisis de deuda, el gobierno estadounidense decidió nombrar una comisión de evaluación de reparaciones encabezado por el general G. Dawes, que debía preparar un informe que sirviera como base para un nuevo acuerdo internacional. El plan Dawes de 1924 autorizó una reducción dramática de los pagos del gobierno alemán. En este plan se puede apreciar una vez más la intervención del gobierno para evitar un colapso mayor o una crisis de deuda.

Es importante destacar que Estados Unidos no tuvo participación territorial en la primera guerra mundial y para ese entonces la economía americana se hacía más poderosa y su producto representaba un tercio de la producción mundial, un poco menos que lo que sumaba la producción conjunta de Alemania, Gran Bretaña y Francia (Hobsbawn, 2007, pág. 103) . Estas condiciones de prosperidad dieron origen al periodo entre 1922 y 1928, denominado los felices años veinte.

1.2.1 El auge económico en Estados Unidos y los felices años veinte

Las condiciones de potencia que fue adquiriendo Estados Unidos en la nueva configuración política del planeta junto con la producción en cadena, y estrategias de producción masiva trascendieron el sector automotriz y se hicieron presentes en gran parte de la industria. Estas tendencias masificaron el consumo de bienes de uso personal y familiar como radios, licuadoras y otros electrodomésticos, que podían ser adquiridos fácilmente con créditos o compras a plazos. La política de la reserva federal apoyaba esta dinámica y en Agosto de 1927 bajó la tasa de 4% a 3,5% incentivando los créditos (Claros & Gredig, 2009, pág. 25). Esta tendencia de optimismo produjo una gran concentración empresarial en Estados Unidos, y lo convirtieron en la locomotora de la economía mundial. Así entonces el país del Norte era el lugar apropiado para quienes buscan nuevas oportunidades de vida y el estilo de los estadunidenses en el "*american way of life*" seduce a muchas personas del planeta generando una considerable ola de inmigraciones. (Charles, 1930, pág. 97) .

El entusiasmo por el renovado impulso industrial y comercial inyectó confianza en las inversiones en la bolsa e incluso despertó algunas burbujas especulativas. Aunque muchos mercados tuvieron

un gran auge en esté poca, Wall Street fue el que experimentó el mayor auge entre 1922-1929. Gran parte del debate entre los especialistas consiste en saber si este auge fue impulsado por un espíritu colectivo de tipo especulativo entre inversores y banqueros o si se basó en tendencias reales de la economía, que en la jerga bursátil se denomina "fundamentals". (Marichal, 2010, pág. 105).

1.2.2 El crack financiero de 1929, la explosión de la burbuja de los años 20

Hacia 1928 se empezó a producir la caída de importantes centros financieros europeos, lo cual produjo una fuga de capitales a Nueva York, en Europa se acordaron medidas para bajar las tasas de interés con el fin de ampliar la disponibilidad de crédito, mientras que en EE. UU. la medida fue contraria y la Reserva Federal decide cambiar el rumbo de las tasas de interés y realiza un alza en ellas para moderar la extraordinaria especulación (Currie, 1934, pág. 162), lo que produjo una contracción inicial del crédito para la economía real.

Los historiadores financieros han sostenido que el efecto de estas medidas fue contradictorio y contribuyó a propiciar la recesión que siguió al "crack" de Wall Street. Numerosos bancos centrales se vieron en la necesidad de subir las tasas de interés para poder saldar sus cuentas, lo cual contribuyó a que la restricción crediticia mundial ganara fuerza. En Latinoamérica se produjo una caída de los precios de numerosos productos de exportación. La reducción de las inversiones y créditos extranjeros fue, en buena medida, consecuencia de la absorción de los fondos en la especulación salvaje de la bolsa de Nueva York durante los primeros nueve meses de 1929.

Esta dinámica fue configurando el colapso económico que se desató con el jueves negro (24 de octubre de 1929) y la gran caída de Wall Street, y se acentuó fuertemente el 29 de octubre, cuando el mercado colapsó totalmente. Muy pronto comenzaron a derrumbarse las bolsas en otros países, en especial en Europa. Secuencialmente vendría una segunda ola con las quiebras bancarias en varios países que produjeron, contracción del crédito, baja en el consumo y deflación acentuada. Los pánicos y quiebras bancarios que se produjeron entre 1930 y 1933 desencadenaron una secuencia impresionante de suspensiones de pagos de miles de empresas en gran parte del mundo.

1.2.3 Hacia la gestión de un plan de rescate para salir a flote de la Gran Depresión

Entrada la década de los años treinta del siglo XX la gran depresión económica parecía no encontrar una rápida salida. Muchos teóricos de la época enfatizaban que se debería dejar que los mercados se autorregularan y que los gobiernos y bancos centrales no podían, ni debían, hacer nada para evitar o paliar el colapso, entre ellos, Joseph Schumpeter, Friedrich von Hayek y Lionel Robbins. Sin embargo ante la profunda crisis que invadió la economía estadounidense entre 1929 y 1932, se toman medidas intervencionistas por parte del gobierno de Roosevelt que llegaría al poder en 1933. Las políticas económicas de esta nueva administración fueron conocidas como el *New Deal* o "Nuevo trato", y pueden ser entendidas como una participación activa del estado en el mercado entre 1933 y 1936. Probablemente este fue uno de los paquetes más fuertes de fomento a la economía por parte de un estado occidental en el llamado periodo "entre guerras".

Las nuevas medidas comenzaron a adoptarse con políticas conducentes a resolver el colapso, las cuales configuran la gestión de la crisis con un plan de rescate para combatir el debacle financiero, la recesión industrial y el desempleo. El New Deal se puede resumir en dos ejes fundamentales, uno de ellos es un plan fuerte de estimulo fiscal que materializo en el NIRA (*National Industrial Recovery Act*), y otro eje es la regulación financiera. (Claros & Gredig, 2009, pág. 37). Algunos aspectos como la flexibilización monetaria, el incremento del gasto público y la creación de nuevas agencias gubernamentales contribuyeron a la recuperación. El New Deal planteó ideas que iban en contra de la ortodoxia económica de la época, con una mayor intervención del gobierno en las dinámicas financieras y en el fortalecimiento de las obras publicas junto con el aumento generalizado del gasto público en incentivos para generar empleos en el sector privado y público.

Por otra parte para dar seguridad a los trabajadores se incentiva la creación de sindicatos y cooperativas, también para dar seguridad a los dueños de las casas con hipotecas vigentes se creó una entidad pública que redujo su valor nominal y transformó los valores en hipotecas a largo plazo con tasas de interés bajas. Así mismo para estabilizar los mercados financieros se promovió la creación de una agencia nacional para asegurar los depósitos bancarios, además de una agencia para vigilar las operaciones de la bolsa. Dentro de este paquete de medidas también se ratificó una ley que separaba la banca comercial de la banca de inversión (Ley Glass-Steagal), ley que en los años 90 fue casi desmantelada por el gobierno Clinton y funcionarios como Larry Summers y Robert Rubin.

La Ley Glass-Steagall que se configuró dentro del New Deal fue de gran relevancia en este periodo, en esta ley las actividades bancarias de inversión se separaron de las actividades bancarias comerciales, con el fin de evitar el uso de los depósitos bancarios para financiar la actividad del mercado de capitales especulativos (Crotty, 2008, pág. 5). Es importante resaltar esta Ley, ya que permitió mantener una importante regulación y control del sector financiero, situación que perduró hasta su derogación en 1999 cuando el sector se hizo más poderoso al permitírsele hacer mayores fusiones.

Durante la permanencia de la Ley Glass-Steagall los bancos comerciales que se originaron mantuvieron los créditos de consumo y los créditos comerciales, lo que les motivaba a evitar los préstamos de riesgo en exceso, y proporcionaban liquidez a otras instituciones financieras en momentos de tensión en los mercados. La capacidad de proporcionar una adecuada liquidez estaba protegida por las restricciones del gobierno en el riesgo que podrían tomar. Los bancos podían servir como prestamista de última instancia junto a otras instituciones financieras, mientras que la Reserva Federal (por sus siglas en inglés, FED) y La Corporación Federal de Seguro de Depósitos (en inglés: Federal Deposit Insurance Corporation o FDIC) se encontraban allí para ser prestamista de última instancia para los bancos en caso de una grave crisis.

Este sistema funcionó bien desde la Segunda Guerra Mundial hasta la década de 1970, facilitando el crecimiento real del sector con la rápida disminución de la desigualdad que se presentó en este período, que se denominará “Edad de Oro” del capitalismo moderno. En particular, una regulación estricta redujo drásticamente las quiebras bancarias y eliminó las crisis financieras sistémicas. (Crotty, 2008, pág. 6).

1.3 Los 30 gloriosos y una nueva era del capitalismo

1.3.1 Del Bretton Woods y la edad de oro del capitalismo

Tras la Segunda Guerra Mundial el mundo quedó devastado en todos los ámbitos sociales, políticos y económicos, y Estados Unidos emerge fortalecido de este conflicto bélico. El acuerdo de Bretton Woods representa un plan para gestionar la recuperación y regulación de la economía a nivel mundial. En 1944 en el pueblo de Bretton Woods se reunieron representantes de distintas naciones para discutir y formular los lineamientos fundamentales que habrían de establecer la nueva arquitectura financiera internacional de la posguerra. Los acuerdos de Bretton Woods representan un momento cumbre de la cooperación internacional que permitió una notable estabilidad y un fuerte crecimiento económico durante decenios, para otros este acuerdo significa la evidente hegemonía de EE. UU. y las diferencias entre las naciones aliadas. El acuerdo de Bretton Woods fue convirtiéndose en uno de los ejes formales del régimen dominante de la economía financiera de los países capitalistas.

Se le atribuye al desarrollo de la nueva arquitectura financiera, el hecho de que no se produjeran crisis financieras de gran escala entre 1946 y principios de los años 70. El crecimiento sostenido de muchas economías de Europa, Unión Soviética, EE. UU. y Latinoamérica generaron la impresión de que se había logrado escapar de la tradicional secuencia de ciclos y crisis que había sido relegada de la disciplina económica desde fines de los años 50. Esta época es conocida como la edad de oro del capitalismo del siglo XX. Esta recuperación se dio tanto por factores económicos como por factores políticos.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) fueron instituciones hijas de Bretton Woods, que fueron creadas con el fin de evitar o minimizar los daños ante posibles fallos de las doctrinas del mercado, que para la época ya predominaban en el mundo. “Keynes no se limitó a identificar un conjunto de fallos del mercado: explicó por qué una institución como el FMI podría mejorar las cosas, presionando sobre los países para que mantuvieran sus economías en pleno empleo y aportando liquidez para las naciones que afrontaron recesiones y no pudieron financiar un incremento expansivo en el gasto público, la demanda agregada global podría ser sostenida”. (Stiglitz, 2007, pág. 248).

En este acuerdo también se propuso establecer los lineamientos de las políticas monetarias internacionales con un tipo de cambio sólido y estable, entonces se eligió al dólar como moneda de referencia, con la condición que se siguiera manteniendo su paridad con el oro al precio estable de 35 dólares por onza del metal precioso. Los demás países debían ajustar el valor de sus monedas de acuerdo con el ancla del dólar e intervenir dentro de los mercados cambiarios con el fin de mantener los tipos de cambio dentro de una banda de fluctuación del 1% al 2%. Los economistas describen este sistema como de “convertibilidad fija”, ajustable ligeramente en momentos de emergencia siempre bajo la supervisión del FMI.

Los acuerdos de Bretton Woods trajeron estabilidad a la economía global en los tiempos de posguerra, sin embargo en EE. UU. ya había un crecimiento económico que imperó en los años 40 y a lo largo de los 50 inspirado en el regreso a una economía de paz, la reactivación de viejas industrias de bienes de consumo, el despegue de las industrias electrónicas, siderúrgica y

automotriz, la vitalidad del sector de la construcción, el nuevo modelo de urbanización para la construcción de viviendas, la expansión de carreteras, ferrocarriles, redes eléctricas y telefónicas.

En Europa no se quedaban atrás, los países lograron un rápido crecimiento económico debido entre otras cosas a la enorme inversión en la reconstrucción económica, desarrollo de nuevas infraestructuras y especialmente a las nuevas tecnologías adoptadas en las industrias. En especial este proceso impulsó de manera dramática la industria electrónica, la petroquímica, la química y farmacéutica, la automotriz y una poderosa industria de bienes de capital y maquinaria en las economías de Italia, Francia, Bélgica, Holanda, Alemania, Suiza, Suecia y Japón. (Marichal, 2010, pág. 159).

Un común denominador de este auge económico en EE. UU. Europa y Japón, fueron las políticas de Keynes asociadas a la importancia de una alta inversión pública para asegurar crecimiento y pleno empleo, para lo cual era importante que los Estados contaran con ingresos regulares y sostenidos, por tal motivo fueron necesarias una serie de reformas a los sistemas de recaudación tributaria de manera progresiva. Otro aspecto importante en Europa fue el ascenso de partidos políticos que impulsaron políticas sociales que en conjunto se conoció como el "Estado de Bienestar". En esta época quedó claro que era fundamental una coordinación entre el Estado y el Mercado para asegurar que no se repitiera otra Gran Depresión u otra guerra mundial. Se trataba del logro de las "economías mixtas" o como lo llamó Barry Eichengreen "capitalismo coordinado".

1.3.2 La ruptura de Bretton Woods

Con el crecimiento económico de los países europeos el deseo de alcanzar la convertibilidad de sus monedas se fue haciendo más posible, esto debilitó la balanza de pagos de EE. UU. y amenazó la hegemonía de patrón oro dólar. Así se hizo más evidente que el acuerdo Bretoon Woods tenía serias fallas y que el FMI como institución que podía establecer medidas para el equilibrio en la balanza de pagos, no presentaba en ese momento gran influencia en las potencias, aunque si en los países pequeños como Latinoamérica.

Para finales de los años sesenta, una serie de nuevos actores repuntaban las esferas de las finanzas, las empresas multinacionales y los bancos globales. Sin embargo, la incertidumbre de la estabilidad del patrón oro dólar amenazaba las finanzas internacionales, el déficit de la balanza de pagos de EE. UU. provocada en parte por razones comerciales y por los gastos militares durante la guerra de Vietnam, aumentó la especulación en contra del dólar. El presidente Nixon solicitó entonces apoyo a la Reserva Federal para aumentar la emisión de dinero lo cual acrecentó la incertidumbre con respecto a la paridad del dólar, Nixon convocó una reunión con altos funcionarios del gobierno en 1971 y como resultado, se resolvió suspender la llamada "ventana del oro" de la Reserva Federal, que implicaba que ya no se podían intercambiar dólares por oro. Los acuerdos de Bretton Woods habían llegado a su fin y comenzaba una nueva época con mayor volatilidad financiera a escala internacional.

Existió una fuerte influencia de los actores económicos y políticos para cambiar los criterios adoptados en Bretton Woods que habían mantenido una estabilidad de la economía por varias décadas. Entre estos actores estaba el presidente Nixon con una alta influencia de las ideas de Milton Friedman. Nixon anunció en agosto de 1971 una nueva política económica, para contrarrestar los efectos del abandono de la paridad tradicional del dólar oro, influyó en la baja de tasas de interés para estimular el consumo y por un momento logró una aparente

recuperación de la economía que lo impulsó nuevamente a ser reelegido como presidente. Al acabar con el sistema de paridades fijas se coloca “la historia monetaria sobre tierras vírgenes al cortar las últimas raíces que unían la moneda al oro y al extirpar el último papel activo que el oro conservaba en los bancos centrales” (Aglietta M. , 1987).

1.4 Crisis de 1973 a 1990

Durante este periodo se hará énfasis a dos acontecimientos relacionados con las crisis económicas, por un lado la crisis que se produce en EE. UU. hacia 1973 y por otro lado la crisis de deuda externa de los países en desarrollo. Para la crisis presentada en EE. UU. es importante resaltar varios aspectos como lo fue la guerra por el petróleo y el hundimiento de los acuerdos de Bretton Woods. Para este periodo se va a mostrar de qué manera hay una influencia con mayor protagonismo de una institución que no había mostrado mayor relevancia, el FMI. Esta institución es la que fomentará los préstamos a los países en vía de desarrollo pero no actuará de la mejor manera cuando se empieza a producir los impagos, generando finalmente una serie de crisis económicas en estos países.

1.4.1 La convulsionada década del 70 y el ascenso del poder financiero

Una de las principales causas de la recesión de un gran número de economías y la prolongada caída de la inversión en los países industriales, se relaciona con el choque petrolero de comienzos de la década del 70. El 6 de Octubre de 1973 se desató una guerra donde Egipto y Siria iniciaron una serie de ataques a Israel, motivados en gran parte por el petróleo que era explotado por la empresas angloamericanas, por este motivo, una coalición de árabes productoras de petróleo adoptaron medidas nacionalistas para fortalecer control sobre los recursos naturales, encontrando de esta manera un medio de presión contra EE. UU. Además de este acontecimiento una serie de sucesos también impactaron en este decrecimiento económico, empezando con el hundimiento del sistema monetario de Bretton Woods que se describió anteriormente. Cabe resaltar que también se produjo un aumento de los flujos de capitales hacia deudas soberanas de los países en desarrollo que posteriormente tendrían otro tipo de consecuencias.

Por otra parte, los efectos negativos de la guerra en Vietnam, donde EE. UU. acumulaba varias derrotas, provocó la creciente debilidad del dólar por el déficit causado, además de los posibles problemas que podía generar para los demás economías el fin del acuerdo Bretton Woods, por la oportunidad de EE. UU. de inundar el mundo con dólares. No bastaron negociaciones con los ministros de finanzas de Europa Occidental y Japón, ya que el aumento de la inflación en EE. UU. y la posterior explosión de los precios del petróleo a finales de 1973 generaron la libre flotación de las monedas.

De acuerdo a lo que estaba sucediendo Milton Friedman y sus colegas afirmaron que lo mejor era desregular y someterse al libre juego de las finanzas del mercado, Friedman tenía una gran influencia sobre el nuevo secretario del tesoro, George Schultz, lo cual provocó el impulso de una campaña ideológica conservadora de descalificación del neokeynesianismo en las altas esferas del poder en Washington y en muchos departamentos de economía de las universidades norteamericanas. (Marichal, 2010, pág. 183).

En 1974 las últimas barreras a la globalización financiera se habían derrumbado y Europa y Japón abandonaron el tipo de cambio fijo de sus monedas, se habían vuelto flexibles. Con esta nueva tendencia financiera, pronto volvió a instalarse la inestabilidad, la especulación y las burbujas de endeudamiento en los mercados financieros. Esto también atrajo la atención de los economistas heterodoxos, quienes empezaron a construir nuevas teorías, como fue el caso de Hyman Minsky quien escribió sobre la inestabilidad inherente de los mercados financieros y Charles Kinleberger, quien publicó en 1978 un libro sobre pánicos y crisis financieras con el ánimo de alertar sobre las amenazas de la nueva coyuntura.

Las dinámicas petroleras de este periodo trajeron un gran negocio financiero que se conoció como "el reciclaje de los petrodólares", donde los gobiernos árabes depositaban sus millonarias reservas en cuentas a corto plazo en bancos globales de EE. UU. o Europa, estos a su vez necesitaban ganar rentabilidad sobre este dinero que llegaba a sus arcas y por esta razón en vista de la recesión de los países desarrollados vieron un gran potencial en hacer préstamos a estos países que pagaban intereses altos, cabe anotar que entre estos países se encontraban tanto exportadores como importadores de petróleo.

Por otro lado los países en vía de desarrollo tuvieron una notable prosperidad entre los años 1970 y 1980, con el aumento de las exportaciones de petróleo, y el aumento de los precios de productos primarios que también exportaban. A esto se debe sumar el hecho de los préstamos que llegaron en grandes cantidades pese a las altas tasas que se tuvieron que mantener. A pesar de estos beneficios existía una constante preocupación por la caída de los precios internacionales de estos productos que habían hecho posible este momentáneo crecimiento, preocupación relacionada por la alta volatilidad en el valor de sus monedas.

Durante este periodo se produce una globalización de los bancos y un crecimiento de la deuda de los países en vía de desarrollo. Un tobogán financiero internacional que configura el auge de motivos, actores y roles financieros, en otras palabras configura la financiarización, cuyas lógicas se explican con más detalle en el siguiente capítulo. A partir de 1973 el negocio de los préstamos latinoamericanos aceleró su ritmo y el número de bancos privados extranjeros involucrados en las transacciones se multiplicó. (Marichal, 2010, pág. 196). En el sector financiero van tomando fuerza los intereses particulares de los actores que representan a las grandes compañías financieras con una alta influencia sobre las decisiones políticas de los gobiernos existentes. Es así que los bancos más importantes se internacionalizaron ampliando sus redes en particular sobre Latinoamérica. La progresiva desaparición de las políticas keynesianas, caracterizadas por su desconfianza hacia los mercados financieros, trajo durante los años ochenta y noventa una edad de oro del delirio financiero institucionalizado. (Senghor, 2009)

1.4.2 La crisis de la Deuda de los ochenta y el auge de la banca transnacional

Walter Wriston, presidente de Citicorp, era un agresivo promotor de los préstamos a los países en vías de desarrollo, desde su cargo en la mayor corporación financiera de EE. UU. En 1982, Citicorp ya contaba en su portafolio con más de 3.000 MDD en bonos brasileños, más de 2.000 MDD en México. También, David Rockefeller, hermano de Nelson Rockefeller (gobernador de Nueva York), presidente de Chase Manhattan Bank, fue el promotor de coordinación internacional de las grandes corporaciones y bancos norteamericanos: de allí sus lazos tan estrechos con destacados internacionalistas de la elite dirigente estadounidense, como Henry

Kissinger, secretario de Estado de los presidentes Nixon y Ford, y con Paul Volcker, subsecretario del Tesoro y luego jefe de la Reserva Federal (1979-1987). Este último había trabajado en su juventud como empleado del Chase Manhattan Bank (Marichal, 2010, pág. 198). Es importante resaltar que no solo EE. UU. entró al negocio del crédito internacional, también lo hicieron los bancos europeos y Japón.

El FMI estaba al tanto de todas las transacciones financieras, por esta razón recomendaba en especial a los países en desarrollo políticas para favorecer el libre mercado, reducción de déficit público, reformas fiscales, equilibrios en las cuentas externas y estabilidad en los tipos de cambio. Sin embargo, no estaba al tanto sobre la corrupción que se podía generar sobre las manos responsables de estos préstamos, ni de la arbitrariedad financiera. Estos créditos en general estaban dirigidos a financiar empresas estatales y grandes obras públicas. Los mayores deudores de los años 70 fueron grandes empresas estatales de América Latina, que se dedicaban a la producción de petróleo, energía nuclear, energía hidroeléctrica, aviación, acero, aluminio, cobre y estaño. (Marichal, 2010, pág. 204)

Una de las causas de las crisis de la deuda externa de los países en vías de desarrollo, fue la subida de las tasas de interés en los mercados financieros de EE. UU. entre 1979 y 1982. Esta política fue adoptada por Paul Volcker, jefe de la Reserva Federal, quien se había exigido “matar al dragón de la inflación”. Esta subida en las tasas de interés bancarias en EE. UU. alcanzó casi un 20% anual, con consecuencias internacionales inmediatas, alimentaron los precios del dinero provocando el alza también de las tasas en países industriales. El “efecto Volcker” provocó un descenso de la inflación pero así mismo desató una fuerte recesión económica en EE. UU. y Europa Occidental.

Las medidas adoptadas por Volcker sugieren que se habían abandonado las ideas neokeynesianas y se acercaban más a los lineamientos del monetarista Milton Friedman. Con estas medidas restrictivas, el presidente demócrata Jimmy Carter no fue elegido y en cambio quedó para 1980 el republicano Ronald Reagan quien por dos periodos consecutivos (1981-1989) implementó fuertes políticas económicas caracterizadas entre otras por la desregulación del sistema financiero. Esta nueva administración se propuso contrarrestar los efectos de la recesión con recortes de impuestos pagados por los sectores más adinerados, con fuertes aumentos del gasto público, particularmente aumentos en gasto militar en la lucha contra la Unión de Repúblicas Socialistas Soviéticas (URSS) disminuyendo así el gasto social. En consecuencia aumentó el déficit público y la emisión de la deuda gubernamental, los papeles del Tesoro resultaron atractivos para bancos e inversores, tan atractivos se volvieron que se tuvo que reducir la emisión de bonos a mediano o a largo plazo para las naciones subdesarrolladas.

Como resultado, entre 1980 y 1982, los países del Tercer mundo, en especial Latinoamérica, se vieron obligados a contratar préstamos a muy corto plazo y con altas tasas de interés para refinanciar sus pasivos. Este servicio anual pasó de 20.000 MDD en 1981 a 100.000 MDD en 1982. Habían dos alternativas: la suspensión de pagos o la renegociación de las deudas.

El 20 de agosto de 1982, cuando Jesús Silva Herzog, secretario de Hacienda de México, anunció que el gobierno ya no estaba en condiciones de cubrir el servicio completo de la deuda, se asume en la literatura como el punto de origen de la crisis de la deuda en América Latina. El caso de México refleja los colapsos de otros países de la región y dio paso a que en 1986 se realizaran numerosos estudios sobre la percepción de la dinámica financiera. Michael Bordo y Eichengreen,

propusieron que debía distinguirse entre *crisis cambiaria, crisis bancaria, crisis bursátiles y crisis de deuda*, más adelante propusieron la importancia de estudiar "crisis gemelas", que para el caso mexicano se trató de una crisis cambiaria y una crisis de deuda.

Una de las críticas que se le hace a las instituciones multilaterales, en especial al FMI, es que su principal función no consistía en anticiparse a las crisis y ayudar a los países deudores a evitar el colapso mediante la adopción de políticas financieras más cautas y con menor endeudamiento, al contrario para esta institución era más atractivo operar como bombero o policía de los gobiernos endeudados una vez que habían caído en banca rota. (Marichal, 2010, pág. 210)

Mantener el servicio de pagos sobre las deudas de los gobiernos de numerosos países de Latinoamérica, Asia Oriental y Europa del este era indispensable para evitar el hundimiento de los bancos más poderosos del mundo. (Marichal, 2010, pág. 213). El temor radicaba en que el valor total de los papeles de deuda externa de los países en desarrollo que retenían los mayores bancos comerciales en sus portafolios era, en algunos casos, igual o superior al propio capital contable de estos bancos. Es importante enfatizar el símil de la debilidad de los bancos de esta época con la debilidad presentada por los bancos durante la crisis de 2008.

El éxito de los acreedores se debió al surgimiento de un nuevo mecanismo institucional que califican como una novedad en el mundo de las finanzas internacionales: *préstamos de última instancia (MIPUI).* Este mecanismo sirvió para aplazar muchos incumplimientos y moratorios formales. (Marichal, 2010, pág. 214).

La mecánica de los bancos y de los gobiernos acreedores en los 80, fue tratar de aislar a los deudores y obligar a cada país a negociar de forma individual. Las entidades financieras con intereses en la crisis de la deuda de la región, se organizaron en comités encabezados por el vicepresidente de Citibank, el comité bancario ofrecía coordinar una emisión de nuevos bonos que aseguraban el servicio de la deuda pero aplicando condiciones severas con respecto a la amortización (Marichal, 2010, pág. 215). Como cada nuevo programa implicaba la capitalización de los intereses de las deudas, el saldo total aumentó de manera sustancial después de la crisis. Para asegurar que se realizaran estos pagos, las instituciones financieras multilaterales, exigían el compromiso de los deudores a llevar a cabo ajustes fiscales en cada país para cubrir el servicio de la deuda. Los programas de ajuste recomendados por el FMI se centraban en la estabilización de la demanda interna para permitir la restitución de las capacidades de devolución. Estos programas incluían tres partes, la primera correspondía a la gestión de la demanda, con la reducción de los desequilibrios presupuestarios y monetarios; la segunda, a la gestión de la oferta, con políticas de precios y especialmente de tipo de cambio; y la tercera, a la gestión de la deuda externa, por medio de un fuerte control de su nivel y sus vencimientos. (Aglietta & Moatti, 2002, pág. 93).

Las causas del declive económico en América Latina llamada como la década perdida se pueden describir entre otras como: dureza de ajuste fiscal, políticas de reducción de salarios reales, transferencia de recursos petroleros para pago de la deuda y continua fuga de capitales.

1.4.3 El Consenso de Washington y otros planes para escapar a la crisis de la deuda

Para finalizar este período se resaltan dos importantes planes para salir de las crisis de deuda externa, el plan Baker/Brady y las reformas adoptadas conocidas como el Consenso de Washington.

Para reducir el endeudamiento de los bancos privados internacionales y facilitar una nueva ola de inversiones en América Latina, a finales de 1985 el secretario del Tesoro de Estados Unidos, James Baker junto con su sucesor en 1987 Nicholas Brady, idearon un plan que consistía en un canje de bonos que contarían con un respaldo del Tesoro de EE. UU. que a su vez servirían como fondo de garantía del futuro servicio de la deuda respectiva. Estos bonos resultaron algo atractivos para la banca comercial, ya que permitía vender tenencias de bonos en el mercado a otros grupos de inversores y liberar sus carteras del gran peso de las deudas pendientes.

