

Extrait du El Correo

<http://elcorreo.eu.org/Claves-de-la-crisis-mas-profunda-de-Wall-Street>

Claves de la crisis más profunda de Wall Street

- Empire et Résistance - « Gringoland » (USA) -

Date de mise en ligne : mercredi 15 janvier 2003

Copyright © El Correo - Tous droits réservés

Soberbia nota, precisa, transparente, que permite comprender la profundidad de la crisis del capitalismo de Wall Street. Creemos que es imprescindible compartirla con nuestros lectores para que comprendan, además, por qué USA no saldrá de la crisis por el mero acontecimiento de bajar algunos impuestos o ir a la guerra en Irak.

Por Manuel Conthe (*)

15 de enero de 2003.

En 1958, siendo vicepresidente con Dwight Eisenhower, Richard Nixon, acompañado de una numerosa delegación, representó a los Estados Unidos en los actos de proclamación de la independencia de Ghana. Durante las celebraciones, que despertaron la curiosidad internacional, Nixon, deseoso de pulsar la opinión local sobre la recién conseguida independencia, se dirigió a un grupo de periodistas de raza negra y les inquirió : **"Bueno, ¿qué tal se siente uno libre ?"** . A lo que los periodistas respondieron : **"No lo sabemos. Somos de Alabama"**.

La frase me ha venido con frecuencia a la cabeza, tras el escándalo Enron y los que le han seguido, cuando recordaba el esfuerzo que hicieron el Banco Mundial, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (Ocde) y, en general, los organismos internacionales tras la crisis del sureste asiático de 1997-1998 para mejorar la legislación financiera y el *"gobierno de las empresas"* (corporate governance)... **¡en los países en desarrollo !**

Se constató, entonces, en efecto, que buena parte de la crisis financiera sufrida por Tailandia, Corea del Sur e Indonesia obedecía a la ligereza con la que los bancos habían prestado a empresarios bien relacionados, cuyas compañías carecían de un sistema de contabilidad y gestión adecuados. Esa alegría en la concesión de préstamos, muchos de ellos en divisas a empresas sin capacidad exportadora, había alentado la euforia económica y la subida de los precios inmobiliarios, pero se tornó frágil cuando, a partir del verano septentrional de 1997, las monedas asiáticas cayeron bajo sospecha y se inició una crisis que, centrada inicialmente en el mercado de divisas, se extendió como un reguero de pólvora al conjunto de las economías afectadas.

Como el *"sospechoso habitual"* en tantas crisis financieras -a saber, el Estado y el déficit público- tenía una buena coartada -casi todos los países asiáticos mantenían un modesto nivel de gasto público y habían logrado superávit presupuestario-, la comunidad internacional hubo de concluir que esta vez la crisis hundía sus raíces en el sector privado, y obedecía a la suplantación de una genuina economía de mercado -como la de USA y otros países industrializados- por un desafortunado crony capitalism (capitalismo de amiguetes, en la afortunada traducción española).

Por eso, los países de la OCDE se aprestaron a aprobar en 1999 un código de buen gobierno de las empresas ; (1) la OCDE y el Banco Mundial acordaron usarlo como guía de las reformas precisas en los países emergentes ; y, en fin, el llamado Foro de Estabilidad Financiera (Financial Stability Forum) creado por los países miembros del G-7 incluyó ese código entre los estándares básicos precisos para el buen funcionamiento de los sistemas financieros nacionales.

Escándalos en Wall Street

En el otoño de 1998, la crisis en Nueva York de Long Term Credit Management (LTCM) -un hedge fund que,

apelando de forma masiva al endeudamiento, se dedicaba a un arbitraje teóricamente carente de riesgo- requirió que el presidente de la Reserva Federal (Fed), Alan Greenspan, se valiera de sus buenos oficios para coordinar el rescate del fondo por sus bancos acreedores y evitar que la liquidación en masa de sus activos provocara un desplome de sus cotizaciones.

Quedó ya evidente que, cualquiera que fuera el tamaño de la viga en los rasgados ojos asiáticos, había algo más que paja en los de los mercados financieros desarrollados. Pero el énfasis se puso entonces en el mejor control de los hedge funds, genuinos intermediarios financieros que no estaban sujetos a requisito alguno de información al mercado. También se orientó a la lucha contra los paraísos fiscales, en los que un régimen de secreto bancario y falta de cooperación con las autoridades de supervisión bancaria de los países industrializados permitía a los bancos internacionales proteger ciertas operaciones y riesgos de la mirada escrutadora de sus autoridades.

Con esas pequeñas salvedades, en los tiempos de euforia que todavía se vivían, USA y Wall Street eran el ejemplo a seguir por cuantos países aspiraran a tener un sólido mercado financiero.

Por eso, las irregularidades que afloraron en la compañía eléctrica Enron, poco después de los atentados del 11 de septiembre de 2001, tuvieron en el ámbito financiero un efecto psicológico equivalente al del ataque a las Torres Gemelas sobre el ciudadano estadounidense promedio : el enemigo no actuaba fuera (en el sureste asiático o en entidades operando sin supervisión desde exóticos paraísos), sino que había penetrado en el sancta sanctorum del mercado de valores estadounidense, hasta el punto de que alguno de los culpables -entre ellos, el presidente de Enron, Kenneth Lay- eran cronies del propio presidente de USA.