Este plan se puede describir en dos etapas, la primera se enmarca desde finales de 1985 a 1988, donde los préstamos netos del sector público a los países implicados en el plan Baker se elevaron a 15.700 MDD, y los de los bancos privados solamente 12.800 MDD, transfiriendo aún más el riesgo desde los acreedores privados a los acreedores públicos. La segunda parte se desarrolla en marzo de 1989, Brady, el nuevo Secretario del Tesoro americano, presenta un plan que buscaba acelerar la reducción de la deuda y abría un camino para una actuación concertada. (Aglietta & Moatti, 2002, pág. 96).

El éxito del Plan Brady mostró que países aún endeudados podían volver a tener acceso al mercado internacional de capitales. La emisión de títulos negociables amplió la base de los inversores y aumentó la liquidez, haciendo del mercado de *bonos Brady* el primer mercado de títulos de deuda para países emergentes. (Aglietta & Moatti, 2002, pág. 97).

México fue el primer país en acudir a este cambio de bonos en 1988, luego les siguieron los otros países Latinoamericanos con el objetivo de reducir sus deudas, aunque en la realidad los beneficios fueron mucho menores de los esperados. Aparentemente con esta reestructuración de la deuda, se pretendían superadas las crisis de deuda soberana, pero con el estallido de la crisis en 1994 de México, el argumentó cayó, en la actualidad los montos de las deudas externas de los países en desarrollo han ido creciendo tanto que para 2009 superan la cantidad de 2 billones de dólares.

El Consenso de Washington, consistió en un conjunto de recomendaciones de ajuste estructural liderado por el FMI y el BM, para los países endeudados cuyo objetivo era promover la disciplina fiscal, reordenar las prioridades del gasto público, reformas tributarias, flexibilizar los tipos de cambio y las tasas de interés, además de liberar el comercio y las inversiones extranjeras, privatizar las empresas estatales y desregular los mercados financieros, en resumen preparaba el camino para la fase más fuerte de la globalización financiera de los 90.

La expresión del consenso de Washington, fue empleada por primera vez en 1990 por el economista John Williamson. Esta expresión subrayaba los puntos comunes entre todas las reformas económicas entonces recomendadas a los países de América Latina y que eran susceptibles de ser extrapoladas a otros lugares. Después de la aparente recuperación de la crisis

de la deuda en los años 80, las medidas utilizadas, entre otras, fueron consignadas en el consenso de Washington.

En el marco del reajuste estructural, los países en desarrollo dejan de llamarse así para ser nombrados a partir del Consenso de Washington como "países emergentes", cuya estrategia de ajuste se apoya en la integración financiera internacional. Entre estos países, las economías en transición exigen un tratamiento particular. La transición hacia una economía de mercado y la globalización financiera han sido las dos experiencias principales, pero también las dos pruebas críticas, de las recomendaciones basadas en el Consenso de Washington. (Aglietta & Moatti, 2002, pág. 102).

Uno de los puntos sobre los que se plantea una importante reflexión es que en el marco de la liberalización financiera, la supresión de los controles sobre los movimientos de capitales no se acompañó de un reforzamiento de las estructuras financieras. "Ahora bien, cuánto más frágiles son los sistemas bancarios, más expuestos están a los efectos del contagio internacional asociados a la volatilidad de los movimientos de capitales y de los precios de los activos, y mayor es el obstáculo a que se produzcan reacciones rápidas y enérgicas por parte de las autoridades monetarias". (Aglietta & Moatti, 2002, pág. 110)

Para finalizar este periodo se puede afirmar que las políticas adoptadas para salir de estas crisis inspiraron un conjunto de reformas que favorecieron la globalización financiera, pero en contraste no han permitido gestionar sus consecuencias, tal y como se presenta en la actualidad cuando se plantea un plan de rescate.

1.5 El fin de un siglo y la persistencia de las Crisis Capitalistas (1990-2006)

1.5.1 La desregulación financiera a finales del siglo XX

La década de los noventa y los primeros años del nuevo milenio, siguieron marcados por las crisis financieras, éstas se han dado en el marco de previas crisis monetarias, crisis de endeudamiento externo, crisis bursátiles y crisis bancarias. Estas últimas en particular generaron las crisis financieras internacionales de las últimas dos décadas ocasionando una alteración de los sistemas financieros y bancarios nacionales así como las estructuras y el comportamiento de los flujos de capital a escala internacional, estas dinámicas se presentaron en los casos del Sudeste asiático, Rusia, Brasil, Argentina y Turquía (Giron, 2005). Las crisis de este periodo estuvieron antecedidas de una década donde el dominio del estado fue desplazado por el dominio del mercado, esta tendencia abrió las puertas a la globalización financiera y comercial. Estas políticas estaban plenamente auspiciada por la administración de de Thatcher (1979-1990) en Inglaterra y Reagan (1981-1989) en Estados Unidos.

El rechazo de la regulación financiera fue una característica dominante en los gobiernos de Thatcher y Reagan, las tendencias del Reino Unido y EE.UU. pronto se extendieron por todo el mundo. Tres factores eran claves en la nueva revolución financiera: la desregulación en los mercados bursátiles, bancarios y monetarios internacionales, el aumento de las transacciones internacionales de capitales y la innovación en una multitud de instrumentos de inversión, seguros y especulación. (Marichal, 2010, pág. 226)

La eliminación de la Ley Glass-Steagall en 1999 fue la culminación de dos décadas de desregulación radical que creó lo que se denomina la "Nueva Arquitectura Financiera" (NFA). Muchos funcionarios del Tesoro, Reserva Federal y FMI, durante el gobierno Clinton (1993-2000), defendían las virtudes de la desregulación financiera mundial, a pesar de las crisis presentadas en América Latina y Asia. La NFA se basa en la creencia fundamental consagrada en la moderna economía financiera, que los mercados de capital no regulados son "eficientes" con la seguridad de que los precios siempre reflejan correctamente las dimensiones del verdadero riesgo-retorno. (Crotty, 2008, pág. 7).

Este es el principal fundamento teórico que soporta la NFA: si los agentes saben el precio correcto de riesgo, no pueden ser inducidos a tener más (o menos) riesgo que sería óptimo para ellos. Teniendo en cuenta esta conclusión, hay poca necesidad de la intervención del gobierno. Como reflejo de su fundación, la NFA incorpora la regulación mínima de los bancos comerciales, y de los bancos de inversión, y la no regulación de las cada vez más poderosas instituciones financieras no bancarias, tales como fondos de cobertura, los fondos de capital privado y los Vehículos de inversión estructurada (SIV). La desregulación hizo posible el desarrollo de estructuras más complejas en los mercados financieros y la creación de avanzados derivados financieros comprendidos por pocos. Esta nueva tendencia hizo posible la titularización y venta de paquetes de deuda cuyos riesgos se confundían tras la cortina de las innovaciones financieras. De forma paralela estos riesgos se distribuían rápidamente por las esferas financieras del planeta. La titularización constituye una etapa decisiva en la búsqueda de liquidez financiera, y es que aunque el poder financiero había conquistado la gran mayoría de los mercados tradicionales, se les escapaba el crédito bancario que tradicionalmente no podía ser vendido, agrupado ni comprado. (Orléan, 2009, pág. 53)

1.5.2 El auge de la globalización y las crisis en la década de los 90

En Latinoamérica el discurso favorable de la globalización fue aceptado por casi todos los políticos que llegaron a la presidencia en esos años, tras el plan de Brady, aparentemente la crisis de la deuda externa estaba controlada, pero el saldo total fue aumentando a lo largo del decenio 1990-2000.

- ***La crisis del tequila y su gestión***

El primer colapso financiero registrado en Latinoamérica que puso en cuestión las bondades de la nueva globalización fue el derrumbe mexicano, también conocido como la “crisis del tequila”. La crisis mexicana de 1994, puede verse como otra crisis de deuda. Para este año, la deuda externa, hacía parte de deuda pública, pero además de una cantidad de bonos internacionales de paraestatales como PEMEX y de empresas privadas como CEMEX y TELMEX, con varios bonos en la bolsa de Nueva York, entre otros.

En esta crisis se presentó una primera fuga de capitales, de la cual no hubo una explicación formal, y para compensar la pérdida de sus reservas, los directivos del banco central mexicano, propusieron la emisión de unos papeles denominados “tesobonos”. El gobierno vendió estos valores a inversionistas extranjeros y nacionales. Desafortunadamente las autoridades políticas y económicas mexicanas no tomaron la decisión de modificar las políticas monetarias y financieras. Fueron tres los elementos que contribuyeron a generar presiones sobre los mercados financieros mexicanos: las presiones políticas al nuevo gobierno que provocaron nuevas salidas de capitales,

la caída sustancial de la bolsa mexicana y una especulación en tesobonos por un grupo de banqueros y ricos inversionistas.

Como esta crisis financiera resultaba una amenaza para la economía de EE. UU. se puso en marcha el "Acuerdo Marco entre EE. UU. y México para la Estabilización de la Economía Mexicana", firmado en febrero de 1995. En el marco de la gestión de esta crisis se dio el plan de rescate financiero (coordinado por el Tesoro de EE. UU.) más grande organizado para un solo país en la historia hasta entonces.

La mayor parte del dinero sirvió para amortizar los tesobonos que se encontraban en manos de grandes inversionistas mexicanos y extranjeros. Las autoridades mexicanas aceptaron rescatar a los inversionistas, lo cual impidió la revaluación del peso y la recuperación de la economía mexicana, que colapsó con un aumento de la inflación, las tasas de interés y la falta de un programa para defender el empleo. Numerosas empresas entraron en quiebra técnica dejando de pagar sus créditos. El gobierno creó un programa para absorber los créditos incontrolables, de los cuales un gran número pertenecía a empresarios. Este rescate requirió un aumento de la deuda gubernamental cuyo servicio siguen pagando en la actualidad.

Las crisis financieras presentadas en este periodo fueron de gran escala, pese de la puesta en marcha de un gigantesco programa de rescate orquestado por el FMI dirigido a todas estas economías emergentes.

- ***La crisis del sudeste asiático***

La crisis que se presentó en los países emergentes de Asia estuvo caracterizada por la llegada de una gran cantidad de préstamos a corto plazo, con un auge que fomentó el alza en las bolsas locales, expansión de los sistemas bancarios, con subidas en los precios de los activos financieros y de los inmuebles, hasta 1996 cuando las exportaciones de los "tigres asiáticos" comenzaron a decaer, entonces se produjeron presiones devaluatorias, y salidas de capitales a corto plazo.

Los gobiernos y los bancos centrales de estas naciones habían intentado defender sus monedas durante varios meses, pero fracasaron debido al volumen y a la volatilidad de los flujos financieros globales. (Marichal, 2010, pág. 258). Las monedas nacionales llegaron a cuantiosas devaluaciones.

Para equilibrar la balanza de pagos y reforzar las reservas de los bancos centrales se solicitó el auxilio del FMI, cuyos rescates fueron similares al de México, sin embargo, más costosos. El FMI insistió a través de medidas ortodoxas, una reducción de gastos que agudizó las crisis locales.

El fallo de anticipación de la crisis financiera en Asia y las inadecuadas respuestas que se dieron provinieron, en parte, de la doctrina construida a partir de las experiencias latinoamericanas y se fundamentaba en el postulado de que las crisis de los países emergentes son específicas. Se admitía que estas crisis provenían de malas políticas que causaban el deterioro de los fundamentos macroeconómicos. Así mismo, se consideró, sin razón alguna, que la experiencia de las crisis recurrentes de los bancos y de los mercados de activos que acompañaron a la liberalización financiera de los países desarrollados no era pertinente para los países emergentes. Ahora bien, la transformación de los sistemas financieros es una fuente de fragilidad autónoma con respecto a las evoluciones macroeconómicas. La fragilidad financiera puede desarrollarse incluso en un contexto de buenos resultados macroeconómicos. (Aglietta & Moatti, 2002, pág. 124).

- ***Brasil y Rusia en la cuerda floja al final del milenio***

Las caídas en el crecimiento real de las economías de varias naciones en 1998 fueron notables, los sistemas bancarios no lograron estabilizarse y el sistema japonés se vio afectado pues era el acreedor neto de la región. Así mismo Brasil y Rusia, sufrieron los efectos de esta crisis con la devaluación de sus monedas y fugas de capitales.

En Rusia y en Brasil, la apropiación política y la credibilidad de los programas del FMI fracasaron. Poniendo de relieve las reformas estructurales necesarias para garantizar el rigor presupuestario (reforma del sistema fiscal en Rusia y de las finanzas locales en Brasil), el FMI aplicó primero reformas de larga duración como respuesta a una situación de urgencia, mientras que la credibilidad de las autoridades nacionales no era suficiente para modificar las previsiones de los mercados. En efecto, tanto Brasil como Rusia eran conocidos por su incapacidad crónica para cumplir los compromisos de política económica adquiridos con el FMI. Las crisis eran demasiado inminentes para ser evitadas con promesas de reformas de larga duración y políticas delicadas. Por tanto, el anuncio de los acuerdos con el Fondo no impidió la continuación de las salidas de capitales, demostrando que la defensa de una paridad, incluso con un apoyo internacional, no puede oponerse durante mucho tiempo al sentimiento del mercado. (Aglietta & Moatti, 2002, pág. 134).

- ***Los planes de rescate de la década del 90. Una reflexión crítica.***

A lo largo de las crisis de fin de siglo (mexicana 1995, asiáticas 1997, brasileña y rusa 1998), las autoridades financieras en muchas partes del mundo se acostumbraron a reunirse con mayor frecuencia y a ponerse de acuerdo en políticas comunes y en las fórmulas para reunir fondos de apoyo en cada emergencia. (Marichal, 2010, pág. 264).

Los rescates para los países en vías de desarrollo a finales de los 90 no tuvieron los efectos positivos que deseaban sus poblaciones y, en especial, los trabajadores y sectores de bajos recursos. Los rescates lograron solventar de forma gradual los desequilibrios monetarios y financieros e hicieron posible el rescate de inversionistas nacionales e internacionales, de bancos y empresas, en cambio no mejoraron el nivel de vida de los habitantes de los países deudores.

El FMI y demás instituciones multilaterales se limitaron a proponer que los países en desarrollo siguieran los lineamientos del viejo consenso de Washington, cuidando el manejo de las cuentas públicas y el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica en un mundo con enorme volatilidad. La lección aprendida por los gobiernos y los bancos centrales de los países en desarrollo, fue la necesidad de contar con reservas que les permitiría aminorar problemas potenciales en las balanzas de pagos y defenderse de ataques especulativos masivos.

A raíz de la reducción abrupta de los préstamos del FMI, se argumentó que esta institución multilateral estaba en camino de perder su verdadero sentido. Al igual que el BM, que fue criticado por haber funcionado durante demasiado tiempo como instrumento del Consenso de

Washington. Ni estas agencias multilaterales ni los "clubes"[2] de acreedores, demostraron la capacidad necesaria para evitar las crisis.

Es importante resaltar también en esta época no solo las economías de los países anteriormente mencionados cuyas políticas de acción para estabilizar sus sistemas económicos no fueron las más adecuadas, sino también mencionar aquellas economías que a pesar de encontrarse estables presentaban algunos desacuerdos en cuanto a las ideas predominantes. Es así, que desde finales de los 90 en dos de las economías de más peso en el mundo, China y la Unión Europea, existió una desconfianza en el manejo libre de las finanzas y en un sistema monetario cuyo eje hegemónico había sido el patrón dólar. En Europa finalmente se estableció el euro como moneda común y el Banco Central Europeo como apoyo institucional fundamental. China la nueva potencia que se estimaba se convertiría en la mayor economía del mundo a mediados del siglo XXI, mantuvo un estricto control del yuan a través de su banco central.

1.5.3 El siglo XXI y la continuación de un ciclo

Las contradicciones y tensiones políticas y sociales del mundo no obstaculizaron la carrera hacia la mayor expansión y diversificación de los mercados financieros en la historia. El estallido de las crisis financieras siguió siendo recurrente y comenzaron a cuestionarse las bondades de la globalización.

- ***Argentina, una respuesta diferente a la crisis.***

La última de las llamadas "crisis de los países emergentes" tuvo lugar en la Argentina a partir de 2001. Argentina cumplía la receta del FMI, experimentando un crecimiento de la deuda externa entre 1990 y 2001 con la administración de Carlos Menem y Fernando de la Rúa, manteniendo una convertibilidad fija peso/dólar, con préstamos tras préstamos para cubrir el servicio de las antiguas deudas, solventar el déficit público y la privatización de todas las empresas estatales entre 1990 y 1995.

Hacia mediados de 2000 y fines de 2001, se produce una tremenda fuga de divisas por el debilitamiento de las finanzas argentinas. Muchas empresas nacionales y extranjeras contrataron decenas de camiones de seguridad para sacar miles de millones de dólares del país poco antes del derrumbe. A diferencia de los ciudadanos argentinos con cuenta corriente que despertaron el 7 de enero de 2002 con la dura noticia de la devaluación del peso argentino y el establecimiento del famoso "corralito", que les impedía sacar dinero de los bancos. (Marichal, 2010, pág. 262).

Después de la caída del gobierno del presidente Fernando de la Rúa, el peronista Eduardo Duhalde, asumió el poder y presionó al FMI para que aplicara un programa de estabilización. Argentina tuvo que suspender el pago de los intereses al BM, pese a las presiones de Horst Kothler, presidente del FMI, que la condición para aplicar el plan de rescate era reducir los gastos y reiniciar sus pagos al organismo multilateral. Sin embargo prevaleció la posición de la

[2] Los deudores eran públicos y los acreedores exteriores eran gobiernos y bancos, lo que permitió la creación de "clubes" de París y Londres para gestionar el aplazamiento de las deudas y ponerlas en relación con la ejecución de los programas de ajuste dirigidos por el FMI. (Aglietta & Moatti, 2002, pág. 125).

economista Anne Krueger, vicepresidenta del FMI y de Paul O'Neill, secretario del Tesoro de EE. UU., en el sentido en que no ofrecería ninguna ayuda adicional al gobierno argentino.

Algunos de los factores señalados como causantes de las crisis incluyen el aumento de las deudas externas, el impacto de los capitales invertidos a corto plazo sobre los sistemas bancarios locales y los efectos frecuentemente perversos de los tipos de cambio fijos. A su vez, los colapsos también despertaron mucho interés en la evaluación de los rescates para determinar si las respuestas adoptadas fueron las correctas. Otro problema que ha sido subrayado en estas crisis es la debilidad de los bancos y mercados financieros de los países en desarrollo. Finalmente, el tema del "contagio" financiero que acaparó la atención de centenares de economistas. (Marichal, 2010, pág. 260)

A partir del 25 de mayo de 2003, Néstor Kirchner asumió la presidencia de Argentina y debido a la falta de apoyo del FMI, decidió suspender los pagos sobre el servicio de la deuda, así mismo su nuevo equipo y su ministro de economía Roberto Lavagna, enfrentaron el reto con audacia y llevaron a cabo la mayor reducción de la deuda externa en la historia reciente latinoamericana. Ante esta situación posteriormente afirmaría Kirchner en una visita a Alemania en 2005, "hay vida después del FMI, y es una muy buena vida".

- ***Estados Unidos y las burbujas de Greenspan***

En EE. UU. también hubo un debacle económico, a pesar de que los flujos externos de capitales impulsaron el tremendo auge bursátil de EE. UU. a finales de los años 90, y luego un auge inmobiliaria y financiero entre 2002 y 2006. No se puede olvidar que el grueso de las inversiones fue proporcionado por fondos de pensiones y de inversiones domésticas.

La década de los noventa trajo un auge bursátil para la economía norteamericana, las bolsas subían sin cesar, y las expectativas de las familias estadounidenses los llevaban a inversiones constantes en el mercado de valores. "El creciente sentimiento de seguridad acerca de la economía, la creencia de que los días de recesiones severas habían quedado atrás, no ha recibido tanta publicidad, pero actuaron juntas para empujar los precios de las acciones a niveles sorprendentes". (Krugman, 2009, pág. 151). Esta dinámica produjo la primera gran burbuja de Greenspan asociada a la burbuja bursátil de los noventa. Sin embargo Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal (1987-2006), llegó a la conclusión de que la euforia de los mercados se justificaba por un aumento en la productividad que según él, era consecuencia de la revolución de las nuevas tecnologías de información y su aplicación a la industria, el comercio, los servicios y la banca.

Las palabras de Greenspan perderían contundencia con el "crac" bursátil de las empresas .com en marzo de 2000, que provocó la mayor caída de cotizaciones en las bolsas norteamericanas desde la crisis de 1929. Esta caída detonó la burbuja bursátil que se había inflado en los últimos años de la década de los noventa.

Greenspan quien estaba al mando de la Reserva Federal no estuvo dispuesto a aceptar que la economía de EE. UU. entrara en una recesión, su argumento era que esto no sólo perjudicaría a la economía de EE. UU. sino a todo el mundo. A esto se le suma el atentado del 11 de septiembre de 2001, donde la administración Bush temía una recaída de los mercados bursátiles. Como era necesario actuar con rapidez Greenspan, redujo la tasa de interés bancarios al 1%, lo cual sirvió para estimular los mercados. Estas acciones de la Reserva Federal fueron tan exitosas que las cotizaciones de las acciones de las grandes empresas en Wall Street reemprendieron su camino

ascendente desde mediados del 2002. Esta nueva política monetaria crearía la nueva burbuja inmobiliaria, que hacia la compra de vivienda atractiva con bajas tasas de interés. Esta dinámica en la compra de la vivienda sumada a la desregulación financiera configuró la gran crisis de 2008 y el estallido de la segunda burbuja de Greenspan.

Alan Greenspan en los últimos capítulos de su autobiografía, consideraba que la globalización funcionaba a pesar de la multiplicación de los colapsos financieros y bancarios que se sucedían en diversas partes del mundo. Insistía que era virtualmente imposible regular o reducir la especulación y las enormes burbujas en los mercados financieros en EE. UU. lo que deja en evidencia la ceguera de los banqueros que creen tener la verdad y un juicio superior. Hablaba también de la “autorregulación de los mercados financieros”. Sus errores podían tener efectos devastadores como al fin ocurrió con la crisis de 2008-2009, (Marichal, 2010, pág. 271).

2. Capítulo 2. Una mirada en detalle a la crisis de 2008 y sus antecedentes

Para comprender las medidas tomadas en el plan de rescate de la crisis de 2008, cuyo epicentro se localiza en EE. UU. se hace necesario describir con profundidad los hechos ocurridos entre 2001 y 2008 que fueron ya mencionados brevemente al final del capítulo anterior. También se busca hacer un mayor énfasis en el desarrollo de la crisis y sus consecuencias. Así se podrá entender de una mejor manera la gestión de esta crisis y algunos planteamientos representativos apoyados o instaurados por agentes particulares que influyeron en la toma de decisiones durante todo este periodo.

Este capítulo está estructurado en tres partes, primero se hace un acercamiento a la financiarización, a la desregulación y a la transformación de las estructuras de la administración con la "revolución gerencial". Este debate es importante dado que desde estos procesos se puede argumentar estructuralmente las crisis. En segundo lugar se presenta una aproximación del mercado hipotecario y de los créditos subprime que se catalogan como uno de los catalizadores más señalados en la literatura de la reciente crisis. En esta etapa es importante resaltar las innovaciones financieras que hicieron posible que todo este sector quedara invadido por títulos basura. Por último se presentan los hechos más relevantes entre 2007 y 2008 en EE. UU., haciendo énfasis en las acciones tomadas por los grandes protagonistas de esta crisis: las instituciones financieras y el gobierno. En esta parte no se intenta mostrar de manera particular el conflicto de interés entre los actores y roles que configuran la estructura de la gestión del plan de rescate, este es uno de los puntos más complejos de la gestión de esta crisis y se aborda en el capítulo 3.

2.1 Hacia los hechos relevantes en la crisis de 2008

2.1.1 Las transformaciones de la financiarización y los orígenes estructurales de la crisis financiera de 2008

Para dar una explicación de la crisis del 2008 desde un punto de vista estructural, es fundamental tomar como punto de partida el acenso del sector financiero en los años 70. Bajo esta tendencia se enmarca en el fenómeno de la financiarización, el cual está asociado a "un patrón de acumulación en el cual los beneficios aumentan y se acumulan principalmente a través de canales financieros, estando por encima del comercio o la producción de mercancías" (Krippner, 2005, pág. 174). Algunas definiciones adicionales de la financiarización lo catalogan como un "incremento del rol de los motivos financieros, los actores financieros, los mercados financieros y

las instituciones financieras en la operación de las economías domésticas e internacionales" (Epstein G. , 2005, pág. 3) , el fenómeno también se puede entender como una tendencia de la economía hacia un divorcio de la actividad financiera respecto a la actividad productiva real, con un predominio de la primera. (Salama, 1996).

Uno de los elementos decisivos en el restablecimiento de la hegemonía de las finanzas fue el cambio de política monetaria entre los años 1970 y 1980. En total, las décadas neoliberales aparecen como un período de fuerte remuneración del capital, no desde el punto de vista de la tasa de ganancia de las empresas sino desde el de los acreedores y accionistas. Para las empresas se trata de un período de finanzas caras en el sentido de que deben remunerar a los poseedores de capitales con intereses y dividendos muy elevados, comparativamente con relación a los créditos otorgados y a las ganancias realizadas. (Duménil & Lévy, 2007, pág. 79). La tasa de ganancia y la tasa de acumulación se separaron tras la recuperación de la crisis de los 80, las tasas de ganancia fueron absorbidas por las finanzas, y la lógica administrativa de creación de valor para el accionista como actor financiero fue adquiriendo mayor importancia. El aumento de la tasa de ganancia en las dos últimas décadas tuvo dos orígenes: el crecimiento de la productividad del capital y una mayor lentitud en el progreso salarial. El nuevo ascenso de la tasa de ganancia desde la mitad de los años 1980 combina los dos aspectos: progresista en el aumento de la eficiencia del capital, a pesar del estancamiento de la productividad del trabajo, y regresivo en el control del salario. (Duménil & Lévy, 2007, pág. 68).

Junto al aumento de las tasas de ganancia, las lógicas de la financiarización adquirieron un sentido muy particular en la construcción de una red de interdependencia entre las empresas nacionales e internacionales, lo que parece bastante característico de la era neoliberal, a pesar de que no es posible separar las posesiones de inversiones genuinas y simples. Se refleja un cambio estructural en las formas de propiedad, las empresas ahora tienen grandes bloques de acciones.

En las dinámicas de la financiarización los fondos que salen de las empresas bajo la forma de intereses, de dividendos o de compra de títulos vuelven muy poco a ellas o, más bien, si vuelven, tienen otros destinos y no principalmente la reinversión. (Duménil & Lévy, 2007, pág. 132). Ante este panorama se hace evidente mostrar a los beneficiarios del nuevo orden capitalista, quienes ante las crisis parecieran gestionarlas siempre a favor de la financiarización creando un escenario no neutro en la gestión de las crisis.

Por otra parte algunas transformaciones importantes enmarcadas en la financiarización, se relacionan también con un aumento de las actividades de crédito. Las familias poseen más obligaciones crediticias (en EE. UU., las familias y empresas al mismo tiempo solicitan más préstamos que antes). También hay que añadir el extraordinario crecimiento de las compras y la posesión de acciones de las empresas, lo que denota el establecimiento de una red de relaciones entre empresas financieras, incluso muchas empresas emiten acciones para comprar acciones y se puede afirmar entonces que las finanzas se financian así mismas, y no siempre financian la inversión.

Las dinámicas de la financiarización y su fortalecimiento también se vieron influenciadas por las consecuencias de la revolución gerencial (Managerial Revolution), término utilizado originalmente por James Burnham en 1941 para describir el ascenso de una nueva elite de gerentes en las economías capitalistas, ante una separación cada vez más creciente entre la propiedad y la gestión en las organizaciones del siglo XX. La preocupación inicial entonces surgiría por el excesivo poder de los gerentes en detrimento de los intereses de los propietarios. Esta

preocupante dinámica hizo que tomara fuerza en la década de los 80 del siglo XX la concepción de valor del accionista, esta nueva revolución del valor del accionista (*shareholder value*) se puede interpretar como una acción parcial de retaguardia por parte de los propietarios quienes exigían un gobierno corporativo que realmente satisficiera sus expectativas. La revolución del valor del accionista está marcada fuertemente por la revolución de la información, que se puede ligar a una revolución interna de la gestión. La comunicación y la información generan una gestión más rápida y una mayor información en tiempo real para la toma de decisiones. Los gerentes y empleados recogen la información, la estructuran y ésta se transmite a un ritmo tal, que era impensable hace algunas décadas. Sin duda estos cambios informacionales contribuyeron al nuevo predominio del valor del accionista y por lo tanto abonaron terreno para la consolidación del poder financiero.

Bajo esta perspectiva se puede afirmar entonces que las lógicas de la financiarización son altamente responsables de la crisis de 2008 y los antecedentes de esta crisis están asociados a las burbujas financieras creadas por la ilusión de unas expectativas de ganancia ilimitadamente crecientes de la mano de la avanzada innovación financiera.

2.1.2 La configuración de una crisis: Una laxa política económica, Innovaciones financieras, y una mala regulación

Las nuevas reformas de liberalización financiera impulsadas por los funcionarios del tesoro Robert Rubin y Lawrence Summers en el gobierno Clinton (1997-2001) incentivaron a los bancos comerciales estadounidenses a multiplicar sus operaciones en una amplia gama de nuevas transacciones financieras, cada vez más sofisticadas y menos reguladas.

Por otra parte la introducción de innovaciones financieras (derivados sofisticados) a fin de diversificar el riesgo de las inversiones en acciones, hipotecas, precios de materias primas, entre otras, hizo que los roles y motivos financieros tomaran cada vez mayor hegemonía desde los años 90. La escasa supervisión y la no regulación de nuevos títulos por parte de los bancos centrales, especialmente los de EE. UU. y Gran Bretaña, fueron anunciados con antelación como potenciales catalizadores de la crisis de 2008 por algunos economistas como Paul Krugman y Nouriel Rubini, sin embargo, en la práctica no hubo mayor intervención. Por esta razón se puede afirmar que junto con el auge de la financiarización otra de las causas de este colapso financiero están ligadas directamente con las fallas de los directivos de los bancos centrales, la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco de Inglaterra, que eran responsables de mantener la estabilidad en los mercados más importantes para el sistema financiero global.

Las recientes innovaciones que estaban diseñadas para ayudar a gestionar el riesgo eran capaces, si se utilizaban mal, de amplificar el riesgo, y, ya sea a causa de la incompetencia o de unos incentivos defectuosos, eso fue lo que ocurrió. (Stiglitz, 2010, pág. 121). Pero lo que está claro es que había un *conflicto de intereses*: había incentivos para las malas conductas. Los reguladores deberían haberlo reconocido y haber puesto fin a esas prácticas. (Stiglitz, 2010, pág. 126).

No obstante, más allá de las causas del derrumbe financiero, en la actualidad los debates giran alrededor de la viabilidad de los enormes rescates puestos en marcha por las autoridades gubernamentales para responder a las quiebras bancarias y bursátiles y para aminorar la abrupta baja en la actividad económica global. (Marichal, 2010, pág. 278). Es esta línea la que corresponde

al objeto de estudio de este trabajo, por pertinencia e importancia dentro de los debates actuales de la economía mundial y la hegemonía del sector financiero.

Aunque no existe un consenso absoluto sobre los elementos que contribuyeron al desenlace de la crisis en septiembre de 2008 en EE. UU., se abordarán los elementos que son particulares en diferentes autores cuyos análisis han sido alrededor de los fenómenos acontecidos desde al año 2000 hasta el 2008.

Sobre estos elementos se resaltan tres de gran importancia: Una política monetaria laxa a la que acudió la Reserva Federal y la expansiva política fiscal promovida por el Tesoro de EE. UU. desde 2001, la desregulación e innovación financiera y la dinámica del mercado hipotecario que hizo posible la expansión de los instrumentos de mayor riesgo (crédito subprime).

Luego de la crisis de las .com, la Reserva Federal expandió la emisión monetaria de manera dramática y radical para asegurar la recuperación de los mercados de capitales. Esta política estuvo acompañada de una baja tasa de interés con lo cual se logró un incremento clave de la oferta del crédito que permitió un claro proceso de recuperación. Estas nuevas expectativas, tanto la aparente recuperación y la facilidad de acceder al crédito, generaron una serie de olas de especulación, que ya fueron mencionadas a final del capítulo anterior como las “burbujas de Greenspan”. El aumento de liquidez crediticia fomentó entonces la capacidad de consumo de los estadounidenses. Así mismo, la demanda por vivienda y los créditos fáciles impulsaron la industria de la construcción de casas generando un incremento de los nuevos instrumentos financieros en el mercado hipotecario.

El primer gobierno de Bush (2001-2004) consiguió alentar más el consumo y la especulación, combinó una reducción de impuestos a empresas y aumentó el gasto público asociado con la guerra de Irak. Aunque esta medida disparó el déficit público, se contrarrestó con endeudamiento externo sin acudir al aumento de las contribuciones tributarias. “La explicación a esto es clara, tras las crisis de la década de 1990 a 2001, los países de la periferia iniciaron políticas para aumentar sus reservas, esto lo hicieron a través de bonos y letras del Tesoro que expidió EE. UU., por este motivo, la periferia ayudó a financiar tanto el déficit público como el consumo de los estadounidenses quienes, en la práctica, dejaron de ahorrar y se endeudaron con el resto del mundo”. (Marichal, 2010, pág. 282).

Las acciones y palabras de los miembros más destacados de la gestión económica de la administración Bush, fueron en gran parte los responsables de la creación de las grandes burbujas que luego explotaron. John Taylor es un ejemplo particular, como subsecretario de asuntos internacionales en el Tesoro de EE. UU. (2001-2005) no criticó la ampliación del déficit fiscal promovida por Bush, sino que la promovió, aunque después del 2008, llegó a afirmar que siempre había defendido el equilibrio fiscal y publicó un libro criticando las políticas de bajar las tasas de interés adoptadas por Alan Greenspan, quien era su viejo amigo. Lo cierto es que tras el atentado el 11 de septiembre de 2001, la política adoptada fue la flexibilización al máximo de la política monetaria.

Durante 2001 a 2007, aumentaron los flujos de capitales del exterior a los mercados bancarios y las bolsas estadounidenses. Una parte importante consistía en fondos de los bancos centrales que compraron dólares y bonos del Tesoro, pero otra parte llegó en la forma de inversiones privadas o “fondos soberanos” de todos los continentes.

Al principio, los fondos soberanos se invertían en bonos del estado, con intereses seguros pero muy bajos. Poco a poco, compraron empresas privadas para obtener una mayor rentabilidad. (Sala-i-Martin, 2008). Dado que el centro de la tormenta se ubicaba en el sector de los servicios financieros mundiales, las tenencias directas de los fondos soberanos de inversión en las compañías financieras se vieron sujetas a presiones particularmente intensas. Por otra parte, en vez de seguir recibiendo nuevas entradas de capital, algunos fondos soberanos de inversión se vieron obligados a respaldar a otras entidades nacionales (y, en algunos casos, regionales) que debían hacer frente a necesidades agudas y repentinas de efectivo. (El-Erian, 2010, pág. 45)

A través de los bancos globales y los fondos de inversión, todo este dinero se trasladó a la bolsa de Nueva York, con lo cual se experimentó un auge que alimentó las burbujas bursátil, inmobiliaria, hipotecaria y de derivados gestadas en EE. UU. Estas tendencias generaban la preocupación de muchos estudiosos de la economía, como Paul Krugman, Joseph Stiglitz, Robert Shiller, Nouriel Roubini, José Antonio Ocampo y Robert Boyer, entre otros estudiosos angloamericanos, latinoamericanos y franceses que publicaron sobre los riesgosos desequilibrios financieros que habían llevado a EE. UU. a convertirse en el principal consumidor y deudor del mundo. Sin embargo, las preocupaciones de sus estudios no se vieron reflejadas en políticas para corregir el camino, y más bien, como veremos en situaciones posteriores, las decisiones se tomaron en las altas esferas donde quien tiene la palabra tiene el poder.

Robert Solow, afirma que uno de los principales problemas de la crisis actual es la capacidad de apalancamiento otorgada a las firmas financieras. En 2004, la Securities and Exchange Commision (SEC), organismo encargado de regular y supervisar a los mercados financieros, introdujo una reforma que autorizaba mayores márgenes de apalancamiento, además alentó a los bancos a autorregularse, una medida alabada por Alan Greenspan. Esta reforma permitió a los bancos de inversión ampliar su apalancamiento, y con ello este organismo renunció a gran parte de su capacidad de supervisión y control sobre las firmas.

Otra característica asociada a la expansión de los mercados financieros, fue la innovación tecnológica que propició el uso de un número cada vez más amplio de instrumentos de inversión, seguros e hipotecas basados en mecanismos de especulación que no podían ser supervisados o regulados de manera adecuada por el banco central ni por los demás organismos públicos encargados de estas funciones.

Entre estas innovaciones se encuentran los paquetes de títulos y derivados de compleja composición: CDO, ARM, ABS/CDO, AVM, ABX, CMBS, REI, CDS Y SIV. Conocer su funcionamiento requiere una gran habilidad, conocimiento y experiencia en el terreno bancario y financiero y es claro que supera los conocimientos de los pequeños inversionistas, lo cual crea problemas de asimetría de información entre vendedores y compradores. (Marichal, 2010, pág. 286)

Es así, que la innovación financiera ha avanzado hasta el punto que importantes productos financieros estructurados como los CDO[3] son tan complejos y opacos para que

[3] Las Obligaciones de deuda colateralizada (Collateralized debt obligations, CDO por sus siglas en inglés), en general son los paquetes de titularización de las hipotecas para distribuir el riesgo.

sean *inherentementes* no transparentes. Como tales, no pueden negociarse en los mercados financieros estándar, pero se venden mediante la negociación entre el banco de inversión de origen y un pequeño número de clientes en mercados no estandarizados - "over the counter" (OTC). (Crotty, 2008, pág. 24).

El riesgo asociado con los CDO respaldados por hipotecas, posiblemente no pueden tener un precio correcto, porque ninguna empresa financiera tiene el tiempo, el incentivo o la capacidad para evaluar el riesgo asociado a cada una de las decenas de miles de hipotecas que pueden estar contenidos en un CDO. Incluso las empresas tenían información de que no podían modelar con confianza el precio apropiado para el CDO porque la relación entre el valor de un CDO y el valor de las hipotecas es complejo y no lineal. (Crotty, 2008, pág. 26). Se estudia entonces en detalle en la siguiente sección la estructuración de la burbuja inmobiliaria que fue el detonante de la crisis financiera que se estudia en este trabajo.

2.2 Mercado hipotecario y créditos subprime

Una de las causas de la crisis de 2008 tuvo su máxima atención sobre el mercado hipotecario, especialmente sobre los créditos otorgados a las familias para adquirir su vivienda, que luego fueron titularizados para dispersar el riesgo entre los inversores, que finalmente se tradujo en uno de los detonantes de la crisis. En esta parte se dará un acercamiento a estos elementos para comprender la manera en la que las reformas económicas lideradas por EE. UU. anteriormente mencionadas, aseguraron el campo para este colapso económico.

Entre 2001 y 2006, los precios de las casas e inmuebles junto con las acciones de empresas subieron sus precios de una forma desbordada, lo cual no ocurría anteriormente, ya que cuando la bolsa subía, el mercado inmobiliario bajaba y así viceversa manteniendo un equilibrio en las transferencias de un sector a otro.

Entonces se generaron dos enormes burbujas paralelas: una hipotecaria y otra bursátil. Para 2007 el valor de las casas superaba la inversión en acciones y bonos como fuente principal de riqueza de las familias estadounidenses. La maquinaria entrelazada formada por la industria de la construcción de viviendas, los bancos y las firmas financieras impulsó un crecimiento desmedido en el sector hipotecario e inmobiliario. (Marichal, 2010, pág. 288).

Al aumentar la demanda de casas incentivados por la expansión del crédito, el precio se elevó, las hipotecas eran baratas y el valor del inmueble subía sin parar. Por esta razón se podía afirmar que las hipotecas no constituían un riesgo y por ende podrían revender la propiedad a un precio más alto del que habían pagado por ella.

Muchos bancos y agencias financieras hicieron lo posible por atraer clientes con bajos ingresos con un historial crediticio nulo o desfavorable para otorgarles créditos de baja calificación y con altos riesgos para que pudieran “adquirir” su vivienda, a través de los llamados créditos subprime. Agencias como la Standard Poor’s y Moody’s, desestimaron los peligros y contribuyeron a la ola de especulación. Con las intervenciones del director de la junta de la Reserva Federal, Alan Greenspan (1987-2006), quien celebraba estos nuevos productos financieros, como los créditos subprime, en 2005, provocaron un mayor auge en la construcción de casas nuevas, mayores ventas de inmuebles y un aumento temporal de la riqueza del promedio de las familias en EE. UU.

Joseph Stiglitz señaló que era inevitable la aparición de peligrosas burbujas: Históricamente, toda la crisis financiera ha estado asociada con la expansión demasiado rápida de determinado tipo de activos, desde tulipanes hasta hipotecas. (Marichal, 2010, pág. 289)

Esta subida de los precios, a pesar de ser un sector de alto riesgo, atrajo a los grandes bancos de inversión de Wall Street y grupos financieros de Europa, como el Bank of América, J.P. Morgan Chase, Citigroup, Wells Fargo, Washington Mutual y Wachovia, además firmas públicas hipotecarias como Fanny Mae y Freddie Mac y empresas privadas como Countrywide.

A fin de reducir el peso contable de las hipotecas en sus carteras, los bancos comerciales y de inversión desarrollaron nuevos mecanismos que transformaban estos créditos en valores comercializables. En los mercados financieros norteamericanos esto era conocido como "titularización". Primero se juntaban hipotecas individuales en paquetes que luego se vendían a inversores en diversos mercados, estos a su vez buscaban compradores que quisieran seguridad basándose en la calificación que las agencias de riesgo daban a estos paquetes. También las vendían a inversores más riesgosos teniendo en cuenta que estos paquetes también podían ser divididos en partes con diferente grado de seguridad y de rendimiento.

Este proceso de titulación involucraba una larga cadena. Las hipotecas que se iban gestando de la forma tradicional eran agrupadas por los bancos de inversión, quienes a la vez las re-empaquetaban y las convertían en nuevos títulos. Los bancos mantenían algunos de esos títulos fuera de sus balances, en forma de vehículos de inversión estructurada (SIV en sus siglas en inglés), pero la mayoría eran trasladados a los inversores, incluidos los fondos de pensiones. Para comprar los títulos, los gestores de los fondos de pensiones tenían que estar seguros de que los títulos que estaban comprando eran seguros, y las agencias de calificación crediticia jugaron un papel crucial certificando su seguridad y aparentando ser los perfectos referentes inequívocos del devenir del mercado. Los mercados financieros crearon una estructura de incentivos que garantizaba que cada uno de los eslabones de esta cadena desempeñara con entusiasmo su papel en el gran engaño. (Stiglitz, 2010, pág. 128).

Como afirma Robert Shiller, la compra masiva de viviendas (primarias y secundarias) refleja un fenómeno de "contagio social", situación en la cual los individuos operan como una manada, seguros de que la mayoría no puede equivocarse. (Shiller, 2008). Ante la burbuja los compradores se vuelven ciegos, pero cuando estalla corren a vender y cae la demanda al igual que los precios de los activos.

Esta dinámica del mercado hipotecario tuvo su punto de máximo auge hasta finales de 2006, ya que para el primer trimestre de 2007 el valor real de las propiedades comenzó a caer. El factor que contribuyó a aumentar los riesgos fue que las hipotecas se otorgaban bajo la modalidad de tasas ajustables o Adjustable-Rate Mortages (ARM's). Estos préstamos se incrementaron en 2006, pero para el 2007, las tasas se ajustaron al alza coincidiendo precisamente con la fecha de inicio de la devolución de los préstamos otorgados a los sectores de bajos ingresos y escaso historial crediticio, esto provocó que muchas personas comenzaran a suspender los pagos de las cuotas de sus hipotecas a partir del año 2006.

La consecuencia, en el caso de EE. UU. entre 2006 y 2008, fue la suspensión de pagos de centenares de miles de hipotecas y el derrumbe de gran cantidad de fondos bancarios o bursátiles que se basaban en estos valores, lo que provocó una situación de bancarrota generalizada. (Marichal, 2010, pág. 292)

2.3 La explosión de la burbuja inmobiliaria y el estallido de la crisis 2007-2008

Ante las tendencias negativas presentadas en el sector inmobiliario para 2006, muchos de los analistas afirmaron que no existía peligro de hundimiento, entre ellos se encontraban aquellos que se habían beneficiado con la burbuja hipotecaria. Entre estos se encuentran David Lereah, economista en jefe de la Asociación Nacional de Bienes Raíces de EE. UU. quien publicó en marzo de 2006 un libro con el propósito explícito de argumentar que no habría más caídas en el mercado de viviendas.

A pesar de esto, algunos de los analistas como Nouriel Roubini, confirmaba lo contrario diciendo que se estaba produciendo una gran caída en la industria de viviendas y que era previsible una recesión profunda y destructiva.

Hasta el 4 de octubre de 2006, el jefe de la Reserva Federal, Ben Bernanke, declaró a la agencia de información financiera, Bloomberg, que la caída en el sector de la construcción de casas estaba comenzando a afectar a la economía en su conjunto. También se señaló el mal desempeño de dos fondos de cobertura (hedge funds) que pertenecían al legendario banco de inversión, Bear Stearns, de Nueva York. Sin embargo, Ben Bernanke en febrero de 2007 ante una comparecencia ante el Congreso, rechazó la posibilidad de una recesión en la Unión Americana. (Marichal, 2010, pág. 293).

Sin embargo los hechos fueron determinantes, ya que en abril de 2007, el precio de las casas cayó más del 10%. D.R. Horton Financial (empresa constructora de casas) anunció grandes pérdidas, New Century Financial Corporation (un fideicomiso de inversiones inmobiliarias) pidió una cobertura antes de ir a bancarrota, en junio el banco Bear Stearns anunció que necesitaba las ganancias para un rescate de 3.000 MDD, en Julio anunció que no permitiría que sus clientes retirasen dinero de otro de los fondos de inversión en problemas. Pocos días después el fondo Caliber Global Investment Ltd., de Londres también se desplomó.

2.3.1 Un reconocimiento tardío de la crisis y los intentos en vano por cambiar el rumbo

Hasta el segundo semestre de 2007, a pesar de la evidente caída de las bolsas de valores, Henry Paulson, secretario del Tesoro, seguía insistiendo que no había problemas con el mercado hipotecario. Pero para septiembre 20 de 2007, Bernanke declaró por fin que “la crisis del mercado *subprime* había excedido los cálculos más pesimistas”. Estas declaraciones estuvieron acompañadas de la noticia de la quiebra de dos fondos de inversión de la firma Bear Stearns, y del banco británico Northern Rock, que necesitó un gran rescate de 25 mil millones de libras esterlinas.

A partir de octubre hubo unas sucesivas pérdidas en inversiones *subprime*. UBS, banco suizo, tuvo una depreciación en sus activos por 3.400 MDD y recortó 1500 puestos de trabajo. También el banco de Wall Street, Merrill Lynch, tuvo una pérdida por 5.500 MDD en inversiones subprime.

Ante esta serie preliminar de quiebras financieras, la Reserva Federal intervino en el mercado monetario con el objetivo de evitar el pánico y ofreció descontar papel de los bancos para

inyectar liquidez. En octubre de 2007 el banco central adoptó una disminución de la tasa de interés para incrementar la disponibilidad del crédito en los mercados.

Durante el primer trimestre de 2008 muchas instituciones financieras habían logrado solventar sus problemas al obtener diversas fuentes de financiamiento (incluyendo apoyos de la Reserva Federal), pero el 14 de marzo de 2008, Bear Stearns, se declaró en estado de virtual bancarrota. Fue entonces cuando el banco J.P. Morgan Chase compró sus acciones por un precio muy bajo (dos dólares por acción), poco después decidió elevarles el precio a 10 dólares para evitarles pérdidas mayores a sus dueños, antiguos colegas en Wall Street. Una vez más se anuncia la intervención de la Reserva Federal, que se comprometió con los compradores a garantizar liquidez sobre un máximo de 30.000 MDD de los activos tóxicos de Bear Stearns. Luego Goldman Sachs y Lehman Brothers anunciaron una caída del 50%.

La Oficina Federal de Investigaciones (FBI), acusa para junio de 2008 más de 400 personas (corredores de bolsa y promotores inmobiliarios) de estar involucradas en fraudes hipotecarios que superaban los mil millones de dólares. Dos miembros de Bear Stearns enfrentaron acusaciones y cargos por el colapso de dos fondos de inversiones *subprime* que manejaban y quebraron.

Otra intervención por parte del gobierno hacia el 13 de julio fue para IndyMac (segundo banco hipotecario más importante de EE. UU.). El 15 de julio para evitar que dos grandes hipotecarias públicas Fannie Mae (Federal National Mortagage Association) y Freddie Mac (Federal Home Loan Mortagage Corporation) se hundieran, el gobierno les ofreció un apoyo sustancial. La ayuda no fue suficiente y el 7 de septiembre de 2008, fueron intervenidas: el gobierno se comprometió a adquirir 100.000 MDD en acciones de cada empresa, es decir, una inyección total de 200.000 MDD, con cargo al contribuyente.

2.3.2 El gran colapso

EE. UU. atravesaba por un momento de inestabilidad política y económica, por un lado la administración Bush perdía credibilidad y por el otro los candidatos presidenciales John McCain (republicano), y Barack Obama (demócrata) insistían en sus discursos de campaña con propuestas sobre la promoción del gasto público y una revisión a la regulación financiera. También se desató una especulación con los precios del petróleo crudo que subieron desde 70,8 dólares el barril en la segunda mitad de 2007 a más de 150 dólares a mediados de 2008.

El 15 de septiembre de 2008 Lehman Brothers se declaró formalmente en quiebra, desatando una reacción en cadena en todos los mercados financieros. Dado que Lehman era una firma que manejaba como intermediaria muchos papeles de deuda de otras firmas, pudo comprobarse que era un engranaje vital en el mercado financiero y bancario. Se argumentó que con su quiebra desaparecieron casi 690.000 MDD del sistema financiero mundial. Uno de los inversores que perdió fue el Fondo de Pensiones del gobierno de Noruega, reportando pérdidas por más de 800 MDD invertidos en bonos y acciones. Provocando retiros de algunos instrumentos financieros como CDO's, sus precios se desplomaron provocando enormes pérdidas a una multitud de bancos, fondos de cobertura y aseguradoras.

A pesar de que Ben Bernanke, Director de la Reserva Federal, Henry Paulson, Secretario de Tesoro, y Timothy Geithner, director del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, se reunieron

semanas antes para discutir el curso de Lehman, los tres hombres de los más influyentes del sector financiero oficial de EE. UU. concluyeron que no querían incentivar el riesgo moral, atendiendo al peligro de que Lehman mintiera y tomara riesgos innecesarios al saber que podía ser rescatado. Además que la noticia podía crear un incentivo perverso para que otras instituciones financieras actuaran de manera imprudente y confiaran en la intervención del gobierno como una red de seguridad. (Marichal, 2010, pág. 300). Sobre estos encuentros para la gestión de la crisis se profundiza en el siguiente capítulo desde una perspectiva de los actores.

También se aceleró la caída de la aseguradora más grande de Estados Unidos, el American International Group (AIG), que tenía inversiones en títulos de hipotecas y a su vez había asegurado CDO's. Sin embargo, para este grupo el rescate por parte de la Reserva Federal, se dio con rapidez, el 17 de septiembre se le concedió un préstamo por 85.000 MDD, permitiéndole controlar el 80% de sus acciones, otorgando al gobierno el poder sobre cuantiosos activos.

Con estas quiebras quedó claro que la crisis pasaba de ser una crisis de liquidez (caracterizada por la falta de crédito a corto plazo) a una crisis de insolvencia, donde las entidades financieras no pueden hacer frente al pago de sus obligaciones, aumentando la amenaza de múltiples bancarrotas.

El 18 de septiembre, se coordinaron la Reserva Federal, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón, el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra y el Banco Nacional de Suiza, para inyectar 180.000 MDD en los mercados bancarios.

2.4 El rescate de la economía mundial

Hasta este punto es posible afirmar que los colapsos financieros que se han descrito en este trabajo han estado presididos por una intervención del gobierno, pese a la teoría del *laissez faire*. La historia en la fase de crisis ha evidenciado que la economía no se autorregula ya que en todas las ocasiones en las que se han presentado crisis profundas, las formas de llegar a una mediana estabilización económica se han hecho posibles gracias a estas intervenciones, que no sólo se reducen a medidas tradicionales en materia de políticas fiscal o monetaria sino a grandes inyecciones de dinero que generan profundos cuestionamientos a la ética del sistema. En esta parte final del capítulo 2 se hará una descripción general de las medidas que se tomaron luego del debacle de 2008 para rescatar a la economía de EE. UU.

Así mismo es posible afirmar que ante las crisis de los últimos años la respuesta a los gobiernos para salvar la economía ha estado impregnada de una alta dosis de keynesianismo, puesto que las dinámicas imperantes en las lógicas del libre mercado no han sido capaces de brindar una respuesta que asegure la estabilidad y el crecimiento económico. "De aquí que las elites del mundo político, que todavía ayer celebraban la desregulación de los mercados financieros, se hayan vuelto de un día para otro y sin excepción keynesianas… Lo cierto es que durante los últimos siete años, y merced a la burbuja inmobiliaria cebada por el préstamo y el gasto de la Reserva Federal y por los déficits presupuestarios de la administración Bush, hemos asistido a lo que probablemente sea el mayor estímulo económico keynesiano de la historia en tiempos de paz" (Brenner, 2009, pág. 25).

Para EE. UU., después de los sucesos descritos anteriormente se implementan unas medidas que a continuación serán presentadas, el 19 de septiembre el Departamento de Tesoro lanzó la Ley de

Estabilización Económica de Emergencia, o como muchos los llamaron Plan Paulson (por ser el principal pujante), comprometiendo grandes recursos fiscales del gobierno, este plan implicaba, que a diferencia de las previas intervenciones de la Reserva Federal, se iba a utilizar dinero de los contribuyentes a fin de enfrentar el colapso financiero.

Una parte del rescate se destinaba a comprar deuda riesgosa o tóxica con la finalidad de restaurar la estabilidad: conocida como el Troubled Asset Relief Program (TARP). Se establecía que de los 700.000 MDD, una tercera parte se ponía en manos del Tesoro para salvar a los bancos que estaban en peligro de hundirse; otros 100.000 MDD, podían ser utilizados por el presidente; los restantes 350.000 MDD podía solicitarlos el Tesoro, con la previa aprobación del Congreso.

Este plan fue sometido a revisión por el Congreso y el Senado de EE. UU., con la firme intervención del presidente del Tesoro.

El primer borrador fue rechazado por el Congreso el 29 de septiembre, afectando las bolsas de valores del mundo. Luego el 1 de octubre se aprobó el plan y dos días después el presidente Bush promulgó la ley. Un mes más tarde el 4 de noviembre ganó el demócrata Barack Obama quien tenía la responsabilidad de enfrentar como primera medida la enorme crisis financiera y económica que sacudía la nación y al mundo.

El 22 de septiembre dos de los mayores bancos de inversión, Goldman Sachs y Morgan Stanley, se convirtieron en *holdings*[4] bancarios, sacándose de encima las regulaciones que los condenarían a desaparecer, y para conseguir con mayor facilidad el respaldo financiero del gobierno. Se dieron otro tipo de fusiones y de nuevas organizaciones entre las instituciones financieras como Merrill Lynch que se fusionó con el Bank of América. Algunos economistas estuvieron de acuerdo con estas fusiones, como el economista Nouriel Roubini, *Council for Foreing Relation*, quien sostuvo que las medidas de reorganización de los bancos de inversión eran necesarias para salvar al sistema bancario del colapso total. Con esta nueva organización estas entidades financieras se volvieron de mayor tamaño y se consolida la afirmación de que "son empresas demasiado grandes para quebrar".

Otros cambios importantes en la reorganización financiera se describen a continuación: una parte importante fue virtualmente nacionalizada, incluyendo a Fannie Mae y a Freddie Mac, y a AIG. En segundo lugar se puede destacar la transferencia de los recursos de la mayor parte de los grandes bancos de inversión a nuevas compañías bancarias y a dos grandes bancos comerciales, por un total de 2,7 billones de dólares. No se puede dejar de lado el rescate de los propios bancos comerciales, Citicorp, recibió sus primeras inyecciones multimillonarias de fondos federales superiores a los 300.000 MDD a principios de 2009. También para impedir el colapso total de los créditos la Reserva Federal bajó sus tasas en un rango entre 0 y 0,25%.

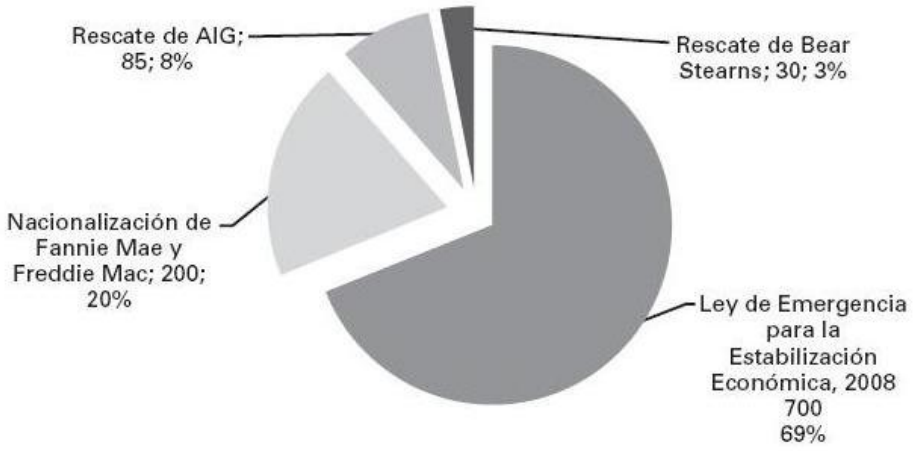
Con la administración de Barack Obama se continuaron con dos grandes líneas de acción: rescates a instituciones financieras y planes de estímulo a la economía. Con evidente prioridad a

[4] Para este trabajo el término *holding* hace referencia a una corporación bancaria que controla uno o más bancos, y que a su vez debe responder ante la junta de gobernadores de la Reserva Federal (FED). También le proporciona poder para participar de la ventanilla de pagos de la FED.

los bancos de inversión y bancos hipotecarios y en segundo lugar a empresas automotrices y otros sectores de la economía. El monto del cálculo de los rescates financieros a principios de 2009 se calculó de la siguiente manera: 6,61 billones de dólares que incluyen los rescates financieros manejados por la Reserva Federal, los de la Ley de Emergencia de Estabilización aprobada en 2008 por 5,75 billones de dólares, y los del Plan de Recuperación y Reinversión del presidente Obama por unos 800.000 MDD.

La siguiente ilustración 2-1 muestra de manera abreviada la configuración del rescate de las instituciones financieras, es importante agregar que los 700.000 MDD de la Ley de Emergencia fueron otorgados a las instituciones financieras que se encontraban aún medianamente estabilizadas para que no cayeran como había sucedido con las demás instituciones y mantuvieran a la economía estable. Se sabe que hasta el momento estas instituciones han devuelto gran parte del monto prestado, pero los contribuyentes no han visto nada de estas ayudas. Aún no se recupera el mercado hipotecario y las hipotecas siguen siendo ejecutadas.

Ilustración 2-1: Rescate a instituciones financieras y Ley de Emergencia para la Estabilización Económica en Estados Unidos, 2008 (miles de millones de dólares). (Marichal, 2010, pág. 305 Gráfico 6.3)



Nota: Los porcentajes están calculados sobre un total de 1.015 millones de dólares.
Fuentes: One Hundred Tenth Congress of the United States of America, *Emergency Economic Stabilization Act 2008*, Washington D. C., 3 de octubre de 2008; *The Wall Street Journal*, 'Marketwatch', varias fechas; Council of Economic Advisers and Office of the Vicepresident Elect, *The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan*, enero 10 de 2009; y *The Economist*, "Big Government Fights Back', enero 29 de 2009.

Dado que esta investigación abarca los acontecimientos hasta el año 2008, no se hará énfasis en las consecuencias de las políticas adoptadas por el gobierno de Obama al tomar el poder en medio de esta crisis. Sin embargo, se puede afirmar que los cambios que se presentaron a finales

del 2008 y comienzos de 2009 fueron más marginales que sistemáticos ya que como se ha evidenciado para finales de 2011 la economía mundial ha entrado nuevamente o se ha mantenido en una fase de crisis[5].

Los rescates tienden a constituirse entonces en pequeños cambios marginales que simplemente permiten que se creen nuevos ciclos de expansión. De esta manera como lo afirma Epstein y Crotty "los gobiernos responden a las crisis con nuevas inyecciones que permiten que nuevas expansiones comiencen, como resultado lo mercados financieros se hacen cada vez más grandes y las crisis llegan a ser cada vez mas amenazantes. Así se obliga entonces al gobierno cada vez a crear unos rescates de mayores proporciones" (Crotty & Epstein, 2009, pág. 5). Para ese momento en 2008, en EE. UU. el futuro se mostraba incierto para los cambios del marco regulatorio y estructura bancaria, sin embargo, al ser el banco central *prestamista de última instancia*, se puede sugerir que de esta manera favorece a ciertos grandes grupos financieros y deja sin apoyo equivalente a millones de deudores de hipotecas y decenas de millones de contribuyentes. (Marichal, 2010, pág. 306).

Ahora bien, no solo EE. UU. estaba en un colapso financiero, el mundo entero entró en recesión económica y por lo tanto sucesivos rescates. Por ejemplo, en gran parte de Europa también se presentaron gran cantidad de rescates financieros, en Gran Bretaña, el gobierno británico intervino con recursos fiscales asegurando la estrecha colaboración del banco central, el Banco de Inglaterra, que ofreció una serie de garantías para las entidades amenazadas por la fragilidad de sus carteras, así mismo muchas entidades como el Royal Bank of Scotland y el banco hipotecario Northern Rock, fueron nacionalizadas.

Para finalizar este segundo capítulo, es importante hacer dos observaciones que diversos autores realizan cuando se describe esta crisis de 2008, y es que hacen un paralelo con la Gran Depresión de 1929, por las similitudes que pueden compartir, pero más aún por los contrastes que hacen la diferencia. Por un lado se resalta el rol del gobierno y las instituciones bancarias y por el otro lado hace referencia a las políticas adoptadas.

El rol asumido en 1929 y 1931, por parte de EE. UU. y de los gobiernos y los bancos centrales, por lo general, mantuvieron una política de no intervención, que contribuyó a que se produjeran fugas de capitales masivas, debilitamiento del sistema bancario y crediticio y una serie prolongada de crisis bancarias y quiebras de una multitud de empresas en varios países. Para 2008, los gobiernos y bancos centrales de EE. UU. y la Unión Europea, adoptaron en cambio una política de masiva intervención para salvar bancos y mercados financieros.

Un contraste importante entre estos dos grandes momentos históricos, se refleja en los cambios radicales que se registran en materia de gestión de las políticas bancarias, monetarias y fiscales. Para 1929, la aceptación ideológica y práctica del patrón oro como eje del sistema monetario internacional restringió el margen de acción de los dirigentes financieros, y políticos, con el temor

[5] Con el fin de profundizar sobre las consecuencias actuales de las políticas adoptadas ante la crisis, por el gobierno de Obama en el 2010, se refiere al lector al artículo de Jane D`Arista (2011), donde se analiza en detalle los alcances del Dodd.Frank Act (Estatuto de reforma regulatoria financiera). (D´Arista, 2011)

a utilizar instrumentos fiscales para relanzar las economías. En la actualidad se han puesto en marcha políticas fiscales de estimulo puntual al sector financiero combinadas con políticas más agresivas de expansión monetaria por parte de los bancos centrales. Muchas de las políticas fiscales de estímulos puntuales son asociadas indiscriminadamente a las políticas Keynesianas, sin embargo en el pensamiento de John Maynard Keynes la intervención del estado era mucho más agresiva y no solo se basaba en inyecciones puntuales de capital al sector financiero sino en un ambicioso plan de subsidios, construcción de infraestructura, medidas proteccionistas y muchas otras medidas de intervención activa del estado en el mercado para superar los tiempos de crisis.

Pareciese entonces que se asiste a un círculo vicioso de inyecciones de capital puntuales que distan de ser verdaderas políticas Keynesianas, y más bien buscan retornar a estabilidades temporales del sistema financiero y la economía mundial, sin entrar a transformar las estructuras que componen los pilares del capitalismo que han sido vigentes a través de toda su historia.

3. Capítulo 3. Anatomía de la gestión de los planes de rescate de las crisis financieras. Los planes de rescate en la crisis de 2008

Este capítulo final se estructura en tres partes, una primera parte está asociada a una mirada crítica al papel real de la gestión de los planes de rescate de las crisis financieras enmarcadas en el sistema capitalista. Se puede afirmar que para salir de las crisis se hace necesario un plan de rescate, sin embargo la estructuración de estos parece responder al interés de unos grupos económicos que buscan una reinvención constante del capitalismo para mantener las tasas de ganancia en determinados sectores. Bajo este marco conceptual se retoma luego la discusión para la gestión de la crisis de 2008. Adicionalmente se presenta la importancia del FMI como mecanismo de gestión de crisis en muchas economías.

En su segunda parte este capítulo presenta los hechos que marcaron la gestión de la crisis de 2008, desde una perspectiva más cercana a los protagonistas, tanto del sector financiero como del gobierno, quienes finalmente son el elemento central de la gestión del plan de rescate. En esta parte se resaltarán algunos hechos importantes donde se muestran las conexiones y el conflicto de intereses que se produjeron durante el 2008, empezando desde la caída de Bear Stearns hasta la forma cómo se gestionó el plan de rescate cuyos beneficios más notorios se otorgaron al sector financiero. También se muestra que hay una fuerte tendencia de agentes que tienen interés en los rendimientos de los mercados financieros y a la vez influyen en la toma de decisiones sobre las políticas asociadas a los planes de rescate. De esta forma la gestión de la crisis en si misma también afronta riesgos morales y va más allá de una receta de los organismos estatales.

Finalmente se hace un acercamiento a los lineamientos que se han desarrollado para abarcar de manera más organizada un plan de rescate. Se plantea una gestión organizada y flexible que pueda siquiera responder a las necesidades no solo del sector financiero, sino de la sociedad en general. También se resalta la importancia de una etapa de supervisión y control que permita identificar de forma preventiva algunos hechos que indiquen una posible crisis y poder actuar desde una etapa previa a la crisis para que en su etapa más fuerte, exista un plan de rescate estructurado y adecuado. Adicionalmente en esta parte se hace mención a autores que de acuerdo al análisis de las crisis y los posteriores planes de rescate que se han planteado en la historia, han identificado unas fases dentro del proceso que pueden complementar una mejor gestión en los planes de rescate y una forma de integrar esta literatura al estudio de la economía.

3.1 Una aproximación a los planes de rescate y su dinámica dentro del capitalismo

3.1.1 Una mirada crítica a la estructuración de los planes de rescate

En la actualidad bajo la lógica del libre mercado donde prima la no intervención del Estado, el plan de rescate termina siendo una intervención del estado, en respuesta a las crisis financieras para "salvar la economía". Para configurar los planes de rescate dentro de las dinámicas del capitalismo se hace evidente reconocer que las transformaciones económicas y sociales de las últimas décadas no fueron motivadas y dirigidas por los intereses de las grandes masas sino por los de minorías privilegiadas que, en efecto, mejoraron su situación. (Duménil & Lévy, 2007, pág. 7).

Es así que, cuando los intereses financieros de las clases dominantes se ven afectados, éstas entran a actuar en su beneficio y captan la mayor parte de los recursos en el marco de un plan de salvamento. Todo esto para mantener o aumentar el margen de ganancia que venían sosteniendo antes de las crisis. La reacción del sector financiero ante las crisis de las últimas tres décadas ha logrado restablecer su posición, aumentar sus ingresos y reubicarse en una postura hegemónica, dando lugar por supuesto, a un nuevo orden capitalista. Esta tendencia no es muy diferente en la gestión del plan de rescate de 2008 al estudiarlo desde sus actores como se mostrará en la segunda sección de este capítulo.

Es importante destacar que las finanzas han administrado las crisis conforme con su propio interés, esto ha prolongado la duración de la misma e incluso ha llevado a las finanzas a incidir sobre el curso de la historia. Los dos elementos, gestión de la crisis e instalación de una sociedad alternativa, están estrechamente ligados: la crisis creó las condiciones para la destrucción del orden anterior.

La gestión de la crisis se ha hecho según los intereses de un grupo social particular, que es una de las ideas que soporta este trabajo. Esto significa que administrar la crisis en interés de las finanzas es ser indiferente a los efectos para otros grupos sociales y otros países, sobre el nivel de protección social, empleo y reivindicación de derechos sociales. (Duménil & Lévy, 2007, pág. 16). Eso lleva a ver los planes de rescate incluyendo el de la reciente crisis de 2008 como estrategias para re-empoderar a la finanzas y prolongar el predominio del poder financiero en el planeta.

En este sentido cabe aclarar que las finanzas abarcan tanto instituciones (banca comercial y financiera, fondos de pensión, seguros, etc.) como individuos, siendo estos últimos agentes capitalistas poseedores de acciones, miembros de diversas juntas directivas y poderosos actores cuya propiedad abarca simultáneamente sociedades financieras y no financieras.

Las finanzas utilizan igualmente la crisis en los planos ideológico y político para poner en órbita un tipo de sociedad a su imagen y conforme con sus intereses. Presentándose como salvadoras, como la única fuerza que puede sacar al capitalismo del problema, manipulan la opinión con un cinismo particularmente notable pues en la gestión misma de la crisis ellas primeramente aseguran la preservación de sus propios intereses, sin importarles la prolongación de la crisis y del desempleo, y con gran facilidad porque sus adversarios están desalentados y mudos. (Duménil & Lévy, 2007, pág. 18).

Poco se hizo para evitar el efecto devastador de las crisis financieras sobre las economías directamente afectadas, pero se hizo el máximo para reforzar el dominio de las finanzas mundiales y defender los intereses estadounidenses. Ese es el fondo: la salida de la crisis y el reforzamiento de la hegemonía de las finanzas estadounidenses deben coincidir. Este es un aspecto singular de ese doble o triple juego neoliberal: ponerse como garante de la salida de la crisis, conducir esa salida a su manera sin preocuparse demasiado por los daños que sufren los demás, y hacer surgir un orden que garantice la preeminencia de los intereses estadounidenses, en particular los financieros. (Duménil & Lévy, 2007, pág. 110).

3.1.2 Los organismos Multilaterales: El FMI y los planes de rescate desde un orden financiero internacional

Para los países desarrollados los planes de rescate tienden a gestionarse al interior de sí mismos, como por ejemplo cuando el banco central es el encargado de inyectar solidez a las instituciones en quiebra. Sin embargo la situación para los países en vía de desarrollo o los llamados países emergentes es diferente, y los planes de rescate se gestionan desde las instituciones multilaterales como FMI, BM, BID y bancos privados exteriores. Estos recursos, que no son propios, luego se vuelven deuda externa donde las condiciones quedan sujetas a las decisiones de estas instituciones multilaterales.

Frente a las crisis que sacudieron los mercados emergentes en los años 90, el FMI fue el organismo protagonista para el auxilio y la gestión de las crisis. Los planes de salvamento que se orquestaron desde esta institución, han generado constantes polémicas, e incluso profundas discusiones sobre el futuro del sistema monetario y financiero internacional. Gran parte de las ayudas del FMI han sido condicionadas por compromisos masivos de fondos públicos y rigurosos programas de ajuste. El creciente riesgo sistémico que se deriva de la interconexión financiera global hace que el FMI se reestructure para continuar con su labor como mecanismo internacional de gestión de crisis. Al analizar la manera en que el FMI gestionó las crisis de deuda de los años 80 y luego en los años 90 en los países emergentes, se observa que los límites de la actuación del FMI en la prevención y la gestión de estas crisis acentúan la necesidad de una renovación de sus modos de intervención. El FMI podría ser la institución central si se desea crear las bases de un sistema de regulación pública de la globalización financiera. “La regulación prudencial tiene un pilar preventivo (reglamentación y supervisión) y un pilar curativo (dispositivo de gestión de crisis). Según la capacidad de autodisciplina que se le otorguen a los mercados, uno u otro pilar jugarán el papel preponderante”. (Aglietta & Moatti, 2002, pág. 11).

Las políticas del FMI han llegado al punto de recurrir, a operaciones de rescate orientadas a generar liquidez en divisas a los bancos comerciales para permitirles afrontar sus compromisos externos. De la misma forma el FMI ha intervenido en los programas de restructuración bancaria y en decisiones de alta envergadura como la recapitalización e incluso de cierre de instituciones no viables. Muchas de estas decisiones estaban antes en manos del prestamista nacional de última instancia y los organismos económicos de cada nación. El papel del FMI ha sido decisivo en el apoyo a las crisis a pesar que sus mecanismos de ayuda financiera estaban destinados a hacerle frente a déficit corrientes y no a agresivos desequilibrios en la cuenta de capital.

La gestión de los planes de salvamento en las crisis tienen varios tintes, por un lado se encuentran las políticas (neoliberales) que desde el gobierno se pueden adoptar, pero también se pueden

seguir las recomendaciones de organismos multilaterales como el FMI y el BM, que no se distancian de ninguna forma de las políticas neoliberales. Por otro lado está la inyección de capital público y es en ésta inyección de capital que se encuentra el direccionamiento de los recursos al poder financiero.

3.1.3 Los planes de rescate como parte de un ciclo capitalista para la reinvención del sistema

Si se mira en detalle, las crisis estructurales de las últimas décadas parecen cortadas con en el mismo molde: caída de la productividad del capital, baja de la tasa de ganancia, disminución del ritmo del progreso técnico, toma de control del salario, inestabilidad macroeconómica creciente, etc. De igual manera, las características de las fases de salida de crisis son similares: elevación de la productividad del capital y recuperación de la tasa de ganancia. Esta semejanza se ve reforzada con la heterogeneidad creciente en el seno del sistema productivo, con el establecimiento (o el restablecimiento) de la hegemonía del sector financiero en la crisis, con la explosión de las operaciones financieras y una vertiginosa alza del mercado de valores. (Duménil & Lévy, 2007, pág. 203).

Se puede ver entonces cómo la gestión de la crisis puede hacer cambiar el curso político, económico y social del mundo, en cuanto logra articular una trasformación en el contexto de otras alianzas sociales. Sin embargo, aunque se diera un cambio de las estructuras que ordenan al mundo, cabe centrarse en la idea que el sistema que actualmente prevalece es el capitalismo. La estructura capitalista no se hunde en crisis cada vez más profundas y duraderas, lo que realmente sucede es que entra en crisis, se transforma y se repone. No obstante, el carácter cada vez más recurrente de las crisis plantea el debate sobre los límites de las reinvenciones capitalistas, un debate que trasciende el alcance de este trabajo.

Aunque las estructuras se regulan finalmente, mediante crisis violentas se crean las condiciones para los ajustes y el esquema (Ilustración 3-2) es siempre el mismo:

Ilustración 3-1: Esquema propuesto por Duménil y Levy. (Duménil & Lévy, 2007, pág. 214).

Tensiones → Crisis → Transformaciones → Salida de Crisis

El esquema anterior muestra el ciclo del capitalismo que configura su transformación. Dentro de la etapa de Transformaciones se encuentra lo que se configura en este trabajo como gestión de crisis, que supone una siguiente etapa denominada Salida de crisis. En esta última etapa es donde se cumplen los objetivos finales de quienes gestionaron la crisis. Cuando el sistema financiero toma la vocería de esta gestión no se logra una mejora para los intereses colectivos de la sociedad sino para los intereses individuales de los grupos económicos más fuertes. No obstante, cuando la vocería la toma el Estado, la situación debería ser diferente, pero si el Estado ya no tiene el poder, sino de nuevo el sector financiero cuyos actores están en el gobierno o estrechamente relacionados con él, la situación permite que el sistema capitalista se perpetúe. Precisamente fue esto lo que sucedió en la gestión de la crisis de 2008, una combinación de una intervención del Estado, pero presidida por un poder financiero que ha trascendido los límites y cuyos beneficiarios son los accionistas y propietarios más poderosos.

Todos los cambios que se producen como reacción a los desequilibrios y crisis y que permiten la perpetuación del sistema, no tienen sin embargo el mismo alcance. Puede tratarse, por ejemplo, de la creación de un banco central o de instituciones internacionales, de la modificación de la legislación sobre sociedades, de la regulación o la desregulación de ciertas actividades financieras, etc. Todas esas reformas son importantes. Son impuestas por las necesidades técnicas, en el sentido amplio del término, dictadas por la naturaleza de los problemas que surgen. Pero esta lectura de la dinámica del capital sigue siendo analíticamente limitada. (Duménil & Lévy, 2007, pág. 215). En las políticas ejecutadas en los planes de rescate se configuran estas reformas, por eso la importancia de profundizar la gestión de las crisis en la teoría económica, con el fin de entender las dinámicas del capitalismo y la hegemonía del sector financiero.

Durante la gestión de la crisis se dan las pautas para la transformación y adaptabilidad del capitalismo a las nuevas concepciones políticas, económicas y sociales. El neoliberalismo debe verse como una etapa del capitalismo que trata de reavivar algunos de sus caracteres fundamentales y no detendrá el curso de la historia. Así, el neoliberalismo no será la última etapa del capitalismo (Duménil & Lévy, 2007, pág. 223). Se asiste entonces en el siglo XXI a la configuración de nuevos superpoderes financieros y políticos como los grandes fondos de inversión o de pensiones, enteramente controlados por ejecutivos especializados, profundizando así el esquema de sociedad por acciones que se abrió camino un siglo atrás y que se configura una vez más dentro de las ideas del capitalismo.

3.2 Cómo se gestionó el plan de rescate de la crisis de 2008. Una mirada desde sus protagonistas

En la sección anterior se desarrolló una posición crítica de la gestión en los planes de rescate y, en esta parte se muestra la manera como se gestionó la crisis de 2008, y cómo muchos de los elementos que se estudiaron anteriormente aparecen en la gestión de esta reciente crisis que se complementarán con la última parte de este capítulo.

Para entender la manera en la cual estos planes son estructurados en una situación real y entender la necesidad por la cual se debe acudir a una propuesta que articule una mejor gestión de estos planes, a continuación se relata con más detalles la manera cómo se gestionó la crisis durante el año 2008 hasta la estructuración del plan de rescate y en particular las relaciones de intereses que se llevaron a cabo.

3.2.1 La importancia de una perspectiva desde los actores

A diferencia de lo que ya se dio a conocer en la última parte del capítulo 2, que fue una descripción de los hechos, la perspectiva que se va a manejar en esta parte es desde los mismos protagonistas de los sectores involucrados, tanto del gobierno, como de las instituciones financieras. En esta parte es importante resaltar que algunos aspectos problemáticos en la gestión de la crisis están asociados al riesgo moral de los actores y los egos de estos personajes.

Los principales actores y roles dentro de este colapso financiero tienen una alta responsabilidad en todo lo sucedido, sus decisiones fueron cruciales en el rumbo que tomó la crisis y como

gestores también tienen la responsabilidad de responder por sus consecuencias. Si el capitalismo promulga el individualismo permitiendo que sea aquel que rige las decisiones en búsqueda del máximo beneficio, estos agentes tomaron así sus decisiones y los beneficios fueron evidentes para cada institución que representaban, pero dónde estaban los representantes de los ciudadanos, he ahí una falla en la gestión de estos planes.

Se puede afirmar que en esta gestión se configuraron redes políticas, las cuales indican relaciones de dependencia entre el gobierno y los grupos de intereses, en donde de cierta manera existe un intercambio de recursos como lo que sucedió en la crisis de 2008. En EE. UU., los pioneros en la forma de abordar las redes de políticas comenzaron por entender las políticas como el resultado de las estrechas relaciones existentes entre las instancias decisorias, que comprenden los patrones de intercambio establecidos entre los organismos ejecutivos, las comisiones del Congreso y los grupos de interés. (Fleury, 2002, pág. 229).

Entonces estas políticas son los resultados de estos juegos y comprenden actores en relación de interdependencia; recursos tales como poder, posición social, legitimidad, conocimiento, información y dinero; reglas prevalecientes y mutables que son fruto de la interacción y regulan el comportamiento de los actores; y percepciones que son imágenes de la realidad a partir de las cuales los actores interpretan y evalúan su curso de acción y también el de los demás actores. (Fleury, 2002, pág. 233). Estos elementos están presentes en cada suceso de la crisis de 2008 y logran interpretar la realidad por la cual estuvieron presentes cada uno de sus protagonistas.

Es así como los actores obran en función de sus percepciones en relación con los demás actores y las expectativas de sus patrones de comportamiento. A partir de estas percepciones de sus recursos e intereses y las reglas establecidas, cada actor define su estrategia de acción y toma la decisión, tal cual se verá en esta parte del capítulo.

Dentro de las redes políticas se puede articular lo que se ha denominado "puertas giratorias"[6], las cuales hicieron perfectos vaivenes en Washington y en Nueva York para evitar nuevas iniciativas reguladoras. Antes, durante y después de la crisis, se convocó a numerosos funcionarios con vínculos directos o indirectos con la industria financiera para formular las normas *para su propio sector.* Cuando los funcionarios que tienen la responsabilidad de diseñar las políticas para el sector financiero proceden del mismo sector, ¿por qué habría que esperar que planteen puntos de vista sensiblemente distintos de los que quiere el sector financiero? En parte, es una cuestión de mentalidades estrechas, pero no se puede descartar totalmente el papel de los intereses personales. Los individuos cuyas fortunas o cuyas perspectivas laborales futuras dependen de las prestaciones de los bancos tienen más probabilidad de estar de acuerdo con premisa de lo que es bueno para Wall Street es bueno para Estados Unidos. (Stiglitz, 2010, pág. 75).

La dinámica que se muestra a continuación revela una serie de sucesos y personajes que están vinculados a una institución financiera o a una parte administrativa del gobierno. Se trata entonces en esta parte de exponer las relaciones entre las instituciones y actores que

[6] "Revolving doors" en el original, indica la alternancia de los directivos entre los cargos en la función pública y en la empresa privada.

intervinieron en la gestión de los planes de rescate con los agentes que tienen intereses en los rendimientos de los mercados financieros. Finalmente es importante aclarar que esta crisis financiera no sólo se trata de un asunto meramente técnico, sino que también es una historia de seres humanos, por lo tanto uno de los puntos fundamentales para el estudio de la gestión de las crisis financieras y en especial de los planes de rescate es investigar los antecedentes laborales y políticos de los funcionarios designados para el diseño del plan de salvamento, puesto que según estos antecedentes las decisiones en el marco del plan están sujetas a fuertes riesgos morales.

3.2.2 De cómo se tejió la red para la gestión de la crisis de 2008

Dado que esta sección insiste notablemente en una perspectiva sobre los actores, se revisarán entonces en detalle las diferentes acciones tomadas por los actores en la gestión de la crisis. Algunos de los hechos que se presentan a continuación están basados en el libro “Malas Noticias" (en inglés: To Big To Fail) del periodista Andrew Ross Sorkin, que junto con su equipo de colaboradores compiló hasta el 2010 una serie de artículos, entrevistas, libros, entre otros, sobre lo acontecido en el 2008. Este relato aborda una gran cantidad de detalles sobre las reuniones y conversaciones de los principales agentes del gobierno y del sector financiero en EE. UU. y por lo tanto es un escrito fundamental para documentar la gestión de la crisis desde los actores.

- ***Los actores claves para entender el manejo de la crisis***

Para comenzar esta descripción es importante llamar la atención sobre algunos personajes cuya participación en la crisis de 2008 fue crucial desde su gestación. Ellos son Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal (1987-2006), y Robert Rubin secretario del Tesoro (1995-1999), a los que durante mucho tiempo se les atribuyó el mérito del auge de los años noventa, junto con su protegido, Larry Summers. Se les etiquetaba como el “Comité para salvar el mundo” y en la mentalidad popular se les veía como superdioses. (Stiglitz, 2010, pág. 16).

Larry Summers quién perteneció al equipo económico de Obama hasta Septiembre 21 de 2010, fue el Secretario del Tesoro (1999-2001) en el momento clave en que muchas cosas empezaron a ir realmente mal, al final de la administración Clinton. Entonces, ¿por qué dar cargos a tantos personajes que reintrodujeron el predominio del capital financiero? Eso no quiere decir que no vayan a rediseñar la arquitectura financiera, porque saben que su rediseño es ineludible, pero la cuestión es: ¿para quién la rediseñarán? (Harvey, 2009, pág. 1).

Ellos fueron quienes desde el gobierno fomentaron por un lado la compra de casas a través de créditos hipotecarios y Ben Bernanke, desde 2006 sucesor de Greenspan en la presidencia de la FED, a pesar de conocer la situación crítica en la que se hallaba la economía en el mismo año de su posición ocultó su preocupación y evitó alertar a los mercados para no crear un pánico financiero. Esto produjo que las políticas de las instituciones financieras siguieran su curso irresponsable, para que después en 2007 sí se alertaran los mercados, pero para entonces ya fue demasiado tarde. Estas políticas irresponsables no fueron sancionadas y la participación de personajes como Bernanke en el gobierno, prevaleció incluso hasta después de 2008. Ahora bien, para 2008 aparecen otra serie de personajes como Henry Paulson y Timothy Geithner.

Timothy Geithner fue director del Banco de la Reserva Federal de Nueva York entre 2003 y 2009, y subordinado de Larry Summers y Robert Rubin, dos de los arquitectos de la desregulación de la era Clinton. Geithner fue el principal regulador de los bancos de Nueva York hasta 2009 cuando aceptó ser Secretario del Tesoro del Gobierno Obama. Otro miembro del equipo de crisis de Bush

fue Henry (Hank) Paulson quien, al igual que Robert Rubin, secretario del Tesoro con Clinton, se había trasladado a Washington después de un periodo como presidente de Goldman Sachs. Tras hacer su fortuna volvía a la función pública. (Stiglitz, 2010, pág. 80). Paulson como el secretario de Tesoro de EE. UU. entre 2006 y 2009, fue quien coordinó prácticamente todas las acciones del plan de rescate de 2008, que él llamaría "programa de recuperación".

Al igual que Paulson, los tres presidentes ejecutivos de Goldman Sachs anteriores a su gestión se convirtieron en trabajadores para el gobierno: Jon Corzine como Senador (y más tarde Gobernador de Nueva Jersey), Stephen Friedman como presidente del Consejo Nacional Económico (y después presidente del directorio del Consejo Asesor de Inteligencia del presidente), y Rubin. El ex colega de Paulson en Goldman Sachs, Bob Steel, fue nombrado Subsecretario del Tesoro de Finanzas Domésticas (2006-2008) y más tarde sería el CEO[7] de Wachovia.

En la actualidad se habla del "Gobierno de Goldman Sachs" y la crítica se dirige a que las políticas adoptadas durante el plan de rescate beneficiaron en gran parte a esta firma, sin embargo, como esta compañía, todo el sector financiero se vio realmente beneficiado. Por eso el término "Gobierno de Wall Street" puede ser el más adecuado. De todas formas la influencia de los ejecutivos de Goldman Sachs en los hilos financieros mundiales se hizo más evidente con la crisis europea de 2011 cuando fue nombrado Mario Draghi, Vicepresidente de Goldman entre 2002 y 2006, como presidente del Banco Central Europeo. Adicionalmente, Mario Monti ahora primer ministro italiano tras la dimisión de Berlusconi, se había desempeñado como asesor de Goldman. Estos hechos hacen pensar que no es casualidad cuando en EE. UU. se hablaba de gobierno de Goldman sino que es un reflejo del poder financiero transnacional que presenta a estos personajes como únicos capaces de gestionar la crisis, muy probablemente con un alto riesgo moral por su pasado.

- ***La importancia de las instituciones como actores adicionales en la dinámica de las crisis y su gestión***

Para comprender los hechos que prevalecieron en la gestión de esta crisis a lo largo de 2008, también es necesario concentrar la atención sobre la distribución de las instituciones del sector financiero antes del estallido de la crisis. Las principales instituciones protagonistas son:

- 5 bancos de inversión: Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brother, Merrill Lynch, Bear Stearns.
- 2 conglomerados financieros: Citigroup, JP Morgan Chase.
- 3 aseguradoras de valores: American International Group (AIG), MBIA, AMBAC
- 3 agencias calificadoras de riesgo: Moody´s, Standard y Poor´s, Fitch.
- 2 Instituciones Hipotecarias: Fannie Mae y Freddie Mac

[7] Cuando en el documento se hace referencia al CEO de cada Institución Financiera se está hablando del "Chief Executive Officier" o el Jefe Ejecutivo, que en representación de accionistas y clientes, se encarga de tomar aquellas las decisiones que no dependen de la Junta Directiva pero que pueden afectar el funcionamiento de dicha Institución.

- Otras entidades financieras: BlackRock, Countrywide Financial, Wells Fargo, Greenlight Capital, Bloomberg LP, Northem Trust, Ameriprise, Berkshire Hathaway, Blackstone Group, Evercore Partners, JC Flowers & Company, Lazard Fréres, Perella Weinberg Socios, Wachovia,
- Bancos comerciales: Bank of America, Bank of New York
- Inglaterra: Barclays Capital
- Japón: Mitsubishi UFJ Financial Group, Korea Development Bank (KDB)
- China: General Electric, China Investment Corporation (CIC)
- Gobierno EE. UU.: Reserva Federal, Departamento del Tesoro, Congreso, Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC), Banco de la Reserva Federal de Nueva York, Comisión de valores y cambio, Casa Blanca
- Gobierno Reino Unido: Autoridad de Servicios Financieros, Gobierno.

Desde las instituciones protagonistas la gestión de esta crisis se puede desarrollar en los siguientes sucesos: el rescate en marzo de 2008 de Bear Stearns, la nacionalización de Fannie Mae y Freddie Mac, luego la fusión de Merrill Lynch con el Bank of América, la quiebra de Lehman Brothers en septiembre, el punto que desborda la crisis de 2008. Posteriormente el rescate de AIG, el acuerdo entre Berkshire Hathaway y Goldman, la fusión de Wachovia con Wells Fargo, y los acuerdos con Mitsubishi UFJ Financial Group para evitar la quiebra de Morgan Stanley. Finalmente el suceso que cierra esta etapa es el plan de rescate o TARP, que se describirá más adelante.

- ***Lo sucesivos rescates y las diferentes relaciones entre los actores de la gestión de la crisis.***

En cada etapa de la gestión de la crisis se va a destacar aquellas *estrategias de acción* que ejecutaron los CEO's de las instituciones financieras y los agentes del gobierno. Se han identificado unas estrategias cuyo grado de fortaleza o debilidad se puede clasificar desde dos perspectivas, por un lado las estrategias de acción que los agentes del gobierno realizaron directamente con las instituciones financieras y por el otro lado, la influencia entre estas instituciones y con todo el sector financiero. Se clasificará una estrategia de acción como fuerte cuando el rescate se da una manera rápida y descomplicada, una estrategia será catalogada como débil cuando el rescate no prospera o tiene muchas trabas desde los actores.

Para el primer suceso que corresponde al rescate de Bear Stearns hacia el 14 marzo de 2008, se encontraron unas estrategias de acción que se pueden clasificar como fuertes, ya que la eficacia del rescate fue inmediata considerando que los agentes del gobierno querían evitar el contagio, y sin medir las consecuencias de este acto, procedieron al rescate. Entre varias reuniones que *Hank* Paulson, junto con la Reserva Federal (FED) a cargo de Bernanke y Timothy Geithner tuvieron con los CEO de los bancos de inversión Alan Schwartz de Bear Stearns y Jamie Dimon de JP Morgan se acordó que el gobierno respaldaría la compra por parte de JP Morgan de los activos más tóxicos que hundían a Bear Stearns. En general la FED, a través de su ventanilla de descuentos otorgó los fondos suficientes a JP Morgan para proveer de financiación a Bear Stearns y combatir los problemas de liquidez por los que atravesaba.

Ante los hechos que se estaban presentando, Paulson, Bernanke y su equipo, entre ellos Neel Kashkari, Phillip Swagel y Bob Steel realizaron una propuesta llamada: *Rompa el cristal: plan de recapitalización bancaria*, similar a una alarma antiincendios protegida por un cristal, estaba pensada para ser usada sólo en una emergencia, aunque cada día que pasaba parecía más

probable que la propuesta no se quedase en un mero simulacro. (Sorkin, 2010, pág. 97). Esta propuesta es importante ya que fue la base del plan de rescate que se diseñó en septiembre de 2008, para este momento se hablaba de un valor para el rescate de 500.000 MDD. El principal argumento contra la propuesta era que, en la medida en que el plan funcionara, crearía "riesgo moral". En otras palabras, a los que habían hecho las apuestas temerarias que inicialmente ocasionaron los problemas no se les ahorrarían padecimientos financieros.

A partir de este rescate la crisis empieza a tocar la estabilidad de todo el sector financiero, Lehman es uno de los primeros bancos de inversión que comienza a realizar estudios para mantenerse en el sector. En agosto 9 de 2008, el mayor banco de Francia, el BNP Paribas, anunció su decisión de impedir a los inversores retirar el dinero de tres fondos del mercado monetario con unos activos de alrededor de 2.000 MDD. "¿El problema? El mercado de ciertos activos, especialmente los respaldados por préstamos hipotecarios americanos, estaba agotado, haciendo imposible determinar cuál era realmente su valor.—La evaporación total de liquidez en ciertos segmentos del mercado de titularización de Estados Unidos había hecho imposible valorar justamente ciertos activos, independientemente de su calidad o su calificación de solvencia —explicó el banco." (Sorkin, 2010, pág. 103).

El modo en que operaban ahora firmas como JP Morgan o Lehman Brothers poco se parecía a la forma tradicional de hacer negocios de los bancos. Ahora un banco ya no se limitaba a hacer un préstamo y asentarlo en los libros. Ahora prestar tenía que ver con la constitución, es decir, con el establecimiento del primer eslabón en una cadena de titularización que distribuía el riesgo del préstamo entre docenas, cuando no cientos o miles de partes. Aunque la titularización supuestamente reducía el riesgo y aumentaba la liquidez, lo que significaba en realidad era que muchas instituciones e inversores ahora estaban interconectados, para bien y para mal. Un fondo de pensiones municipal en Noruega podía tener en cartera hipotecas de alto riesgo de California sin siquiera darse cuenta. Para empeorar aún más las cosas, muchas firmas financieras habían pedido mucho dinero prestado contra esos títulos, recurriendo a lo que se conoce como apalancamiento para aumentar sus beneficios. Esto no hacía más que agudizar los padecimientos cuando empezaban a perder valor. (Sorkin, 2010, pág. 105).

Joe Gregory era el director general de Lehman, pero pronto sería reemplazado por Dick Fuld, dada la situación de riesgo a la que había sometido a la empresa además de sus excesos de consumo que superaban los 15 MDD anuales. Hacia Junio de 2008 Gregory renuncia aunque continúa en la nómina como consultor externo, Fuld toma el mando y se da cuenta del problema por el que estaba atravesando la empresa, entonces su gestión se dedica a buscar fondos para financiar la falta de liquidez. Esta etapa puede ser entendida como una gestión privada de un nodo vital de la crisis.

Lehman no era la única empresa en la lista de peligro. Merryll Lynch también era candidata a sufrir graves colapsos dada la pésima gestión de su anterior CEO O'Neal, quien aumentó el uso del apalancamiento, especialmente en la titularización de hipotecas como ya lo había hecho Lehman. Merrill se convirtió en el principal emisor de CDO en Wall Street. Si estaban preocupados, los altos ejecutivos de Merrill no lo demostraban, porque tenían poderosos incentivos para mantener el rumbo. Se generaron unas primas enormes y con los setecientos millones incluso se pagaron honorarios gracias a la creación y la comercialización de CDO. A pesar de que no vendieron su totalidad (la normativa contable permitía a los bancos tratar una titularización como venta en determinadas condiciones). En 2006, algunos ejecutivos de Merrill se

llevaron cuantiosas sumas de dinero, Kim se llevó a casa 37 MDD; Semerci, más de 20 MDD, y O'Neal, 46 MDD. (Sorkin, 2010, pág. 154).

AIG, una de las más grandes aseguradoras de Wall Street, también estaba involucrada con los CDO. Greenberg y Sullivan fueron los CEO´s anteriores de AIG cuya gestión influyó en el aseguramiento de todos los activos tóxicos de Wall Street. Alentados por sus beneficios, los ejecutivos de AIG se aferraban obstinadamente a la creencia de que su empresa era invulnerable. Pensaban que se habían salvado de la gran tormenta puesto que hacia finales de 2005, habían parado de suscribir seguros sobre CDO que tenían partes vinculadas a los valores respaldados por hipotecas de alto riesgo. Esa decisión les permitió evitar CDO más tóxicos, emitidos en los dos años siguientes. Con todo, la razón más importante que avalaba esa confianza en la compañía era la naturaleza singular de la propia AIG. No era un banco de inversiones que estuviera a merced del mercado financiero cortoplacista. Tenía una deuda muy pequeña y unos cuarenta mil millones de respaldo. Su balance superior a un billón la convertía en una empresa demasiado grande como para venirse abajo. (Sorkin, 2010, pág. 169). En cuanto al nuevo CEO, después de múltiples reuniones del consejo administrativo de la empresa, fue Robert Willumstad quien quedó como CEO de AIG y fue quien asumió la gestión durante este periodo de crisis.

Después del rescate de Bear Stearns, el 4 de Julio de 2008, rápidamente se produce un colapso en las acciones de dos grandes empresas de financiación hipotecaria de EE. UU., Fannie Mae y Freddie Mac. Estas empresas jugaban el juego político con más ferocidad que sus oponentes, gastando millones de dólares en ejércitos de *Lobbystas* que inundaban el edificio del Capitolio. Cada una de las dos compañías era una puerta giratoria para los que tenían poder en Washington, tanto republicanos como demócratas. Los republicanos Newt Gingrich y Ralph Reed, entre otros, trabajaron como consultores de Fannie o de Freddie; el demócrata Rahm Emanuel era miembro del consejo de administración de Freddie. (Sorkin, 2010, pág. 195).

Fannie y Freddie empezaron a asegurar hipotecas de alto riesgo en 1999 bajo la presión de la administración Clinton. El cambio se presentó a la prensa como una manera de poner la vivienda al alcance de un elevado número de estadounidenses, pero el hecho de conceder créditos a personas que de ordinario no tenían capacidad para devolverlos era un negocio implícitamente arriesgado. Sin embargo, ambas empresas eran corporaciones subsidiadas del Gobierno o GSE, lo cual proporcionada una excesiva confianza. Ese exceso de confianza condujo, finalmente, a las dos compañías a entrar en los derivados y a emplear medidas contables agresivas. Más tarde, los reguladores se encontraron con que habían manipulado las cifras de sus beneficios, y ambas fueron obligadas a enmendar años de resultados. Los CEO de las dos compañías fueron despedidos, Daniel Mudd, de Fannie Mae, y Richard Syron, de Freddie Mac. En su lugar quedaron dos veteranos del mundo de las finanzas: Herb Allison, expresidente de Merrill Lynch, a cargo de Fannie Mae, y David Moffett, quien fue vice presidente y presidente financiero de U.S. Bancorp hasta comienzos de 2007, a cargo de Freddie Mac.

Fannie y Freddie aún se tambaleaban por los escándalos contables cuando en marzo de 2008, apenas unos días después del rescate de Bear Stearns, la Administración Bush redujo el monto de capital que las dos compañías estaban obligadas a mantener para aprovisionar las pérdidas. A cambio, las dos prometieron ayudar a reforzar la economía aumentando sus compras de hipotecas. (Sorkin, 2010, pág. 197). Pero a la hora del cierre de los mercados, del 4 de Julio, el “aquí y ahora” habían empeorado y el valor combinado de Fannie y Freddie se había reducido en más de 3,5 billones de dólares. Paulson estuvo de acuerdo en que tenía que rebajar la ansiedad

reinante. El Tesoro sacó una nota firmada por Paulson, en la que se afirmaba: “A día de hoy, nuestro principal objetivo es apoyar a Fannie Mae y Freddie Mac con su estructura actual para que lleven a cabo su importante misión.” (Sorkin, 2010, pág. 202).

Paulson con asesores de Goldman y de Morgan Stanley, idearon el plan de rescate para Fannie y Freddie, entendiendo la importancia de estas compañías en el mercado hipotecario de EE. UU. Así entonces el viernes 5 de Septiembre de 2008 se logra una nacionalización de ambas compañías, bajo la figura de tutela legal, esta figura ofrecía el tiempo necesario para realizar una reestructuración de las dos compañías y reactivarlas con una inyección de capital público. El Tesoro invirtió cerca de 100.000 MDD en cada una de las empresas para evitar la quiebra. La Agencia Federal de Financiación de Vivienda (FHFA, por sus siglas en inglés), a cargo de James Lockhart, fue la encargada de gestionar las entidades con carácter provisional.

Estas estrategias de acción gestionadas entre Freddie y Fannie con el Gobierno se pueden caracterizar como fuertes, ya que la gestión para el rescate fue inmediata teniendo en cuenta que estas instituciones tenían a su cargo gran cantidad de hipotecas de los ciudadanos de EE. UU., una quiebra de alguna de estas instituciones hubiese significado un colapso mayor del mercado hipotecario donde se había gestado la crisis.

En medio de esas primeras olas de la turbulencia, Richard Fuld, CEO de Lehman, estaba gestionando fondos de diversas fuentes para su empresa. La gestión de Paulson en la estabilización de las GSE (Freddie y Fannie), fue comprendida por Fuld como un mensaje de tranquilidad que lo alegro, él sabía que esa medida también podía ayudarlo. Sin embargo, la gestión de Fuld generaba dudas, así sus intenciones estuvieran orientadas hacia una búsqueda de financiación para la empresa con el fin de evitar su quiebra o si finalmente era necesario venderla, que fuera a un buen precio. Fuld deseaba salvar la entidad con los mayores beneficios pero el mercado no lo permitía, perdió entonces varias ofertas y el consejo de Lehman decidió otorgarle facultades decisorias a Bart McDade uno de los ejecutivos de Lehman, sería él entonces quien asumiría la gestión de esta crisis para la institución.

Por otro lado Willumstad de AIG, imaginaba que entre el negocio de préstamos en valores y su unidad de productos financieros, Geithner podría interesarse por sus problemas. Y lo que es más, esperaba que Geithner se diera cuenta de lo íntimamente interconectada que estaba AIG con el resto de Wall Street, por el hecho de haber suscrito pólizas de seguros por valor de cientos de miles de millones de dólares en las que las firmas intermediarias del mercado financiero se apoyaban como cobertura respecto de otros tratos. Gustara o no, la salud de estas firmas dependía de la salud de AIG. (Sorkin, 2010, pág. 221).

A mediados del año 2008, AIG tenía 78.000 MDD más en activos que en obligaciones. Pero la mayoría de esos activos se encontraba en sus setenta y una compañías de seguros subsidiarias, reguladas por el Estado, y la empresa matriz no los podía vender tan fácilmente. Prácticamente no había ninguna posibilidad de que AIG captara efectivo rápidamente mediante la venta de esos activos.

- ***Los intentos por salvar a Lehman ¿Barreras Sensatas de riesgo moral o intereses específicos de los actores?***

En vista de lo sucedido con el último rescate de Fannie y Freddie, el Tesoro no quería continuar con más rescates de ese tipo por los múltiples inconvenientes que esto podía producir en cuanto a riesgo moral y confianza de los ciudadanos en sus instituciones. Paulson no estaba dispuesto a recurrir al dinero federal, al menos no todavía. Políticamente era inaceptable, especialmente cuando los rescates de Fannie y Freddie todavía ocupaban los titulares. Y si esto se iba a convertir en una negociación, Paulson no quería mostrar todas sus cartas tan pronto

Esta vez *Hank* Paulson estaba decidido a una solución muy distinta. Creía que tenían que preparar lo que él llamaba una "solución tipo LTCM[8]", en otras palabras, estaba decidido a convocar a las firmas del sector privado para que entre todas pusieran dinero para organizar el salvamento de Lehman Brothers. Esta estrategia se puede interpretar como una estrategia de gestión de la crisis organizada desde el sector público pero con fondos privados. Geithner apoyaba la idea, y aparentemente también algunos jefes de Wall Street. De todos modos, Paulson, Geithner y Bernanke hicieron un pacto: a menos que sucediera algo milagroso, se propondrían convocar a los consejeros delegados de las principales casas de Wall Street para una reunión el viernes en la Reserva Federal de Nueva York, donde los presionarían para conseguir una solución privada. "Mientras tanto, les indicó Paulson, el mensaje tenía que ser claro: *nada de rescates".* (Sorkin, 2010, pág. 296).

En la noche del viernes 12 de Septiembre de 2008 se convocó entonces a una reunión con los CEO's de instituciones privadas del sector financiero para idear el plan para salvar a Lehman. Se conformaron entonces los siguientes grupos de trabajo: Citi, Merrill y Morgan Stanley fueron encargadas de analizar el balance y las cuestiones de liquidez de Lehman; a Goldman Sachs, Credit Suisse y Deutsche Bank se les asignó el estudio de los activos inmobiliarios de Lehman y determinar la magnitud del agujero. Esta reunión se prolongo por ese fin de semana.

En esta reunión no se pudo llegar a ningún acuerdo concreto, pero Paulson y Geithner habían estado adelantando conversaciones con la institución Inglesa Barclays, para la compra y rescate de Lehman. Durante la noche, Bob Diamond CEO de Barclays había concretado una propuesta para la compra de Lehman y estaba dispuesto a avanzar en ella, sin embargo sin garantías de la FED el regulador británico no autorizaba la transacción. El único obstáculo que quedaba era conseguir que los demás bancos pusieran dinero suficiente, cerca de 33.000 MDD para financiar el "banco inviable" de Lehman. Después de dar al grupo instrucciones para que redondearan los detalles, Geithner salió de la habitación abruptamente. (Sorkin, 2010, pág. 354). Finalmente

[8] En octubre de 1998, Long Term Capital Management (LTCM), generó un agujero de 1 billón de dólares. El riesgo a una crisis financiera mundial de consecuencias imprevisibles fue tan real que la Reserva Federal, a través de su filial en Nueva York, organizó una reunión de urgencia con representantes de los 25 mayores bancos del mundo. A pesar de ser competidores, todos juntos combinaron sus esfuerzos para otorgar al *Hedge Fund* un crédito sindicado por 5.000 MDD con el que LTCM fue rescatado. (López de Prado & Rodrigo Illera, 2004, pág. 30).

ninguna institución privada reunida en esa sala optó por invertir en beneficio de Lehman. El siguiente paso entonces era que Lehman se acogiera al capítulo 11, el plan de quiebra[9].

Ante la turbulencia en Lehman, ese mismo fin de semana Greg Fleming CEO de Merrill, adelantaba conversaciones con Greg Curl, el CEO de Bank of América para llegar a un acuerdo de venta de las acciones de Merrill. Tras reuniones y conversaciones, finalmente Bank of América adquirió por 44.000 MDD el banco de inversión de Merill Lynch con el fin de proteger a esta entidad de la tormenta financiera de la caída de Lehman. Bank of América pagó 28 dólares por cada acción de Merrill Lynch, así esta compra unió al primer grupo bancario del país, que consolidó su posición de gigante, con una de las empresas más célebres de banca de inversión. De acuerdo a lo sucedido, la estrategia de acción utilizada entre Merrill y Bank of América se puede interpretar como fuerte, ya que sin respaldo del Gobierno el *Bank of America* tomó la decisión de adquirir Merrill, a pesar de su interés inicial por Lehman. Esta decisión también se vio influenciada por el comportamiento de Lehman en el mercado, dado que sus acciones habían cerrado para ese fin de semana mucho más bajas que las acciones de Merrill, entonces adquirir Merrill resultaba más ventajoso para Bank of América que si hubiese adquirido Lehman.

Ante la inminente quiebra de Lehman, los hechos se pueden resumir así: Bank of América, inicialmente, intentó captar a Lehman en colaboración con otras instituciones financieras, pero finalmente se retracto ante la resistencia del Gobierno de EE. UU. a aportar financiación. Al igual que tampoco pudo ser adquirido por el grupo británico Barclays dado que el regulador Británico sin garantías de la FED no apoyaría la transacción y como ya se dijo Paulson no quería mas rescates.

Los directivos de Lehman alcanzaron a ver una esperanza cuando ante el deterioro del sistema financiero, un grupo de diez bancos internacionales, entre los que se cuentan el propio Bank of America, Barclays, Deutsche Bank y UBS, anunciaron la formación de un fondo de 70.000 MDD como garantía para el sistema financiero y así las entidades financieras podrían apoyarse en este fondo para hacer frente a sus necesidades. Sin embargo, para Lehman ya fue demasiado tarde, el gobierno instó porque Lehman entrara en quiebra y aunque sus directivos no estuvieron del todo de acuerdo, el fin de semana del 13 de septiembre de 2008, con tono deliberadamente inexpresivo, como si estuviera leyendo un guión, Schaeffer Cox de la FED presionado por Paulson, dijo que una quiebra de Lehman contribuiría a calmar el mercado, que era por el bien de la nación, y a continuación mencionó que Tom Baxter, consultor general de la FED, y la SEC estaban de acuerdo en que Lehman debía presentar declaración de quiebra. (Sorkin, 2010, pág. 383).

Finalmente el domingo 14 de Septiembre de 2008, cerca ya de la medianoche, se sometió a votación y se aprobó la resolución de solicitud de declaración de quiebra. Algunos de los

[9]El derecho a declararse en quiebra en los Estados Unidos de América y sus territorios está provisto en la ley aprobada por el Congreso en 2005 conocida como Ley de Prevención de Abuso de Quiebra y Protección del Consumidor ("Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act"). Todos los casos de quiebra son tramitados en tribunales de quiebra que funcionan como unidades dentro de los tribunales federales. La radicación de un caso de quiebra detiene inmediatamente las gestiones de cobro de sus acreedores. El Capítulo 11 que se conoce como “reorganización” es utilizado por negocios y algunos individuos con un alto volumen de deudas. (Colón & Wampl, 1998-2011)

directores tenían lágrimas en los ojos. “Y finalmente con un tono de tristeza dijo Fuld alzando la vista: —Bueno, supongo que esto es un adiós”. (Sorkin, 2010, pág. 384).

El lunes 15 de septiembre el mundo despertó con la quiebra de uno de los cinco bancos de inversión más importantes, Lehman Brothers. Después de acogerse a la ley de quiebras del capítulo 11, Diamond de Barclays llegó a Lehman para comprar loas activos no tóxicos, esta vez no se necesitaba de la junta para vender las acciones, solo se quería salvar lo más posible.

Las estrategias de acción entre Lehman y el Gobierno, se pueden caracterizar también cómo débiles, ya que no hubo una intención del gobierno por respaldar la compra de acciones de Lehman a través de las otras instituciones. En el contexto de lo sucedido se puede afirmar que Lehman no tenía vínculos muy fuertes con el sector financiero como lo tenía Fannie y Freddie, por lo cual su quiebra no tendría mayores repercusiones hacia una parte del sector, sino más bien significaba un anuncio por parte del gobierno de no realizar más rescates. Esto sin embargo, sería desestimado en el suceso siguiente, con el rescate de AIG. Así entonces surge la duda sobre la poca diligencia de Paulson para apoyar un rescate público a Lehman y sí hacerlo de manera entusiasta antes y después de la quiebra de Lehman con otras instituciones. Las preocupaciones de riesgo moral de Paulson no fueron consistentes y más bien su cambiante actitud pudo haber respondido a intereses personales como su antigua y estrecha relación con Goldman Sachs. Es por esta razón que esta sección se titula como interrogante.

- ***Contradicciones en la gestión de la crisis: Nuevos rescates y olvido del riesgo moral***

El siguiente suceso que ocupaba ahora la agenda del sector financiero era la situación de un posible colapso en AIG. El gobierno interesado en un plan del sector privado para salvar a AIG, convocó varios CEO’s de las instituciones que aún permanecían estables, entre ellas JP Morgan y Goldman Sachs para que proporcionaran la financiación necesaria. Sin embargo, no hubo una solución por parte del sector privado. Geithner de la FED quien en principio no estaba de acuerdo con un rescate del sector público decide gestionar ante Bernanke y Paulson dicho rescate con la colaboración de Jester y Norton del Tesoro. Es en este ambiente donde existen contradicciones ideológicas y operativas en la gestión de esta crisis, puesto que con la quiebra de Lehman se enviaba un mensaje para prevenir el riesgo moral y castigar a los irresponsables pero tan solo dos días después este mensaje carecería de toda validez y parecía una burla a los contribuyentes.

Geithner insistió en que “la solución privada del mercado estaba muerta” y les dijo que era necesario usar su dinero y actuar con energía y determinación, dando a entender que si llegaban a un acuerdo importante y atrevido para respaldar a AIG, podrían ayudar a restablecer la confianza en los mercados. Propuso usar la Ley de la Reserva Federal, sección 13, punto 3, una provisión peculiar que permitía que el FED hiciera préstamos a instituciones diferentes de los bancos bajo circunstancias “inusuales y exigentes”. (Sorkin, 2010, pág. 408).

Geithner contó a Bernanke sobre el plan de rescate: la FED concedería a AIG un préstamo de 14.000 MDD para mantener la empresa operativa hasta el fin de la sesión bursátil. Pero Geithner había añadido que AIG tendría que girar inmediatamente garantías subsidiarias para recibir el préstamo. Era lo que oficialmente se conocía como un “pagaré a la vista”. (Sorkin, 2010, pág. 413).

La FED y el Tesoro presentaron su propuesta al Presidente Bush añadiendo que a parte de los 14.000 MDD, la FED proporcionaría a AIG una línea de crédito de 85.000 MDD. —Paulson ha manejado esto como lo hizo con Fannie, Freddie y Bear Stearns. Cuando el Gobierno entra, lo

pagan los accionistas —observó Cohen. (Sorkin, 2010, pág. 415). Para el gobierno existen tres grupos ante los cuales responder, los accionistas, los clientes y los empleados. Un rescate de este tipo no beneficia a los accionistas en el corto plazo dado que las posibles redistribuciones de dividendos se verán obstruidas inicialmente. Sin embargo protege a los clientes, mantiene la compañía a flote y aumenta las posibilidades de que los trabajadores conserven sus puestos.

En cuanto acabaron con el presidente, Paulson y Bernanke corrieron al Capitolio para explicar por qué habían considerado que su decisión era necesaria, a los congresistas que no estaban nada contentos con la noticia del rescate.

AIG se encontró entre el dilema de ser rescatados por el gobierno lo que prácticamente significaba que éste se quedaría al mando de casi un 80% de la empresa o declararse en quiebra, AIG no tuvo otra alternativa mejor que aceptar el rescate. Finalmente Paulson anunció a Bob Willumstad de AIG que sería reemplazado por el CEO Ed Liddy para coordinar todas estas operaciones en AIG, Liddy tenía antiguas conexiones con Goldman. Además se le recomendó a Willumstad despedir a varios de sus colegas en AIG antes de renunciar terminando así el 17 de septiembre, otro día oscuro para Wall Street.

Dada la estrecha articulación de AIG al sistema financiero y su función como eje transversal del sistema, su rescate estaba en la categoría de las "*too big to fail".* Y aunque el gobierno de turno era de corte republicano, este tipo de operaciones pone a temblar sus principios ideológicos, que para muchos actores desaparecen cuando de intereses económicos personales se trata.

- ***Y no termina la turbulencia…***

Las tensiones de ese negro Septiembre de 2008 no desaparecían del todo y como dijo Geithner: "Entre los fondos del mercado monetario sometidos a presión, y los miles de millones de dólares del dinero de los inversores inmovilizados en la quiebra de Lehman Brothers, eso sólo podía significar una cosa: Morgan Stanley y Goldman Sachs podían ser las siguientes." (Sorkin, 2010, pág. 423).

Entre tanto John Mack CEO de Morgan Stanley, preocupado por el futuro de la empresa que dirigía, inició una serie acciones, que dirigiéndose a sus empleados se pueden resumir así:

> "Para mí está muy claro: estamos en medio de un mercado controlado por el miedo y los rumores, y los cortoplacistas están tirando abajo nuestras acciones. Deben saber que el comité ejecutivo y yo estamos haciendo todo lo posible por parar esta actuación irresponsable en el mercado. Hemos hablado con el secretario Paulson y con el Tesoro. También con el presidente Cox y con la SEC. Además, nos estamos comunicando decididamente con nuestras accionistas de largo plazo, nuestras contrapartes y nuestros clientes. Los aliento a todos a comunicarse también con nuestros clientes y a asegurarnos de que conozcan nuestro buen comportamiento y nuestra vigorosa posición de capital." (Sorkin, 2010, pág. 435).

Entre las primeras acciones que involucraban un posible rescate de Morgan Stanley se encontraban una fusión propuesta por Vikram Pandity el CEO de Citigroup y un acuerdo con China Investment Corporation (CIC) con intervención de Paulson a través del gobierno Chino para acudir a su ayuda.

En vista de lo que estaba sucediendo con el sistema financiero, Paulson, Geithner y Bernanke junto con su equipo de colaboradores discutían una solución que pudiera realmente frenar la

quiebra de los mercados. Para todos ellos era clara una intervención del gobierno, pero ésta debería ser contundente, por esta razón Swagel y Kashkari asesores de Paulson desempolvaron el documento de diez páginas titulado *Rompa el cristal: plan de recapitalización bancaria*, un documento que habían preparado a comienzo de 2008 en caso de una crisis de liquidez. Este plan requería que el Gobierno interviniera comprando activos tóxicos directamente a los prestamistas, a fin de corregir así sus balances y de permitirles seguir extendiendo el crédito. (Sorkin, 2010, pág. 431). Como se había descrito anteriormente.

Aunque Paulson no estaba de acuerdo en este tipo de rescate, Bernanke y otros asesores no ocultaban su preocupación y la necesidad de un plan de este tipo. Para Paulson, la FED no tenía los recursos necesarios ni la legitimidad democrática para este plan. Por eso era importante la intervención del Congreso. Una de las preocupaciones permanentes de esta medida era que iba a ser necesario solicitar al Congreso un aumento del techo de la deuda del país, situación que en 2011 alcanzo a generar incertidumbre en la economía norteamericana.

Después de discutir el tema con el presidente Bush en la Casa Blanca, Paulson y Bernanke con el aval del presidente se dirigieron al Congreso en la oficina de Nancy Pelosi, presidenta de la cámara de representantes, para convencerlos que literalmente estaban ante el fin del mundo, sino se aprobaba un paquete de rescate por 500.000 MDD (según el documento: *Rompa el cristal: plan de recapitalización bancaria*). Paulson, consciente de lo intenso del momento, pasó a explicar la mecánica de su propuesta. El Gobierno compraría los activos tóxicos para sacarlo de los balances de los bancos, lo que contribuiría a elevar el valor de los activos al establecer un precio, con lo cual los bancos quedarían más saneados, favoreciendo así la economía.

Paulson insistió repetidas veces que esto "ayudaría a la economía real". Barney Frank miembro del partido demócrata, sentado al lado de Bernanke, pensaba que la referencia de Paulson a la "economía real" era una forma estudiada para llenar los bolsillos de Wall Street y no ofrecía ayuda directa a los americanos medios, atenazados por hipotecas que no podían permitirse y que les habían metido por los ojos los bancos a los que estaban rescatando. (Sorkin, 2010, pág. 455).

Paralelamente no sólo Morgan Stanley estaba buscando acuerdos para evitar la quiebra, Lloyd Blankfein el CEO de Goldman Sachs estaba contemplando la idea de convertir su entidad en un *holding bancario*, como ya lo eran JP Morgan y Citigroup, que les daba acceso ilimitado a la ventanilla de descuentos de la FED.

- ***El nacimiento del TARP y nuevos movimientos de la gestión de la crisis de 2008***

El viernes 19 de septiembre de 2008 por la mañana, con las angustias de una semana titánica, Paulson anunció formalmente y explicó lo que esa misma mañana había denominado Troubled Asset Relief Program, que pronto pasó a conocerse como TARP. Este era un programa encaminado a brindar garantías al sector financiero a través de compras directas de los activos problemáticos que estaban amenazando la economía.

Después de mucho debatir, el equipo de Paulson propuso una cifra de 700.000 MDD. De aprobarse, sería el gasto extraordinario más grande realizado en la historia del Gobierno federal. Preocupado por las posibilidades de interferencia política, el consejero general del Tesoro Bob Hoyt, había deslizado algunas líneas cuyo objetivo era otorgar a Paulson todos los poderes que pudiera necesitar:

> Las decisiones del secretario, en virtud de la autoridad que le concede esta ley, no son revisables y quedan a discreción de la agencia, y no pueden ser revocadas por ningún tribunal de justicia ni por agencia administrativa alguna. El secretario queda autorizado a llevar adelante las acciones que considere necesarias para llevar a cabo los objetivos de esta ley [...] sin menoscabo de ninguna otra medida legal relacionada con los contratos públicos [...]. Todos los fondos que se gasten en virtud de actuaciones autorizadas por esta ley, incluido el pago de gastos administrativos, se considerarán adjudicados en el momento en que se realicen esos gastos. (Sorkin, 2010, pág. 479).

Así mismo, Geithner desde la FED estaba analizando la posibilidad de organizar algunas fusiones entre las instituciones que aún estaban en el mercado. Entre estas fusiones se encontraba Goldman con Wachovia, Citigroup con Goldman, Citigroup con Morgan Stanley y JP Morgan con Morgan Stanley.

Mientras tanto Mack de Morgan Stanley en busca de posibilidades de evitar la quiebra, analizaba la cartera de Wachovia y encuentra algunas inconsistencias con lo cual Mack decide no cerrar el trato con esta institución. De igual manera, otros asesores de Morgan Stanley, estaban trabajando paralelamente en dos acuerdos, por un lado con la CIC de China, que ofrecía comprar el 46% de Morgan, y por el otro lado un acuerdo con Mitsubishi UFJ Financial Group de Japón, que ofrecía comprar una participación del 20% a un valor mayor que el que ofrecía la CIC. El acuerdo con la entidad china no llegó a su término ya que los asesores de la CIC que se encontraban en Morgan Stanley se sintieron presionados y salieron de la empresa sin firmar ningún acuerdo.

Así mismo para Goldman se venía orquestando una serie de propuestas de fusión con otras instituciones como Citigroup y Wachovia. Sin embargo, el acuerdo con Wachovia no se pudo finalizar, luego de múltiples conversaciones entre los asesores de Goldman con el gobierno, que pedían una garantía para los activos tóxicos de Wachovia, además de conversaciones con Warrent Buffett para que apoyara dicho acuerdo donde intervenían Goldman-Wachovia-Gobierno. Situación que generaba muchos conflictos de interés.

Para Steel CEO de Wachovia una fusión entre Goldman y su empresa podía ser un acuerdo políticamente explosivo, teniendo en cuenta las conexiones con el Tesoro que tenían las dos partes. Goldman pagaría 18,75 dólares la acción de Wachovia, sin embargo necesitaban una garantía para los activos más tóxicos. En el Tesoro Jim Wilkinson, jefe de personal de Paulson atendiendo a la opinión que le pedía Paulson sobre ayudar al acuerdo Goldman-Wachovia, se dio cuenta de que un acuerdo así sería una pesadilla de relaciones públicas en el peor momento posible, justo cuando estaban tratando de que les aprobaran el TARP. Paulson perdería toda credibilidad; sería acusado de llenarles los bolsillos a sus amigos de Goldman y proliferaría la teoría de conspiración “Gobierno Sachs”. (Sorkin, 2010, pág. 490). Así mismo Bill Dudley, un antiguo hombre de Goldman que pensaba que el acuerdo no era atractivo para el Gobierno, planteó la misma objeción que había expresado Buffett unas horas antes: sería un desastre para las relaciones públicas del Gobierno. Finalmente cuando Geithner y Bernanke llamaron a Paulson, los tres estuvieron de acuerdo en que no podían financiar el acuerdo.

Por otro lado el regulador financiero, la Comisión Federal de Seguro de Depósitos (FDIC por su sigla en inglés), estaba tomando protagonismo en esta etapa de la crisis, la FDIC había tomado la decisión de hacerse cargo de Washington Mutual, que tenía más de 300.000 MDD en activos, convirtiéndolo en la mayor quiebra bancaria en la historia de la nación. La FDIC también había

puesto en marcha una mini subasta para WaMu, la mayor caja de ahorros y préstamos, pidiendo las mejores ofertas un día antes de su anuncio, por si acaso.

Así mismo la FDIC estaba interviniendo en los acuerdos para salvar a Wachovia. Teniendo en cuenta que no se concretó el acuerdo con Goldman, se concretaron dos acuerdos casi simultáneamente, por un lado estaba Kovacevich de Wells Fargo que ofrecía comprar Wachovia a un precio razonable sin ayuda del gobierno, aunque pronto cambió de idea luego de hablar con Warsh y Locker de la FED, quienes hablaron con Sheila Bair, presidenta de la FDIC, para pedirle ayuda para Wachovia, sin embargo en esta ocasión la FDIC dijo que no. Al mismo tiempo Rodgin Cohen, abogado consultor de CitiGroup y Ned Kelly también de CitiGroup, habían conversado con la FDIC para absorber Wachovia.

Steel de Wachovia habló con Sheila Bair en un intento desesperado por conservar la independencia, sin embargo, a las 4am del fin de semana antes del lunes 29 de Septiembre, Steel recibió la respuesta que se temía. Bair lo llamó por teléfono para notificarle que el Gobierno había vendido su banco a Citigroup por un dólar la acción. También le dijo que la FDIC no liquidaría del todo a los accionistas; ella había sucumbido a la presión de Geithner y había estado de acuerdo en garantizar los activos tóxicos de Wachovia después de que Citigroup aceptara los primeros 42.000 MDD de pérdida, declarando que la firma era “sistémicamente importante”. (Sorkin, 2010, pág. 413).

Pero otra nueva llamada despertó el interés tanto de Steel como de Bair, Kovacevich de Wells Fargo, ofrecía 7 dólares por acción sin ayuda del gobierno. Sin embargo, estaba claro para ambos que en realidad no había elección: el consejo tenía que aceptar la oferta más alta y correr los riesgos de una demanda judicial de Citigroup. Steel y Cohen supieron que Wells Fargo había hecho su oferta debido a un cambio poco conocido en las leyes fiscales que se había producido el martes, el día del acuerdo con Citigroup. La nueva provisión permitiría a Wells Fargo utilizar todas las amortizaciones de Wachovia como deducción respecto de sus propias ganancias, lo cual iba a significar para el banco combinado, un ahorro de miles de millones en los futuros impuestos. (Sorkin, 2010, pág. 518). Finalmente Steel acepta el trato con Wells Fargo consiente de las consecuencias que éste le traería con Citigroup, Pandit de Citigroup se enfureció al enterarse del nuevo acuerdo entre Wachovia y Wells Fargo.

Las estrategias de acción entre Wachovia y todo el sistema financiero se pueden caracterizar como débiles, ya que en el momento de realizar acuerdos con otras compañías éstas no querían participar si no había garantías del Gobierno, de cierto modo por los estados financieros que poseían muchos activos tóxicos. Además, se puede afirmar que su compra estuvo financieramente mejor, debido a un cambio en la legislación, porque a través de la FDIC, la venta hubiese sido mucho menor, lo que demuestra que las estrategias desarrolladas con el Gobierno también eran débiles.

Por otro lado, en vista de que el acuerdo de Morgan Stanley con la CIC no llegó a feliz término, Paulson, Geithner y Bernanke presionan a Dimon de JP Morgan para no sólo ofrecerle una línea de crédito que pudiera darle un respiro a Morgan Stanley sino evaluar la posibilidad de comprar. Sin embargo, Dimon tampoco estuvo dispuesto a cerrar el trato.

Simultáneamente y sin dejarse presionar de Geithner, Mack de Morgan Stanley mantenía aun conversaciones con Mitsubishi UFJ Financial con el objetivo de mantener a su entidad en el juego de Wall Street y así defender a sus más de 45000 empleados, según lo ha argumentado

recientemente. Finalmente se logro cerrar el acuerdo entre Morgan Stanley y los japoneses de Mitsubishi UFJ Financial, para salvar a Morgan Stanley. Kindler de Morgan Stanley recibió un cheque por 9.000 MMD del gerente general del Bank of Tokyo Mitsubishi, Takaaki Nakajima. Kindler lo sostuvo en las manos, con cierta incredulidad, sujetando lo que sería la mayor cantidad de dinero que un solo individuo había tocado físicamente. Supo que Morgan Stanley estaba salvada.

> —Es un honor y una gran muestra de su fe y confianza en Estados Unidos y en Morgan Stanley —dijo Kindler, tratando de hacer el papel de un hombre de Estado a pesar de su desmelenada apariencia—. Va a ser una gran inversión. (Sorkin, 2010, pág. 536).

Así con el 21% de Morgan Stanley, el acuerdo con Mitsubishi UFJ quedó repartido en 7.800 MDD en acciones preferentes y 1.200 MDD en acciones preferentes no convertibles.

Las estrategias de acción entre Morgan Stanley y Mitsubishi UFJ, se pueden interpretar como fuertes, aunque se demoró un poco la transacción, la compañía japonesa no puso en duda el acuerdo, sólo quería obtener un buen beneficio, cuidándose de las acciones que iba a obtener, para esto necesitó tiempo, pero no exigió un respaldo del gobierno de EE. UU.

El domingo 21 de Septiembre se anunció que Goldman Sachs y Morgan Stanley se convertirían en compañías tenedoras de bancos (holdings) sujetándose a la regulación. Aquello era un hito: los dos mayores bancos de inversión del país habían declarado caducado su modelo empresarial para salvarse. *The New York Times* lo describió como "una jugada que fundamentalmente reconfiguraba una era de altas finanzas que definió a la moderna edad de oro y un reconocimiento sin paliativos de que su modelo financiero y de inversión se había vuelto demasiado arriesgado". (Sorkin, 2010, pág. 497).

Ante la preocupación del colapso de una de las compañías que aún quedaba casi intacta en el sistema financiero de Wall Street, Blankfein de Goldman que ya había adelantado conversaciones con Warren Buffett; el 24 de septiembre de 2008, anunció una inversión de 5.000 MDD de la firma Berkshire Hathaway, grupo que gestiona Warren Buffett. Aunque esta operación no se trató de un rescate, si ayudó a Goldman a ampliar su capital para una adquisición. Las estrategias de acción entre Goldman y Warren de Berkshire se pueden catalogar como fuertes ya que no solo está el aprecio de Warren por Paulson (anterior CEO de Goldman), sino por los beneficios de la transacción para Warren.

- ***Una mirada detallada al TARP y su proceso***

El plan de rescate de 2008 para el sistema financiero de EE. UU. se puede describir en cuatro fases, la primera hace referencia a la primera votación en el Congreso, la segunda a las correcciones y adiciones del plan para una nueva votación, la tercera fase hace referencia a la segunda votación y la última describirá cómo se repartió una parte de los recursos de este plan a instituciones privadas del sector financiero.

Para la primera fase que corresponde a la primera votación del TARP ante el Congreso, se comentarán algunas cuestiones del debate. Paulson, después de concluir toda una tarde de audiencias en el Capitolio tratando de persuadir a los legisladores reacios para que aprobaran la legislación del TARP, acababa de enterarse que John McCain, el candidato republicano a la presidencia, había anunciado que iba a suspender su campaña para volver a Washington y ponerse a trabajar en el plan de rescate financiero. La crisis, que parecía ahondarse cada vez más,

se había convertido ahora en parte de las tácticas empleadas en las elecciones presidenciales. (Sorkin, 2010, pág. 502).

En esta sesión el apoyo de ambos partidos políticos se estaba desvaneciendo rápidamente. Los demócratas decían que era una forma en la que Paulson llenaba los bolsillos de sus amigos, mientras que los republicanos lo denunciaban como otro ejemplo de la intervención del Gobierno. Los miembros del Congreso de ambos partidos se quejaban del coste del plan, y algunos se preguntaban si se podría hacer a plazos, mientras que otros trataban de poner límites a la compensación de los ejecutivos en cualquier legislación. (Sorkin, 2010, pág. 503).

Así mismo, los legisladores que escuchaban atentamente intervinieron con lo que ellos consideraban como los cuatro grandes obstáculos del plan: la supervisión del programa, que según los demócratas no aparecía por ninguna parte; los límites a la compensación de los ejecutivos de los bancos participantes; la posibilidad de inversiones directas del Gobierno en los bancos como opción alternativa a la compra de sus activos tóxicos; y la posibilidad de liberar los fondos necesarios en plazos sucesivos en lugar de hacerlo de una sola vez. (Sorkin, 2010, pág. 508).

El debate se orientó enseguida hacia la compensación de los ejecutivos. Aunque todos los presentes se daban cuenta de la potencial pelea política sobre los enormes bonos que estaban pagando las firmas necesitadas del rescate por parte de los contribuyentes, fue Max Baucus, presidente del Comité de Finanzas del Senado, el que sacó el tema. Dejó muy claro que estaba furioso con Paulson por no haber insistido en los estrictos límites a las compensaciones para los ejecutivos de los bancos que se beneficiarían del programa. Desde el punto de vista de Baucus, a los ejecutivos no habría que reconocerles casi nada, y como mínimo había que obligarlos a que renunciasen a sus contratos blindados y a otras prebendas. Paulson finalmente lo interrumpió y le dijo que no se trataba de que él quisiera proteger a sus amigos, pero que consideraba que esa medida no era realista. Los bancos tendrían que renegociar todos los acuerdos de compensación, y ese proceso llevaría meses, lo cual les impediría acceder al programa. (Sorkin, 2010, págs. 508-509).

Para el equipo de Paulson era imposible poner a los bancos del país a renegociar todos sus contratos de empleo, pero Schumer propuso la posibilidad de bloquear la firma de nuevos contratos blindados, Kashkari, del equipo de Paulson aceptó no haber pensado en esa posibilidad.

Pelosi, de pie en el hemiciclo de la Cámara de Representantes, había finalizado una alocución vehemente sobre la necesidad de aprobar el proyecto de ley, pero también aprovechó la ocasión para atacar a la Administración Bush, a Paulson, y a Wall Street.

> —Se proclaman defensores del libre mercado, cuando eso demuestra en realidad una mentalidad de “todo vale” —dijo refiriéndose a la Administración Bush—. Nada de regulación, nada de supervisión, nada de disciplina. Y cuando fracasan, tienen un contrato blindado, y el contribuyente debe rescatarlos... Se acabó la fiesta. Los demócratas creemos en el libre mercado. Sabemos que puede crear puestos de trabajo, que puede crear riqueza, que puede crear muchas cosas buenas para nuestra economía. Pero en este caso, en su forma desenfrenada, tal como lo alentaron y lo apoyaron los republicanos (algunos miembros del Partido Republicano, no todos) no ha creado ni puestos de trabajo ni capital; ha creado caos. (Sorkin, 2010, pág. 514).

Finalmente, al inicio de la tarde, después de un período inusualmente largo de cuarenta minutos para el recuento de votos, la presidenta bajó el mazo: el rescate fue rechazado por doscientos veintiocho contra doscientos cinco votos. Más de dos tercios de los republicanos de la Cámara de Representantes habían votado en contra del proyecto, así como un buen número de demócratas. Los operadores y los inversores habían estado atentos a la votación e iniciaron una loca carrera de ventas. Los precios de las acciones cayeron, y el índice Dow Jones bajó un 7 por ciento, o sea, *777,68* puntos, la mayor caída jamás registrada en un solo día. (Sorkin, 2010, pág. 515). En este punto la gestión de la crisis había trascendido las tradicionales medidas y se posicionaba en las altas esferas políticas, dada la magnitud del rescate que se buscaba.

La segunda fase hace referencia a las correcciones y adiciones que el Tesoro y la FED debían hacerle al TARP para que éste fuera votado positivamente una segunda vez en el Congreso. Se reunieron en la Casa Blanca con el presidente rehaciendo los planes para reactivar el proyecto de Ley. Entre las correcciones se encontraba el tema de los contratos de los ejecutivos para el cual ya se había propuesto una solución anteriormente descrita, por otro lado se encontraba el concepto de la compra de activos tóxicos, para lo cual Dan Jester y Jeremiah Norton habían estudiado una posible solución ese mismo día.

Al día siguiente, Jester y Norton acudieron a una cita con Paulson. Le plantearon el caso: la compra de activos tóxicos era muy difícil; incluso aunque explicaran cómo iban a aplicar el programa, no estaba claro si funcionaría. Pero las inversiones directas en el sistema bancario, le dijo Jester, reforzarían de inmediato el capital básico de la mayoría de las instituciones frágiles. Además, el Tesoro no tendría que hacer juegos de adivinación sobre el valor de cada activo en particular. Y lo más importante, argumentó Jester, es que la mayoría de estos bancos recuperarían finalmente su valor, de manera que el contribuyente tendría probabilidades de recuperar las inversiones. Y el actual TARP, prosiguió Jester, permitiría realmente al Tesoro usarlo para realizar inyecciones de capital, a pesar de que no se haya publicitado con tal objetivo. (Sorkin, 2010, pág. 516).

Para la tercera fase es importante anotar que el precio de las acciones comenzó a subir antes de que el Congreso empezara a votar el proyecto de ley de rescate por segunda vez en la tarde del viernes 3 de octubre. Su aprobación resultó mucho más fácil después de que la versión del texto realizada por el Senado agregase un cierto número de amnistías fiscales que de otro modo hubieran expirado. Otra enmienda popular aumentaba la cantidad asegurada en las cuentas bancarias individuales por la FDIC, que pasaba de cien mil a doscientos cincuenta mil dólares. (Sorkin, 2010, pág. 520).

Lo que había empezado como un borrador de tres páginas tenía ahora más de cuatrocientos cincuenta folios de jerga legislativa, que el Senado había aprobado en la tarde noche del miércoles 1 de octubre. Muchos demócratas y republicanos de la Cámara de Representantes que se habían opuesto el lunes 29 de septiembre, habían sido convencidos desde entonces para que dieran sus votos, algunos después de haberlo solicitado los dos candidatos presidenciales o a instancias del propio presidente, y otros por las alarmantes señales de que la crisis financiera estaba arrastrando a la economía a una profunda recesión.

Tras la derrota del 29 de septiembre ante el Congreso, la administración Bush montó una subasta. La administración preguntó, en la práctica, a cada uno de los congresistas que se habían opuesto cuánto dinero necesitaba en donaciones a sus distritos y a sus representados para que cambiaran su voto. El cambio de voto de los congresistas fue instigado en parte por los miedos a

una catástrofe económica mundial y por unas disposiciones que aseguraban una mejor supervisión, pero, por lo menos en el caso de muchos congresistas que habían cambiado su voto, hubo un claro quid pro quo: el decreto revisado contenía una partida de 150.000 MDD en condiciones fiscales especiales para sus representados. Nadie dijo que se podía comprar por poco dinero a los miembros del Congreso. (Stiglitz, 2010, pág. 163).

En el recuento final de la Cámara, treinta y tres demócratas y veinticuatro republicanos que habían votado contra el proyecto el lunes 29 de septiembre, finalmente lo aprobaron el viernes 3 de octubre. Esa misma tarde, el presidente Bush firmó la Ley de Estabilización de Emergencia Económica de 2008, que creaba el Programa de Ayuda para Activos Problemáticos o como se ha denominado por sus siglas en Inglés TARP, de 700.000 MDD. "Hemos mostrado al mundo que Estados Unidos va a estabilizar nuestros mercados financieros y va a asumir un papel de liderazgo en la economía global", declaró el presidente.

La cuarta y última fase de este proceso en el que se gestionó el TARP, comprende finalmente aquellas acciones que se ejecutaron luego de ser aprobado en el Congreso. Por supuesto, ni los congresistas ni el público sabían que el TARP iba a ser replanteado por completo en el Tesoro, cuando Jester, Norton, y Nason, asistentes del Tesoro, empezaran a trazar planes y a usar buena parte de los 700.000 MDD para invertirlos directamente en cada banco individual.

Norton y Nason, a quienes el consejero general del Tesoro Bob Hoyt había dicho que no podían contratar un asesor financiero externo debido a los conflictos que llevaría aparejados, hicieron una serie de llamadas de carácter informal a los banqueros de Wall Street para contrastar diferentes ideas sobre cómo aplicar un programa de inyección de capital. Intencionadamente no llamaron a nadie de Goldman Sachs, preocupados porque los rumores de la "teoría de la conspiración" ya estaban en marcha. Norton y Nason les hacían a todos las mismas preguntas: ¿Cómo diseñarías el programa? ¿Debería el Gobierno recibir acciones comunes o preferentes a cambio de su inversión? ¿Qué dividendo estarían dispuestos a pagar los bancos por la inversión? ¿Qué otras provisiones harían que el programa resultase atractivo, y cuáles lo convertirían en poco atractivo? (Sorkin, 2010, pág. 521). Este hecho comprueba la ausencia de neutralidad en la gestión de esta crisis y la dependencia de las decisiones con los intereses de Wall Street por encima de los ciudadanos.

Uno de los sucesos importantes que se puede resaltar es la carta de Warren Buffett escribió a Paulson para complementar o estructurar verdaderamente el TARP que ya había sido aprobado. Aunque el TARP contenía algunas restricciones impuestas por el Congreso, no había nada relacionado directamente con la ejecución del dinero. Realmente el Congreso lo que aprobó fue la cantidad de dinero, pero la forma de ejecución se estructuro después.

En su carta, Buffett propuso algo que él llamó el PPPF (Fondo de Participación Público-Privado). Actuaría como un fondo de inversión casi privado respaldado por el Gobierno de Estados Unidos, con el único objetivo de comprar todos los préstamos y valores respaldados por hipotecas residenciales, pero evitaría las CDO más tóxicas. Sin embargo, en lugar de que el Gobierno lo hiciera por sí mismo, él sugería que pusiera cuarenta mil millones por cada diez mil millones invertidos por el sector privado. De ese modo, el Gobierno podría apalancar su propio capital. Todo lo recaudado se dedicaría en primer lugar a pagar al Tesoro, hasta que recuperase el total de su inversión junto con los intereses. Una vez hecho esto, los accionistas privados estarían autorizados a recuperar los diez mil millones y un tipo de interés igual al percibido por el Tesoro.

A continuación, decía, los beneficios se repartirían en la cuantía de tres cuartas partes para los inversores, y una cuarta parte para el Tesoro. Su idea era también una forma singular de evitar que los contribuyentes perdieran dinero: poner en primera línea el dinero de los inversores para que fueran ellos los que perdieran primero.

Después de leer la carta, Paulson convocó a Kashkari en su despacho; aquella mañana acababa de nombrarlo secretario adjunto interino para la Estabilidad Financiera, poniéndolo a cargo del plan TARP. Paulson entregó a Kashkari la carta de Buffett y le pidió que lo llamara. (Sorkin, 2010, págs. 524-526).

El miércoles 8 de octubre Paulson, Bernanke y Sheila Bair habían llegado finalmente a la conclusión de que el Tesoro debía hacer inversiones directas en los bancos. Paulson había estado debatiendo sus cambiantes posiciones con Bernanke, que había sido partidario de las inyecciones de capital desde el primer momento, y ahora estaban de acuerdo. Pero habían sopesado otro programa paralelo al que iban a anunciar: un amplio programa general para garantizar todos los depósitos de las instituciones bancarias. Según los cálculos de Bernanke, el anuncio de inyecciones de capital y una garantía general sería un cóctel efectivo y bastante económico para acabar produciendo un giro completo de la situación. Pero antes que nada, necesitaban dinero para hacer efectivo ese programa de garantía, y ahí era donde entraba Bair. (Sorkin, 2010, pág. 528).

El plan combinado —en el que participaban el Tesoro, la Reserva Federal y la FDIC— era, tal como lo describió Paulson incluso ese día, “inimaginable”. Se basaba en el trabajo de Jester, Norton y Nason, y él quería llevarlo adelante e invertir 250.000 MDD de los fondos del TARP en el sistema bancario. El grupo había establecido los términos generales: los bancos que aceptaran el dinero pagarían un interés del 5%. Paulson había decidido que si el monto era superior, los bancos no podrían participar.

Gran parte del debate de esa mañana sobre el programa se centró menos en los números que en el enfoque. Geithner trataba de vender la necesidad de las inyecciones de capital. Él había sugerido que el único modo de hacer digerible el plan a los bancos más débiles sería que los más fuertes aceptaran el dinero también, “para desestigmatizar” la participación en el programa, y tal vez incluso para encubrir los problemas de las compañías con mayor peligro. No todo el mundo estaba de acuerdo en este punto. Sin embargo, Geithner, apoyado por Paulson, pronto convencieron al grupo de que el único modo en que el programa podría resultar efectivo era si podían persuadir a los bancos más grandes (tales como Goldman Sachs y Citigroup) de que aceptasen el dinero. Mientras empezaban a organizar una lista de empresas a las que querían convencer para que firmasen e invitarlas a Washington el lunes y proponerles que aceptasen la inversión, surgió la cuestión de si debían poner el programa al alcance de las aseguradoras. (Sorkin, 2010, págs. 532-533).

Para alentar a estos bancos que aceptaran el dinero se convocó una reunión de 9 CEO’s de las entidades que se encontraban más estables y quizá más poderosas, los reunirían en una habitación con la intención de que la presión entre ellos sería tan fuerte que se inclinarían por aceptar la propuesta. Paulson fue el encargado de llamarlos, les dijo a los CEO que fueran a Washington, pero optó por no darles detalles específicos de las razones de la invitación.

Cuando ya se encontraban reunidos los 9 CEO’s, Paulson se dirigió a ellos y destacó tres partes de la reunión: el papel comercial, FDIC y el TARP. Cuando llegó al TARP, leyó en voz alta el párrafo en

cuestión: “Para alentar una amplia participación, este programa está diseñado para proporcionar una atractiva fuente de capital, en los mismos términos, a todas las instituciones financieras que tengan derecho a ello. Tenemos pensado anunciar el programa mañana, y que ustedes nueve sean los participantes iniciales. Dejaremos muy claro que son instituciones saneadas, que participan en el objetivo de apoyar la economía de Estados Unidos.” (Sorkin, 2010, pág. 540).

Paulson también les explicó que a través de la esta nueva autoridad del TARP, el Tesoro compraría hasta 250.000 MDD en acciones preferentes de los bancos y cajas de ahorro antes de fin de año. También les dijo que el sistema necesitaba más dinero, y que ellos estarían mejor si hay más capital en el sistema. Afirmó también que estaban listos para anunciar que ellos nueve participarían en el programa. Se trataba de devolver la confianza al sistema y como dijo Paulson: “ustedes son la clave de esa confianza”. Para que no hubiera ni la menor confusión, subrayó el hecho de que esperaba que aceptaran el dinero tanto si lo necesitaban como si no.

Luego le tocó a Geithner leer la cantidad que recibiría cada banco: Bank of America: 25.000 MDD; Citigroup: 25.000 MDD; Goldman Sachs: 10.000 MMD; JP Morgan: 25.000 MMD; Morgan Stanley: 10.000 MDD; State Street: 10.000 MMD y Wells Fargo: 25.000 MMD

Paulson, Geithner, Bernanke y Bair estaban sentados en el despacho de Paulson a la espera. Con la excepción de las protestas de Kovacevich de Wells Fargo, la reunión había transcurrido sin tropiezos, mucho mejor de lo previsto. Acababan de nacionalizar de hecho el sistema financiero del país, y no habían tenido que sacar a nadie de la sala de conferencias en camilla. Paulson, golpeándose el estómago con los dedos, como solía hacer cuando estaba ensimismado en sus pensamientos, aún no se podía creer que lo hubiera sacado adelante. (Sorkin, 2010, pág. 547). Finalmente todos los CEO’s de las 9 compañías aceptaron.

En el plazo de apenas unos meses, la configuración de Wall Street y del sistema financiero internacional cambió casi hasta quedar irreconocible. Todos los bancos del grupo de los “cinco grandes” quebraron, fueron vendidos o acabaron convirtiéndose en compañías tenedoras de bancos. Dos gigantes del crédito hipotecario y la mayor aseguradora del mundo estaban bajo el control del Gobierno. Sin embargo, la transferencia de decenas de miles de millones de dólares de Washington a Wall Street no puso fin de inmediato al caos de los mercados. Incluso después de que el presidente Bush firmara la ley del TARP, el índice Dow Jones acabó perdiendo hasta el 37 por ciento de su valor.

Pero también hubo otro tipo de quiebra, que tuvo un efecto mucho más profundo en la psique de los estadounidenses que las consecuencias inmediatas de los dramas que se estaban desarrollando a diario en Wall Street. En los días y las semanas que siguieron a los primeros desembolsos de dinero al amparo de la ley de rescate, tomó cuerpo un debate nacional sobre lo que significa para el futuro del capitalismo el tumulto que se ha producido en el sector financiero, y sobre el papel del Gobierno en la economía, y si ese papel ha experimentado un cambio de carácter permanente. (Sorkin, 2010, pág. 550).

A pesar del rescate, el sistema siguió tambaleándose y en noviembre de 2008, Citigroup recibió 20.000 MDD adicionales a la inversión original del TARP, además Bank of América anunció a comienzos del 2009 que necesitaba un rescate por 20.000 MDD.

Pero una de las cuestiones fundamentales en todo este proceso y que luego levantó diversos debates fue en cómo se había usado exactamente todo este dinero desembolsado. Es importante

aclarar que teniendo en cuenta que esta investigación abarca hasta finales del año 2008, no se detalla el curso posterior de estos flujos de dinero que competen al gobierno Obama y cuyo estudio y análisis abarcaría otro trabajo de investigación, sin embargo se menciona a continuación algunas direcciones de los desembolsos. Por ejemplo, más tarde se conoció que Merrill había pagado a sus empleados miles de millones de dólares como bonificación a sus empleados justo antes de que se cerrara el trato. En AIG más de una cuarta parte de los fondos del rescate fue a parar directamente a las cuentas de instituciones financieras, como Goldman Sachs, Merrill Lynch y Deutsche Bank, a las que se debía dinero por las permutas de seguro de créditos fallidos que AIG les había vendido y a través de su participación en su programa de préstamo de valores. "Hasta cierto punto, este desembolso no hizo más que reforzar los argumentos de los críticos que condenaban estas medidas como un rescate de Wall Street para Wall Street (no ayudó el hecho de que algún banco extranjero recibiera parte de la ayuda indirecta, incluso aunque los gobiernos extranjeros hubieran ayudado al plan de rescate)". (Sorkin, 2010, pág. 554).

3.2.3 Reflexiones sobre el Plan de rescate de la economía norteamericana en 2008.

Una de las dudas que siempre se plantean tras los rescates es si éstos mitigan o agravan la crisis. No hay duda que si el Gobierno no hubiera hecho algo, viendo cómo uno tras otro los gigantes financieros se declaraban en quiebra, quizá el resultado habría sido un colapso mayor del mercado, peor del que realmente ocurrió.

Por otra parte, tampoco puede negarse que los funcionarios federales, incluidos Paulson, Bernanke y Geithner, contribuyeron a la confusión del mercado mediante una serie de decisiones incongruentes. Ofrecieron una red de seguridad a Bear Stearns y respaldaron a Fannie Mae y a Freddie Mac, pero dejaron que Lehman entrara en quiebra para luego rescatar a AIG. ¿Realmente tenían unos dispositivos consistentes en la gestión de las crisis?

El Gobierno federal carecía de un sistema establecido para deshacer las posiciones de un banco de inversiones amenazado con el derrumbe. Paulson, Geithner y Bernanke se vieron obligados a recurrir a lo que el profesor del Instituto Tecnológico de Massachusetts Simón Johnson ha denominado la "política por acuerdo", "es decir, cuando una importante entidad financiera tiene problemas, el Departamento del Tesoro y la Reserva Federal diseñan un rescate durante el fin de semana y el lunes anuncian que la situación ha sido fácilmente resuelta y que todo está bien" (Johnson, 2009)

El gobierno actual de Obama, dejo en los cargos económicos claves del gobierno una parte sustancial del antiguo equipo de Bush. Geithner reemplazo a Paulson como secretario del Tesoro. Bernanke se quedó con su cargo como presidente de la Reserva Federal, y en agosto de 2009 Obama le otorgo un segundo mandato, hasta 2014. Para coordinar su equipo económico, Obama eligió a Larry Summers, uno de los "héroes" de la desregulación de finales de los noventa. Un cuarto miembro del equipo Obama era otra herencia de Bush, Sheila Bair, directora de la FDIC, el organismo que asegura los depósitos. Con esta transición existe un descontento ya que posiblemente nada ha cambiado, al menos en el curso de las decisiones económicas de EE. UU. y nuevamente toma fuerza la idea del "gobierno de Wall Street" que crea y gestiona las crisis bajo sus intereses y trasciende partidos políticos donde prima es la ideología de los dioses financieros.

Las administraciones Bush y Obama subestimaron la gravedad de la recesión. Creyeron que proporcionar dinero a los bancos devolvería la salud a la economía, restablecería el flujo del crédito y resucitaría el mercado inmobiliario. El estímulo de Obama se diseñó para que el país superara el periodo de ajuste mientras se producía todo lo anterior. Todas esas hipótesis estaban equivocadas: restablecer el balance de los bancos no traería consigo automáticamente que el crédito volviera a la "normalidad". El modelo subyacente de consumo basado en el endeudamiento de la economía estadounidense se rompió cuando estalló la burbuja inmobiliaria, y repararlo no ha resultado tan fácil. (Stiglitz, 2010, pág. 110).

Así mismo, aunque las cuentas bancarias de muchos altos directivos del sector financiero se han visto enormemente reducidas, muchos de ellos han seguido recibiendo millonarias sumas. Ni siquiera la gran caída detuvo la codicia de los banqueros, e incluso parte de los fondos de la recapitalización los utilizaron para pagarse a sí mismos grandes comisiones, no merecidas. Nueve prestamistas con pérdidas de 100.000 MDD recibieron 175.000 MDD de rescate a través del TARP y pagaron casi 33.000 MDD en comisiones.

Lamentablemente, la administración Obama ha mantenido el rumbo de la administración Bush, y ha dirigido la mayoría de sus esfuerzos a rescatar a los bancos. Incluso mientras inundaba de dinero a los bancos, los problemas de los mercados hipotecarios han aumentado, garantizando que los bancos todavía tendrán que afrontar ulteriores problemas en el futuro. La forma en que el gobierno diseñó los rescates de los bancos entorpeció la reestructuración hipotecaria, no consiguió restablecer el crédito, lo que supuestamente era el objetivo de los rescates bancarios, y ha dejado al país con una deuda nacional mucho mayor que si se hubieran adoptado enfoques alternativos. (Stiglitz, 2010, pág. 147). Una explicación a que estas acciones no funcionaran cómo se había diseñado, está asociada al cambio de las expectativas respecto al riesgo crediticio por parte de los bancos, estos querían prestar menos. De manera similar las empresas y los hogares asumieron una actitud aversa respecto a la deuda y no querían pedir más dinero prestado. Esta caída en la confianza paralela entre las partes es uno de los talones de Aquiles para la reactivación basada en planes de rescate de inyección monetaria al sistema financiero.

3.3 Hacia una verdadera gestión de los planes de rescate

La información que se ha obtenido a partir del estudio de las crisis financieras, ha generado el desarrollo teórico que es necesario para conducir esta investigación hacia una propuesta apropiada que permita desarrollar algunas pautas para la adecuada gestión de las crisis financieras. Teniendo en cuenta lo anterior y cómo ya se había anotado anteriormente, se ha definido "la gestión de las crisis como el conjunto de acciones que pueden ser adoptadas por las autoridades destinadas a contener una crisis financiera y evitar los efectos potencialmente perturbadores sobre el sistema financiero o la economía real" (EFC, 2001, pág. 9). La crisis financiera a largo plazo se puede interpretar como una situación en la que una institución financiera (o una serie de instituciones financieras) no puede por cualquier motivo cumplir con sus obligaciones, generando una perturbación del funcionamiento del sistema financiero. Más allá de las soluciones del sector privado, los poderes públicos tienen varios instrumentos para hacer frente a las crisis, que van desde la concesión de ayuda financiera a la liquidación de una institución financiera en problemas.

Durante estas tres últimas décadas, el fenómeno de las crisis financieras ha recorrido la economía global y ha generado consecuencias políticas, sociales, económicas y culturales. Ante estos problemas se ha escrito más sobre los hechos históricos de sus causas y consecuencias, pero no se han generado de manera estructural estudios sobre la Gestión de las crisis financieras. Sin embargo, se pueden encontrar algunos documentos donde se describen elementos que se deben tener en consideración, por un lado para prevenir las crisis haciendo énfasis en la adecuada gestión del riesgo desde el interior de las entidades privadas y por otro lado mecanismos para gestionar las crisis en el momento en el que se presenten. El Comité Económico y de Finanzas de las Naciones Unidas, presenta un documento donde exponen algunas particularidades sobre la Gestión de las crisis financieras (EFC, 2001). Sin embargo muchas de estas medidas no buscan generar cambios estructurales que eviten radicalmente las crisis y más bien se constituyen como pequeños ajustes marginales para mantener vigentes las lógicas del capitalismo financiero.

Otro organismo como la Oficina General de Contabilidad (GAO – General Accounting Office) de Estados Unidos también ha desarrollado un documento con el fin de ampliar el conocimiento sobre la Gestión de las crisis financieras basado en las acciones federales que se ejecutaron durante las crisis de 1980. Sobre la base de una revisión de la literatura de respuesta de emergencia, este documento se centró en tres fases de gestión de crisis financieras: la fase de preparación incluidas las actividades realizadas con anterioridad a la ocurrencia de una crisis; la fase de contención que incluyen las actividades realizadas en respuesta inmediata a una crisis financiera para mitigar los trastornos financieros y reducir los efectos malos en el sistema financiero; la fase de resolución que incluye actividades comprometido a reducir la probabilidad de la repetición de la crisis o las crisis financieras similares (GAO, 1997).

En esta parte final, se concentran dos aspectos fundamentales sobre la gestión de la crisis de 2008. Por un lado se muestran algunas críticas sobre dicha gestión, por otro lado se desarrolla de manera teórica la gestión de la crisis enmarcada en unas fases que permitirán un adecuado estudio con el fin de hacer frente a estos colapsos financieros, de una mejor manera, tratando siempre de disminuir el riesgo moral que afrontan los reguladores financieros y miembros del gobierno, por posibles vínculos laborales anteriores o intereses en el sector financiero.

3.3.1 De la prevención de las crisis y su verdadero alcance

Uno de los aspectos importantes en la gestión de los planes de rescate es tener clara una posible previsión de la crisis. Con esto se logra que ante síntomas de crisis se pueda actuar de forma preventiva esto hace parte de todo aquello que tiene que ver con la reglamentación y supervisión del sistema financiero configurada también dentro de la nueva arquitectura financiera. Sin embargo, al no tener clara esta previsión el siguiente paso es actuar de manera curativa tal que se pueda salir de la crisis lo más pronto posible, a esta última parte se le denomina como gestión de crisis.

Para la parte preventiva se ha discutido largamente tanto en términos de modelos econométricos como en el desarrollo políticas tales como los acuerdos de Basilea o la Nueva Arquitectura Financiera. Desde el punto de vista de la formalidad económica y matemática se han desarrollado algunos modelos, como el construido por Blake LeBaron de la Universidad de Brandeis en Waltham, Massachusetts, que proporcionan una explicación plausible de las burbujas, las crisis y la reproducción de las crisis de liquidez que nunca aparecen en los modelos de equilibrio, a partir de este modelo se sugiere prevenir las crisis aceptando pequeñas perturbaciones, similar al modo

como los guardabosques se valen de incendios controlados para eliminar el follaje. (Farmer & Foley, 2009, pág. 686). En otras palabras se hace necesaria una revisión consciente de los modelos existentes y un reconocimiento sobre las limitaciones de los planteamientos vigentes. Esto implica explorar modelos que no necesariamente estén en los esquemas de la corriente principal de la economía.

Sin embargo, existe una evidente incapacidad de algunos economistas y funcionarios para anticipar las crisis. Para muchos de estos analistas ortodoxos, lo más importante es evaluar los peligros sistemáticos, aunque estos economistas generan la sensación de haber alcanzado un conocimiento bastante seguro de las leyes o trayectorias fundamentales que rigen la economía y las finanzas, a mediano y corto plazo. Se pueden lograr buenos análisis de predicción con ciertas variables económicas como el PIB o la inflación aunque siempre está latente la incertidumbre que muchos sueñan minimizar. Sin embargo para los mercados financieros la complejidad en la predicción hacen que aunque se dedique mucho tiempo y se utilicen los más sofisticados modelos computacionales matemáticos y analíticos, no siempre se llegue a buen término, es indudable que han fracasado, en particular en anticipar el colapso de 2008. La *hybris y* el ego de muchos actores ayudan a la creación de escenarios de desregulación del mercado que configuran la crisis. (Weitzner & Darroch, 2009, pág. 6)

Este es un tema que ha sido ampliamente debatido: ¿por qué la gran mayoría de los economistas no pueden prever la crisis financiera, pese a numerosas señales a su alrededor? Hay varias explicaciones prominentes. Una de ellas es que los economistas dependen demasiado de modelos abstractos que no siempre permiten visualizar las burbujas y crisis. Otra es que fueron cegados por una ideología. Y una tercera posibilidad es que los economistas se enfrentan a un conflicto de intereses. En este tercer escenario, entre los economistas académicos financieros, al igual que muchos otros, había incentivos perversos a no reconocer la crisis. (Epstein & Carrick-Hagenbarth, 2010, pág. 2). En cuanto a las imposibilidades de los modelos abstractos para detectar burbujas y crisis vale la pena resaltar que condiciones de información asimétrica, incertidumbre y el desconocimiento de los agentes hacia el futuro son unas fuertes barreras para la modelización teórica de eventos conducentes a una crisis.[10]

La crisis es un claro indicador de los problemas actuales en el sector financiero. Estos problemas no fueron reconocidos por gran parte de la profesión económica antes de la crisis financiera. Muchos economistas de la corriente principal financiera académica no pusieron en duda la influencia cada vez mayor y la inseguridad subyacente del sector financiero, sino que confiaban en las instituciones y las prácticas de la Nueva Arquitectura Financiera. (Epstein & Carrick-Hagenbarth, 2010, pág. 23). Tal vez los economistas se sientan orgullosos por los avances de las ciencias económicas a lo largo de las siete décadas transcurridas desde la Gran Depresión, pero eso no significa que haya habido unanimidad respecto a cómo gestionar las crisis. (Stiglitz, 2010, pág. 15).

[10] Para una explicación más detallada sobre las limitaciones de información que afrontan los agentes puede remitirse al artículo de James Crotty (Crotty, 1994).

Dadas las recurrentes fallas en la supervisión, la regulación y la previsión en el campo de las crisis, desde octubre de 2008 se ha anunciado repetidas veces que hoy en día existe la necesidad de revisar y reformar los sistemas de regulación bancaria y de los mercados financieros en cada país y a escala internacional. (Marichal, 2010, pág. 331). Entre las primeras propuestas de reformas se destacan una ofrecida por el G-30 de principios de 2009, que reúne a algunas de las figuras más poderosas de la política y las finanzas de EE. UU. y Europa. Entre sus propuestas se encuentra que los gobiernos obliguen a los bancos de importancia sistémica (cuya quiebra amenazaría la estabilidad de los sistemas financieros en su conjunto) a mantener requerimientos mínimos de capital. También recomiendan que las autoridades regulen los hasta ahora poco controlados fondos *hedge* y los instrumentos derivados que han causado pérdidas multimillonarias. Sin embargo la resistencia a los intentos regulatorios es fuerte por parte de los actores de Wall Street que gastan sumas millonarias en *Lobby,* para que el congreso Norteamericano no modifique las leyes que los privilegian en especial las que permiten comisiones a los altos ejecutivos financieros.

3.3.2 De la incoherencia y el constante riesgo moral en los planes de rescate.

Stiglitz hace una crítica interesante sobre la gestión de la crisis de 2008, para él los rescates fueron un ejemplo de un conjunto de políticas incoherentes, con potenciales consecuencias a largo plazo. Según el reconocido economista uno de los argumentos aducidos por muchos responsables de los mercados financieros para no ayudar a los dueños de hipotecas que no pueden cumplir con sus pagos es que ello suscita un “riesgo moral”, es decir que se debilitan los incentivos para devolver el dinero si los propietarios de hipotecas saben que hay alguna posibilidad de que reciban ayuda si no pueden pagar. La preocupación por el riesgo moral influyó en la decisión de no rescatar a Lehman Brothers, sin embargo esta decisión como ya se desarrolló anteriormente, condujo a la más gigantesca serie de rescates en la historia. Cuando se trató de los grandes bancos de EE. UU., tras las repercusiones de Lehman Brothers, se dejaron a un lado las preocupaciones sobre el riesgo moral y los intereses particulares de algunos actores pesaron más que las condiciones éticas. Tanto es así que se permitió a los directivos de los bancos disfrutar de enormes primas por unas pérdidas récord, los dividendos no disminuyeron, y se protegió a los accionistas y a los obligacionistas.

Cuando estalló la crisis a finales de 2007 y principios de 2008, la administración Bush y la Reserva Federal fueron de rescate en rescate sin un plan ni unos principios discernibles. Eso añadió incertidumbre política a la incertidumbre económica. En algunos de los rescates (Bear Stearns), los accionistas recibieron algo y se protegió plenamente a los obligacionistas acreedores. En otros (Fannie Mae), los accionistas lo perdieron todo y se protegió plenamente a los tenedores de títulos y acreedores. Y aún en otros (Washington Mutual), los accionistas y los obligacionistas tuvieron pérdidas de las mismas dimensiones.

La administración Bush decidió rescatar a los banqueros y sus accionistas, no sólo a los bancos. Suministró ese dinero de formas no transparentes –tal vez porque no quería que el público fuera plenamente consciente de los regalos que se estaban concediendo, tal vez porque muchos de los responsables eran ex banqueros, y la falta de transparencia era su forma de hacer negocios–. La administración decidió no ejercer ningún tipo de control sobre los beneficios de ingentes sumas de dinero de los contribuyentes, alegando que hacerlo interferiría en el funcionamiento de una

economía de libre mercado –como si el rescate de billones de dólares fuera coherente con esos principios–. Esas decisiones tenían consecuencias predecibles que se manifestarían en los meses siguientes. Los directivos de los bancos actuaron como se supone que deben actuar en un sistema capitalista –en su propio interés–, lo que significaba conseguir todo el dinero que podían para ellos y sus accionistas. (Stiglitz, 2010, pág. 150).

La dinámica de rescate de los bancos estuvo impregnada por un alto grado de hipocresía. Los bancos (y los reguladores que habían permitido que surgiera todo aquel problema) querían aparentar la crisis como una simple ausencia de confianza y falta de liquidez insistiendo en que sus decisiones eran acertadas y que el valor real de sus activos superaba el pasivo, sin embargo era una creencia individual de cada institución puesto que la confianza interbancaria estaba totalmente minada y no se prestaban dinero entre ellos.

El gobierno de Obama ha argumentado que los grandes bancos no sólo son demasiado grandes para quebrar, sino también demasiado grandes para ser reestructurados, en otras palabras demasiado grandes como para atenerse a las normas corrientes del capitalismo. (Stiglitz, 2010, pág. 158). Sin embargo, lo que está claro es que el rescate increíblemente costoso fracasó en uno de sus objetivos principales: restablecer el crédito. La compra de activos tóxicos por parte del gobierno a los bancos con el fin de limpiar sus balances no desapareció, simplemente se terminó trasladando a los contribuyentes, quienes con sus impuestos terminaron asumiendo la carga financiera de un rescate que en la gestión de la crisis solo llevó al alivio a algunas élites financieras globales, y desafortunadamente no se tradujo en un auxilio representativo al ciudadano del común que afrontaba el drama de la crisis financiera y la ejecución de las hipotecas.

Los rescates de este tipo inevitablemente distorsionan los incentivos. Los prestamistas sabiendo que pueden ser salvados de soportar las plenas consecuencias de sus errores, hacen peor su trabajo a la hora de valorar el riesgo, y conceden créditos más arriesgados. Éste es el problema del riesgo moral, el temor a que cada rescate aumente la probabilidad de que haya otro. Pero la forma en que el gobierno realizó los rescates también incrementó las distorsiones, y en aspectos que pueden haber empeorado las crisis.

Este rescate, y las diferentes operaciones de salvamento desde los años ochenta han enviado un mensaje de tranquilidad y certeza a los bancos en el sentido de que no deben preocuparse por una mala política crediticia, puesto que siempre aparecerá el lazo de rescate gubernamental. Desafortunadamente la lógica de los rescates es inconsistente puesto que las recompensas deberían ser para los bancos prudentes y el castigo de la quiebra para aquellas instituciones financieras que asumieron altos riesgos con el ánimo de ganancias desbordadas. De forma increíble e irresponsable sucede lo contrario, las instituciones que gestionaron el riesgo de manera irresponsable recibieron la mejor parte del gobierno.

Las crisis financieras han alentado una concepción alternativa sobre la capacidad de los mercados para regular la actividad económica. Sin negar que las actuaciones públicas intempestivas hayan incrementado la fragilidad financiera exacerbando el riesgo moral en los comportamientos privados, podemos subrayar que este tipo de imperfecciones está lejos de explicar el conjunto de estos fenómenos, por el contrario son las características del crédito y los comportamientos de los mercados sumidos en un contexto de incertidumbre los que dan lugar al nacimiento de dinámicas financieras desequilibradas y a la aparición del riesgo sistémico. Por tanto no sirve de nada y es

peligroso creer que la promulgación de reglas adicionales será suficiente para evitar nuevas crisis financieras globales. Se debe poner en marcha un dispositivo internacional de gestión de crisis que permita llevar a cabo de manera discrecional las actuaciones apropiadas en cada caso. (Aglietta & Moatti, 2002, pág. 205).

3.3.3 Algunos lineamientos para la mejora en la gestión del plan de rescate

Es evidente que en la gestión de la crisis de 2008 existieron muchas fallas, para esto se proponen algunos lineamientos que pueden ofrecer una guía en torno a un plan de rescate. Stiglitz ante las críticas de la gestión de la crisis de 2008, propone un programa de estímulo estructurado en siete principios:

1. *Debería ser rápido*. El retraso del presidente Bush resultó muy costoso. Las políticas económicas requieren meses para ser plenamente efectivas. Por consiguiente es imprescindible inyectar dinero en la economía rápidamente.

2. *Debería ser eficaz*. La eficacia significa un gran impacto por cada dólar: cada dólar que se gastara debería dar lugar a un gran aumento en el empleo y en la producción. La cantidad en la que se ve aumentada la renta nacional por cada dólar gastado se denomina multiplicador: en el análisis keynesiano estándar, un dólar de gasto público da lugar a más de un dólar de aumento en la producción nacional. Si el gobierno gasta dinero en un proyecto de construcción, a continuación los trabajadores gastan su paga en comprar cosas, y a su vez otras personas gastan su dinero. Cada etapa en la cadena aumenta la renta nacional, lo que hace que el incremento en la renta nacional sea mucho mayor que la cantidad inicial gastada por el gobierno.

3. *Debería afrontar los problemas del país a largo plazo*. Un ahorro nacional bajo, unos enormes déficits comerciales, problemas financieros a largo plazo para la Seguridad Social y otros programas para la tercera edad, unas infraestructuras deterioradas, y el calentamiento global enturbian las perspectivas del país a largo plazo. Un estímulo eficaz debería tener estos factores como objetivo, o como mínimo, no empeorarlos.

4. *Debería centrarse en la inversión*. Un paquete de estímulo aumenta inevitablemente el déficit de un país, pero la deuda de un país solo mide un lado del balance: lo que debe. Los activos son igual de importantes. Si el dinero de estímulo se invierte en activos que aumentan la productividad a largo plazo, el país estará en mejores condiciones a *largo plazo* como consecuencia del estímulo –incluso aumentando la producción y el empleo a corto plazo–.

5. *Debería ser justo*. A los estadounidenses de clase media les ha ido mucho peor en los últimos años en comparación con las clases altas. Cualquier estímulo debería diseñarse teniendo esto presente. La equidad significa que las bajadas de impuestos del tipo que Bush aprobó en 2001 y 2003 –que en su mayoría beneficiaba a los ricos– deberían quedar excluidas.

6. *Debería afrontar las exigencias a corto plazo creadas por la crisis*. En una recesión, los estados a menudo se quedan sin dinero, y tienen que empezar a eliminar empleos. Los

parados se quedan sin seguro de atención médica. La gente que tiene dificultades para conseguir pagar la hipoteca podría hundirse si pierde su trabajo o si alguien de su familia se pone enfermo. Un estímulo bien diseñado debería abordar tantas de estas cuestiones como sea posible.

7. *El estímulo debería destinarse a las áreas de destrucción de empleo*. Si es probable que la destrucción de empleo sea permanente, el estímulo debería dirigirse a formar a los trabajadores con la cualificación que necesitaran para su futuro empleo. (Stiglitz, 2010, págs. 95-96).

Desde el punto de la gestión, las crisis financieras tienen una serie de características comunes que incluyen la combinación de condiciones externas adversas y las malas prácticas de gestión de riesgos. Sin embargo, cada crisis resulta única en el sentido de que sus causas inmediatas, las características de las instituciones que participan y el potencial de propagación, entre otros, son diferentes. Por estos motivos aún no se ha desarrollado una teoría que defina las características de una adecuada gestión de las crisis financieras, pero si se han encontrado estrategias de acción en común en dicha gestión. Sin embargo estas estrategias como ya se mostro para el caso del 2008 no tienen un efecto significativo en la dinámica de las crisis a largo plazo, por eso se insiste en este trabajo que la gestión de la crisis ha estado caracterizada por pequeños ajustes marginales a la estructura del sistema vigente.

El objetivo de este trabajo no consiste precisamente en trazar un plan de gestión de crisis, se trata de mostrar algunas características que han funcionado como una guía y que a su vez deben estar en constante y profunda revisión. Ante la crisis de 2008, y en general en una crisis financiera, a continuación se define ciertos lineamientos que permitirían trazar el curso de una adecuada gestión para el grupo gestor que se encuentre a cargo. En esta cuestión debe existir un principio general y es que las instituciones privadas deben participar tanto como puedan en la prevención de la crisis, al igual que los organismos de control y regulación financiera deben estar atentos a algunas señales, que como ya se ha desarrollado a lo largo de la historia, son indicadoras de crisis venideras. Si lo anterior falla entonces se entraría en un proceso de gestión de crisis.

La cuestión que se plantea, para sacar partido de la experiencia acumulada de las crisis que han acontecido en la historia, es concebir las actuaciones colectivas viables entre los bancos centrales, los gobiernos, las instituciones internacionales para mejorar el dispositivo internacional de gestión de crisis. (Aglietta & Moatti, 2002, pág. 213).

Tras el desarrollo dado en la gestión de crisis financieras se hacen aclaraciones sobre una primera fase de realizar planes que incluyan la prevención de las crisis, si aun así se desarrolla la crisis entonces se entra en la fase de gestión de la crisis. El dispositivo operativo de gestión de crisis deberá corresponderse con el esquema pragmático de una red de cooperación contingente, de geometría variable según las situaciones a las que se enfrente. (Aglietta & Moatti, 2002, pág. 221).

3.3.4 Un esquema de estructuración de la gestión de crisis

La gestión de las crisis se puede categorizar como se describe a continuación, sin olvidar que está sujeta a cambios según cada crisis en particular: “una vez que la prevención de crisis ha fracasado

y una institución financiera se mete en problemas, se deben determinar con la mayor claridad como sea posible las características precisas de estos problemas y sus posibles efectos. La información es necesaria y debe ser intercambiada entre las autoridades. La coordinación es necesaria y las acciones de política deben ser aprobadas" (EFC, 2001, pág. 11). En la práctica, por supuesto, estas etapas pueden superponerse, particularmente en una crisis rápidamente disuelva.

Ahora bien, en cuanto a la *prevención* de la crisis que es una prioridad en todo el sistema, deben estar atentas tanto las instituciones privadas como las autoridades públicas. Las instituciones privadas tienen que evitar riesgos excesivos, pérdidas financieras u otras dificultades, además deben tener una gestión competente y fiable, mantener un capital adecuado, mantener la liquidez y tener un sistema efectivo de controles internos y gestión de riesgos. Sus sistemas de gestión de la información, que debe implicar procedimientos de contingencia, también son esenciales para la prevención de crisis. Sin embargo se hace necesario aclarar que la realización de la autorregulación en los privados es muchas veces una utopía y debe existir la mano firme de los reguladores financieros ante la inoperancia de la mano invisible en los mercados de capitales.

La prevención de las crisis por las autoridades públicas, puede entenderse como una primera fase de la gestión de crisis y se basa tanto en medidas microprudenciales como en medidas macroprudenciales. En las medidas microprudenciales están la regulación y supervisión, éstas son herramientas que ayudan a fomentar la estabilidad financiera, y que permiten la detección temprana de posibles problemas en las instituciones financieras. Entre las posibles acciones preventivas se incluyen las restricciones al crecimiento de los activos, las llamadas de inyecciones de capital, las presiones para la reestructuración, las solicitudes para reducir el tamaño de algunas áreas de negocio, etc. Así mismo los esfuerzos de supervisión están dirigidos al desarrollo de una mayor atención a los riesgos dentro de una institución financiera. En cuanto a las medidas macroprudenciales que se encuentran a cargo de las instituciones multilaterales están, aumentar la transparencia y la disciplina de mercado, desarrollo e implementación de códigos y normas en materia fiscal y política monetaria. (EFC, 2001, pág. 12).

A pesar de estas medidas preventivas, las instituciones financieras pueden tener problemas. Se identifica entonces una segunda fase que corresponde a la *Identificación*. Los problemas pueden ser evidentes a partir de la información de control que regularmente debe tener la empresa, como el deterioro en la calidad de los activos, las pérdidas en el comercio o el agotamiento de los fondos propios, o de fuentes del banco central, como la política monetaria o transacciones en los mercados financieros, o la vigilancia de los sistemas de pago, al igual que la pérdida de confianza que se presente en el mercado.

Con el fin de identificar el problema con mayor precisión y evaluar la situación, la información es necesaria. Dado que la principal fuente de información es la propia empresa, su sistema de gestión de la información debe generar información suficientemente detallada de manera oportuna y confiable. Se pueden distinguir tres categorías de información para que los supervisores de las instituciones estén atentos. La primera categoría consiste en que la información que debe estar disponible para los supervisores. Un organigrama actualizado para verificar la estructura jurídica de la institución o del grupo que facilite la identificación de los afiliados que pueden poner a la entidad supervisada en riesgo. El balance de los últimos estados de resultados para comprender mejor el impacto potencial de exposición a los riesgos actuales. La información sobre la liquidez y el perfil de financiación, incluidos los vencimientos de los

acuerdos de financiación más importantes, que indican el tiempo que la entidad financiera puede soportar una situación de estrés financiero.

La segunda categoría es la información que puede no estar disponible cuando surgen problemas, pero que los supervisores y los bancos centrales puedan requerir en el curso de la crisis. Esto se refiere a las respuestas a la situación crítica de la propia institución financiera, el grupo o sus clientes. Una tercera categoría se refiere a la información que permite a las autoridades pertinentes evaluar el impacto de la situación de emergencia en otras instituciones y mercados financieros. Esos vínculos pueden amenazar la estabilidad financiera, sobre todo cuando la institución es de importancia sistémica Siempre surgen dudas sobre la transparencia de los procesos de identificación del problema dado que si la información-insumo de estos proviene de la lógica de la autorregulación, siempre está presente el fantasma del riesgo moral que puede enviar por la borda este esquema de gestión de crisis. Se insiste entonces nuevamente en el papel primordial del regulador y su poder sobre el supervisor de procesos de identificación. Adicionalmente una medida para reflexionar en el futuro puede estar vinculada a la búsqueda de políticas que disminuyan los niveles de financiarización en las firmas, así se puede tener un menor número de instrumentos financieros más fáciles de controlar y el manejo de la información será más claro y matizará el riesgo moral.

Una tercera fase es el *intercambio de información*. Es evidente que el impacto de una emergencia en una institución financiera con actividad internacional se extenderá más allá de la jurisdicción de un supervisor. Para ser eficaz, en la gestión de la crisis se exige la cooperación entre las autoridades competentes. En este contexto, se aplican algunos principios generales que en consenso internacional se han definido para la cooperación y el intercambio de información: 1) no debe haber obstáculos para la cooperación y el intercambio de información entre los supervisores, tanto en el mercado interno y a nivel transfronterizo, 2) la confidencialidad de la información compartida debe ser garantizada, y 3) los supervisores deberían tomar una actitud activa hacia la cooperación, tanto en el suministro como al solicitar ayuda e información. (EFC, 2001, pág. 14). Se puede plantear un cuestionamiento respecto a esta tercera fase, y es que el mundo financiero reposa sobre un espíritu individualista donde la maximización de ganancias no responde en lo más mínimo a una actitud cooperativa. Incluso mucha de la información privilegiada se maneja de manera discreta e individual para no afectar las perspectivas de rendimiento de determinados mercados. Surge entonces la pregunta ¿Se puede ser sensatamente cooperativo en el espectro de las finanzas donde reina el espíritu individualista? Probablemente la respuesta es negativa y un intercambio transparente y solidario de información en el escenario de las finanzas es una utopía.

La *coordinación* corresponde a una cuarta fase en esta gestión de la crisis. Cuando una crisis en una institución financiera es grave, existe la necesidad de coordinar distintas autoridades con el fin de evitar incoherencias en sus políticas de intervención. En este punto se insiste nuevamente en un mecanismo para evitar el riesgo moral y políticas de intervención que satisfagan los intereses de determinados actores financieros.

La coordinación efectiva de las medidas de control sólo puede tener lugar si el coordinador y los roles que puede jugar han sido identificados previamente. El coordinador deberá ser informado tan pronto como sea posible por los supervisores, una vez que éste se da cuenta de los acontecimientos adversos para el grupo financiero o considerar medidas de supervisión para hacer frente a estos. Esto permitirá que el coordinador pueda evaluar la evolución de la situación

y alertar a las autoridades de otros países a proporcionándoles la información pertinente. Sin embargo, el coordinador no asume las responsabilidades de las acciones que deben ser tomadas por las autoridades competentes para abordar la emergencia.

Cada autoridad (Ministerios de finanzas, Banco Central, Fondo de seguros de depósito, etc.) tiene distintas responsabilidades legales y debe desarrollar su propia lista, la identificación de los principales temas a tratar y las demás autoridades que deben ser informados en una crisis. Dependiendo de cómo se desarrolla la crisis y qué decisiones deben tomarse, cada autoridad contribuye de manera diferente y tiene una opinión diferente. En este contexto, el supervisor de la coordinación podría asumir un papel central en la convocatoria de las partes interesadas, actuar como punto central para la recopilación de información y de comunicación, también con el público, si es necesario. (EFC, 2001, pág. 18). Las acciones de los coordinadores no se pueden limitar simplemente a un papel de concentrador y asignador de información, tampoco pueden limitarse a las decisiones en medio de la crisis asumiendo unas responsabilidades que sean significativas en la toma de decisiones.

Una quinta y última fase corresponde a la *toma de decisiones*. Un tema que está estrechamente relacionado con la coordinación es la cuestión de la responsabilidad, y por lo tanto la iniciativa, la toma de decisiones con respecto a la gestión de crisis, especialmente entre los países. Cuando se identifica que una institución está en riesgo y puede afectar todo el sistema financiero, se tiene en cuenta el lugar de origen de esta institución. Si es una institución del mismo país, las decisiones se coordinarán entre las autoridades correspondientes, sin embargo, si la institución tiene un origen diferente, las autoridades del país de origen y destino deben cooperar, aunque sus intereses no necesariamente sean similares, las autoridades del país de origen debe consultar a las autoridades del país destino en el proceso de toma de decisiones. En otros casos, la cooperación multilateral puede ser necesaria a fin de ofrecer una respuesta coordinada. Sin embargo muchas veces la cooperación multilateral está condicionada y encadenada a intereses de alguna de las partes que interactúan en la gestión de la crisis. Muchas veces las medidas no son favorables para ambas partes y las consecuencias positivas de una medida para unos pueden ser negativas para otros. En la crisis de 2008 es claro: Las medidas fueron positivas para el sector financiero y el impacto sobre las realidades de los ciudadanos fue mínimo.

3.3.5 Medidas para afrontar la crisis

Para finalizar la tercera parte de este capítulo es necesario complementar una fase posterior que corresponde a las políticas adoptadas para afrontar la crisis, desde las instituciones privadas como de las autoridades públicas. Es importante aclarar que, si a pesar de los acuerdos de prevención, se produce una crisis en una institución financiera, una solución del sector privado debe prevalecer, siempre que sea posible. La implicación del sector privado se debe inscribir en el dispositivo de la gestión de las crisis, puesto que la imposibilidad de separar los problemas de liquidez y de solvencia hace del contagio un resorte esencial de las crisis financieras. (Aglietta & Moatti, 2002, pág. 214). Así entonces las soluciones desde las instituciones privadas están asociadas a un apoyo de liquidez del sector privado, la búsqueda de inversores estratégicos para la empresa con problemas, la venta de algunas de sus partes o la venta total, adquisiciones o fusiones. Cuando un acuerdo entre empresas privadas está prohibido por los conflictos de intereses, los poderes públicos pueden actuar como intermediarios de forma honesta, sin embargo, deben ser consientes del riesgo moral que sus acciones podrían implicar en el sistema. En la crisis de 2008 fue evidente que la voluntad de apoyo a las soluciones privadas

para la crisis por parte de los directivos de influyentes instituciones financieras fue nula. Tal vez estos altos ejecutivos en tiempos de crisis solo buscaban salvar a toda costa su institución financiera sin pensar que la solidaridad entre privados puede conducir de una manera más rápida y menos tormentosa a solventar la crisis, nuevamente entonces surge la duda sobre la cooperación transparente en las finanzas. Las soluciones del sector privado no suelen nacer de manera espontánea, por lo tanto se hace necesario buscar estrictos mecanismos de presión e incluso sancionatorios para evitar castigar a los ciudadanos que no tienen responsabilidad en los juegos financieros del siglo XXI.

En cuanto a la provisión de liquidez de emergencia, ya sea para una institución financiera individual o para el mercado en su conjunto, es importante aclarar que es un instrumento que casi siempre queda en manos del banco central. Como el apoyo a la liquidez se proporciona con el fin de estabilizar la situación, el banco central al hacerlo, debe mantenerse involucrado en las decisiones posteriores en el proceso de gestión de crisis. Además, cualquier banco central, puede asegurar sus préstamos con garantía aceptable y tener un margen adecuado para protegerse contra el riesgo del crédito. Estos requisitos de garantía también ayudan a limitar el riesgo moral. (EFC, 2001, pág. 22).

No obstante, cuando estas soluciones privadas son consideradas insuficientes o imposibles, por ejemplo si se decide optar por la liquidación de la entidad, pero ésta es importante en el sistema, las autoridades públicas decidirán si para gestionar la crisis utilizan varios instrumentos, aunque algunos pueden ser más difíciles de implementar entre países que en un contexto nacional. En cualquier caso, las autoridades públicas (supervisores, bancos centrales y ministerios de Hacienda por igual) decidirán la necesidad de imponer condiciones estrictas a cualquier intervención estatal.

Se han establecido entonces una serie de leyes aprobadas durante el siglo XX, encargadas de la salud del sistema financiero, el congreso federal ha provisto de una variedad de instrumentos de política para proveer de liquidez con el fin de ayudar a prevenir o contener una crisis financiera. Estas incluyen las operaciones de mercado abierto, el acceso a la ventanilla de descuento de la Reserva Federal, la Bolsa del Fondo de Estabilización, y los seguros de depósito (GAO, 1997, pág. 15). Otros instrumentos de cambio están asociados a la posibilidad de hacer un anuncio público que prevea la plena protección de los depositantes, con el fin de recuperar la confianza y por lo tanto la contención de una crisis. Un instrumento adicional podría ser que el gobierno decida recapitalizar o incluso nacionalizar la institución, con esta medida el gobierno tendrá más poder sobre la institución en problemas, ya que puede imponer condiciones relacionadas con las compras de los activos.

Desafortunadamente gran parte de estos instrumentos no tienen una voluntad de cambio estructural y son operaciones con lineamientos enfocados a pequeños ajustes marginales para mantener el sistema a flote pero sin cambiar la estructura económicamente dominante. Los instrumentos de nacionalización distan bastante de un poder a largo plazo del gobierno sobre las instituciones problemáticas y más bien se puede hablar de una *nacionalización temporal* donde las firmas están en poder del gobierno cortos periodos mientras se estabilizan y vuelven a los privados una vez han salido a flote. ¿Qué tipo de ética impera entonces en estos procesos? Desafortunadamente en este escenario el mercado no está castigando los malos movimientos de los agentes y la gestión de la crisis también es cómplice de las nuevas inestabilidades

En representación del público una medida adicional puede ser que el gobierno podría exigir una reestructuración de la institución en problemas, como el cierre o liquidación de partes no viables de la empresa. Una de las razones para hacerlo sería la de recuperar la rentabilidad de la institución. Del mismo modo, los accionistas deben ser obligados a soportar pérdidas de la empresa. Una vez superada la crisis, las autoridades pueden recurrir a la gestión de la empresa para dar cuenta de sus políticas y puede tomar acciones correctivas, si fuera necesario. Teniendo en cuenta su efecto disuasorio, estas medidas pueden ser consideradas como instrumentos para limitar el riesgo moral. (EFC, 2001, pág. 24).

Una decisión adicional puede ser la liquidación de la empresa, pero acogiéndose a la legitimidad del país. El negocio de la empresa será suspendido por la liquidación y las autoridades activarán los procedimientos según las leyes de insolvencia correspondientes, si dichas entidades privadas no lo han hecho.

En este proceso, se debe mantener la confidencialidad y tener en cuenta la necesidad de rapidez de acción en la gestión de crisis en vista de las implicaciones sistémicas que han guiado a las medidas adoptadas. Cabe resaltar que cada institución financiera es el principal responsable de su propia seguridad y solidez, debe actuar con prudencia y disponer de sistemas eficaces de gestión de riesgos. No obstante, si se producen pérdidas económicas, la institución, sus directivos y sus accionistas tienen que soportar las consecuencias en su totalidad, para que la responsabilidad sobre sí mismas adquiera una connotación fuerte.

Aunque se cuente con diversas estrategias de acción comunes que se practican dentro de la gestión de una crisis financiera, éstas no fueron lo suficientemente contundentes para mejorar la situación económica que en la actualidad ha tocado a gran parte del planeta. La crisis de 2008 es un gran ejemplo de cómo los lineamientos existentes para la gestión de la crisis fueron seguidos en su gran mayoría sin un éxito significativo en el mediano y largo plazo. En este sentido cabe la pena preguntarse qué tipo de organismos o instituciones pueden diseñar políticas realmente sistemáticas, tendientes a la neutralidad, donde se pueda minimizar o incluso eliminar los conflictos de interés. Conviene que estas políticas se den en un marco regulatorio fuerte y permanente, donde en principio el mismo sector financiero, debe aceptarlo y cumplirlo.

Es importante también limitar el crecimiento de las instituciones dentro del sector financiero en cuanto a fusiones se habla, ya que se pueden formar oligopolios privados que impiden una dinámica más equilibrada en el mercado. Porque no entonces hablar de medidas tendientes a una *desfinanciarización* de las firmas para un mejor control. Esto apunta a la desconcentración de entidades financieras, eliminación de instrumentos financieros y fondos de cobertura donde la función social es inexistente.

4. Conclusiones

Esta investigación sobre la gestión de la crisis logró develar varios aspectos que competen al sistema económico en general. Uno de ellos hace referencia a la inminente intervención del Estado en la estabilización del sistema ante los colapsos económicos descritos. Así entonces el libre mercado se ve acompañado siempre por políticas intervencionistas que salen a ocupar importantes compromisos en el lineamiento de las decisiones adoptadas y de las acciones ejecutadas. Desafortunadamente cuando los capitalistas financieros se encuentran en el limbo recuerdan al Estado que en tiempos de su rol regulador lo quieren lejos de sus movimientos.

En el análisis de la historia de las crisis económicas se puede afirmar que los planes de rescate siempre tenían dos protagonistas: las instituciones del sector económico y el gobierno. Aunque los responsables de tomar altos riesgos nunca fueron acusados, tampoco asumieron las responsabilidades, en cambio se les otorgan mayores beneficios y se camuflan entre los cargos del gobierno y los altos cargos de las instituciones financieras.

Ante la crisis de 2008 en EE. UU. el fenómeno no cambió y tanto las causas como las consecuencias de este colapso, pueden estar adscritas tanto a unos cuantos individuos en concreto como a toda la dinámica del sistema en general. Siempre que se ven problemas tan persistentes y generalizados como los que han aquejado al sistema financiero estadounidense, sólo se puede llegar a una conclusión: los problemas son sistémicos. Es probable que las altas comisiones en Wall Street y las dinámicas de acumulación en este sector atraigan individuos con comportamientos éticos y morales poco adecuados, pero el mayor problema reposa en los defectos estructurales del sistema.

Sin embargo, esta crisis en particular ha sido el resultado de actos, decisiones y razonamientos de los responsables del sector financiero. El sistema que fracasó tan estrepitosamente no se materializó simplemente por sí solo. Fue creado. De hecho, muchos trabajaron muy duro, y gastaron mucho dinero, para asegurarse de que adoptara la forma que adoptó. Así entonces los encargados de la estructuración del sistema y su gestión, tanto como los que se beneficiaron de su entramado, deben ser considerados como directos responsables.

Uno de los aspectos más preocupantes de todo este fenómeno es el ego que sigue desempeñando un papel realmente central en la maquinaria de Wall Street. A pesar que esta crisis financiera destruyó carreras y reputaciones, también dejó a los supervivientes con una sensación de inmortalidad por haberse salvado de la catástrofe. Lo importante que devela esta investigación es que aunque una institución o el sistema en general, sea demasiado grande para quebrar, tiene tanto que ver con la gente que lo dirige, o la que regula, como con la política o leyes que se escriban.

Las políticas que realmente se aplicaron respondieron finalmente a los intereses del sector financiero, impulsadas por los agentes del gobierno que no podían negar sus vínculos con el sector financiero y el aprecio por conservar el sistema. Es importante tener en cuenta que la gestión de esta crisis presenta muchas de las fases que se plantean al finalizar el capítulo 3, pero las políticas adoptadas fueron diferentes para cada institución financiera, y lo que finalmente creó todo este desorden fue un altísimo riesgo moral que puso en duda muchas de las decisiones tomadas desde el gobierno para salvar el sistema o sólo unas cuantas instituciones financieras haciéndolas más poderosas.

Con este trabajo se logró dar un acercamiento a la importancia que representa la integración de la gestión de la crisis a la teoría formal de la economía, especialmente en lo que esta gestión representa actualmente para el sistema capitalista. Es decir, la gestión de la crisis hace parte de ese proceso de transformación y salida de la crisis, donde predominan los intereses particulares del grupo que está a cargo de la gestión. Para la crisis de 2008 fue claro el resultado con el reforzamiento de la hegemonía de las finanzas. Y aunque finalmente las estructuras se regulan, mediante estas crisis se crean las condiciones para los ajustes que son presentados por los gobiernos como grandes reformas, pero que en realidad son solo cambios marginales que permiten inmortalizar el sistema.

Las tensiones generadas por la mundialización financiera pueden encontrar una salida con fuertes dispositivos transnacionales para la gestión de crisis acompañados de una estricta supervisión. Estos mecanismos siempre afrontaran constantes riesgos morales y se darán bajo las tensiones de las fuerzas del mercado y las presiones de los poderes políticos globales. Este panorama no implica que no se puedan buscar acuerdos globales sino mas bien hace un llamado a las naciones a tener planes de prevención y actuación concertados, que refleje el interés común por dominar las crisis globales y su riesgo sistémico.

En la continuación de esta investigación se pueden estudiar los fenómenos actuales de la gestión de la crisis adoptada para la eurozona, sería pertinente hacer una comparación con la gestión de la crisis de 2008 y los actuales beneficiarios de los paquetes de rescate que se están otorgando desde los bancos centrales y las instituciones multilaterales. Las reformas que se planteen deben superar el alcance del sector financiero pero deben apuntar directamente a ese sector y ser muy estrictas con él.

Si la economía pudo mantenerse en un aparente equilibrio después de la segunda guerra mundial cuando las políticas de Keynes fueron ejecutadas, en la actualidad podría pensarse en retomar estas políticas con inversiones que generen efectos multiplicadores tal como lo planteaba Keynes y como nuevamente lo plantea Stiglitz, otras medidas pueden estar asociadas a mayores salarios, un papel del gobierno que retome el poder que ha sido robado por el sector financiero. Estas medidas podrían ser una nueva luz siempre y cuando el sector financiero esté dispuesto a cambiar su filosofía, controlar su ego y moderar su expectativa de ganancia ilimitada.

Bibliografía

Aglietta, M. (1987). *El fin de las divisas clave: ensayo sobre la moneda internacional.* México: Siglo XXI editores.

Aglietta, M., & Moatti, S. (2002). *El FMI. Del orden monetario a los desórdenes financieros.* Madrid: Ediciones Akal, S.A.

Askenazy, P., Coutrot, T., Orléan, A., & Sterdyniak, H. (2010). *Manifiesto de economistas aterrorizados: Crisis y deuda en Europa: 10 falsas evidencias, 22 medidas a debate para salir del impasse.* Recuperado el 2010, de http://dedona.wordpress.com/2010/09/22/manifiesto-de-economistas-aterrorizadoscrisis-y-deuda-en-europa-10-falsas-evidencias-22-medidas-a-debate-para-salir-del-impasse/

Brenner, R. (2009). Un análisis histórico-económico clásico de la actual crisis. En J. Estrada, *Crisis Capitalista, economía, política y movimiento.* Espacio critico Ediciones.

Charles, E. P. (1930). Credit Expansion, 1920 to 1929, and its Lessons. *The Quarterly Journal of Economics, Vol. 45,* , 94-130.

Claros, S., & Gredig, F. (2009). *La Pregunta de la Reina: Lecciones de la Primera Crisis Económica Mundial del Siglo XXI.* Santiago de Chile: Prentice Hall.

Colón, A., & Wampl, V. (1998-2011). *Quiebras.com*. Recuperado el Septiembre de 2011, de http://www.quiebras.com/pages/que_es_la_quiebra/itemid:7

Crotty, J. (1994). *Are Keynesian Uncertainty and Macrotheory Compatible? Conventional Decision Making, Institutional Structures, and Conditional Stability in Keynesian Macromodels.*

Crotty, J. (28 de Agosto de 2008). *Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'.* Recuperado el 24 de Febrero de 2011, de ScholarWorks@UMass Amherst: http://scholarworks.umass.edu/econ_workingpaper/16

Crotty, J., & Epstein, G. (2009). Crisis and regulation Avoiding another Meltdown. *Challenge* , 5-26.

Currie, e. L. (1934). The failure of monetary policy to prevent the depression of 1929-1932. *Journal of Political* , 162.

D´Arista, J. (2011). Reregulating and Restructuring the Financial System: Some Critical Provisions of the Dodd-Frank Act. *PERI: Working Series Papers. 272* .

Duménil, G., & Lévy, D. (2007). *Crisis y salida de la crisis. Orden y desorden neoliberales.* México: Fondo de Cultura Económica.

EFC, E. a. (2001). *Report on financial crisis management.* Recuperado el 2010, de http://europa.eu.int/economy_finance

El-Erian, M. A. (Junio de 2010). *International Monetary Fund*. Recuperado el 16 de Marzo de 2011, de http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2010/06/pdf/elerian.pdf

Elkhaldi, A. (2009). *Reflexions sur le management de la crise financiere dans les pays emergents: cas de la tunisie.* Recuperado el 2010, de http://asectu.org/userfiles/11 Elkhaldi Inoubli.pdf

Epstein, G. (2005). *Financialization and the Global Economy .En Financialization and the World Economy.* Disponible en: http://www.umass.edu/peri.

Epstein, G., & Carrick-Hagenbarth, J. (18 de Noviembre de 2010). *Financial Economists, Financial Interests and Dark Corners of the Meltdown: It's Time to set Ethical Standards for the Economics Profession.* Recuperado el 4 de Febrero de 2011, de Political Economy Research Institute (PERI): http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_201-250/WP239_revised.pdf

Estrada, J. (2009). El significado de las crisis. En J. Estrada, *Crisis Capitalista, economía, política y movimiento.* Espacio crítico Ediciones.

Farmer, J. D., & Foley, D. (2009). The economy needs agent-based modelling. *Nature* , 685-686.

Fleury, S. (2002). El desafío de la gestión de las redes políticas. *Revista Instituciones y Desarrollo No. 13-13* , 221-247.

GAO, U. S. (1997). *Financial crisis management, four financial crises in the 1980s.* Recuperado el 2010, de http://www.gao.gov/archive/1997/gg97096.pdf.

Giraldo, C. (2007). *¿Protección o desprotección social?* Bogotá: Ediciones Desde Abajo.

Giron, A. (2005). *Crisis Financieras.* Recuperado el 2010, de http://www.eumed.net/libros/2005/agg/

Griffith-Jones, S., Ocampo, J. A., & Stiglitz, J. (2010). *Time for a Visible Hand. Lessons from the 2008 World Financial Crisis. The Initiative for Policy Dialogue (IPD). .* Oxford University Press.

Harvey, D. (2009). *The Crisis and the Consolidation of Class Power. Is This Really the End of Neoliberalism? Transcribed by Kate Ferguson. Edited by Mary Livingstone.* Recuperado el 2010, de http://tomweston.net/EndNeoLib.pdf

Hobsbawn, E. (2007). *Historia del siglo XX.* Barcelona: Critica.

Johnson, S. (2009). The Quiet Coup. *The Atlantic Magazine, Mayo de 2009 Disponible en :http://www.theatlantic.com/magazine/archive/2009/05/the-quiet-coup/7364/3/* .

Krippner, G. (2005). The financialization of the American economy. *Socio-Economic Review* , 173-208.

Krugman, P. (2009). *De vuelta a la economía de la Gran Depresión y la crisis del 2008.* Bogotá: Grupo Editorial Norma. .

López de Prado, M. M., & Rodrigo Illera, C. (2004). *Invertir en Hedge Funds: análisis de su estructura, estrategias y eficiencia.* Madrid: Díaz de Santos.

Marichal, C. (2010). *Nueva historia de las crisis financieras. Una perspectiva global, 1873-2008.* Buenos Aires: DEBATE.

Orléan, A. (2009). *De l'euphorie à la panique : penser la crise financière.* Paris: Rue d'Ulm .

Sala-i-Martin, X. (30 de Abril de 2008). *elcato.org*. Recuperado el 16 de Marzo de 2011, de http://www.elcato.org/fondos-soberanos-no-les-queda-otro-remedio

Salama, P. (1996). *La Financiarisation excluante: les leçons des économies latinoaméricaines" en Chesnais, F. La Mondialisation financière.* Paris: Syro.

Senghor, A. (2009). *Crisis Pop. Auge y caída del delirio financiero.* Recuperado el 16 de FEBRERO de 2011, de LADINAMO: http://www.ladinamo.org/ldnm/articulo.php?numero=30&id=764

Shiller, R. (2008). *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened and What to do About It.* Princeton: Princeton University Press.

Silber, W. L. (2007). *The Great Financial Crisis of 1914: What Can We Learn from .* American Economic Review 97 (May): 285-289.

Sorkin, A. R. (2010). *Malas noticias. Los secretos y escándalos de la crisis financiera más dramática de Wall Street.* Barcelona: Editorial Planeta S. A.

Stiglitz, J. (2010). *Caída Libre. El libre mercado y el hundimiento de la economía mundial.* Bogotá: Taurus.

Stiglitz, J. (2007). *El malestar en la globalización.* Madrid: Santillana Ediciones Generales. .

Weitzner, D., & Darroch, J. (2009). Why moral failures precede financial crisis. *Critical perspectives on international business, Vol 5* , 6-13.