Es complejo el mosaico de escándalos, irregularidades y conflictos de intereses que, presentes desde hace años en los mercados de valores americanos, salió a la luz en el otoño septentrional de 2001, a medida que los medios de comunicación y la opinión pública seguían la pista de Enron y empezaban a escrutar casos similares. Sin ánimo de exhaustividad, algunas de las irregularidades descubiertas más llamativas pueden resumirse como sigue.

De empresas y sus directivos :

** Utilización abusiva de sociedades instrumentales (special vehicle entities o SPE) para enmascarar deudas de la matriz.

** Enmascaramiento de gastos corrientes -computables como gasto del ejercicio- como inversiones -sujetas a amortización plurianual-.

** Cómputo de ingresos y beneficios ficticios, mediante ardidés como el uso de modelos matemáticos sesgados para valorar transacciones con flujos plurianuales ; acuerdos de intercambio ficticio de bienes o servicios (swaps) con otras empresas ; ventas ficticias a distribuidores, muy por encima de sus necesidades de aprovisionamiento (channel stuffing) o cómputo como ingreso inmediato de sobrecostes no aceptados por el cliente.

** Difusión temprana de optimistas resultados contables no oficiales (resultados proforma), ocultando las pérdidas derivadas de aplicar las reglas oficiales de contabilidad.

** Venta de opciones (stock options) y de acciones de la empresa por sus ejecutivos con información privilegiada, antes de que se hagan públicas noticias adversas.

** Otorgamiento de cuantiosos préstamos a altos directivos para la compra de acciones, para venderlas más

adelante -como reembolso del préstamo corporativo- sin revelarlo al mercado.

De compañías auditoras :

- ** Connivencia con prácticas contables irregulares de las empresas auditadas, para no perder sustanciosos contratos de consultoría.
- ** Contratación de auditores como altos ejecutivos de las empresas auditadas, con merma de su objetividad.
- ** Destrucción de documentos de trabajo relativos a auditorías objeto de investigación por las autoridades supervisoras.

De bancos de inversión y entidades financieras :

- ** Otorgamiento de préstamos financieros enmascarados como compraventas a plazo sobre mercancías, en connivencia con las empresas prestatarias.
- ** Publicación de informes engañosos sobre empresas cotizadas -contrarios a la opinión profesional de los analistas- para conseguir mandatos o facilitar la colocación de operaciones en curso.
- ** Remuneración de analistas en función del negocio conseguido de las empresas analizadas.
- ** Despido de analistas de criterio independiente.
- ** En salidas de empresas a Bolsa (Initial Public Offerings, IPO), fijación de precios de salida bajos, con gran potencial de revalorización, y asignación de acciones a directivos de potenciales empresas clientes.

Ley de la inestabilidad financiera

A pesar de su gravedad, contempladas en perspectiva histórica, esas irregularidades financieras tienen poco de extraordinario. Su aparición resulta congruente con una ley que enunció hace años un economista estadounidense, Hyman Minsky, quien estudió la relación entre el ciclo económico y la estabilidad del sistema financiero, tratando de integrar la concepción macroeconómica de John Maynard Keynes con la del ciclo económico de Joseph A. Schumpeter.

La conclusión a la que llegó se conoce como la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera. De acuerdo con esa doctrina, la bonanza económica prolongada tiene un peligroso efecto sobre los mercados financieros : el recuerdo de anteriores crisis tiende a difuminarse y los agentes económicos, optimistas, se embarcan en ambiciosos procesos de inversión, financiados a crédito ; el crecimiento de los beneficios y el aumento del empleo espolean las cotizaciones bursátiles y el valor de los inmuebles, lo que facilita el acceso al crédito a quienes pueden ofrecer en garantía tales activos ; y, en fin, la morosidad bancaria disminuye, lo que mueve a las entidades financieras a aumentar su volumen de crédito y financiar proyectos de menor solidez.

"La estabilidad resulta desestabilizante", escribía Minsky : la prosperidad engendra debilidades -sobreevaluación de activos y garantías, exceso de endeudamiento...- que, larvadas durante años, se manifestarán cuando el crecimiento

económico se resienta.

Así, tan pronto mengüen los beneficios empresariales o se tema que la autoridad monetaria eleve los tipos de interés para luchar contra la inflación, las cotizaciones bursátiles se desinflarán y las entidades financieras, viendo el súbito deterioro de su cartera de préstamos, endurecerán drásticamente su política de crédito y se negarán a renovar algunos. Ese súbito recorte del crédito dará al traste con muchos deudores y la crisis de éstos exacerbará un sentimiento difuso de pesimismo y pérdida de confianza que retraerá aún más la inversión y el consumo.

Al formular su hipótesis de la inestabilidad financiera y argumentar que una crisis es tanto más probable cuanto mayor sea el tiempo transcurrido desde la precedente, Minsky se referiría primordialmente a sus componentes económico-financieros.

Pero su análisis es también aplicable a los cánones de conducta y a las prácticas contables : un largo periodo de prosperidad y el progresivo olvido de anteriores crisis va alentando un clima permisivo, una "codicia infecciosa" -por utilizar la expresión acuñada por Greenspan-, unas expectativas de crecimiento ilimitado y una minusvaloración de riesgos que crean el clima propicio para fraudes que, larvados durante años, salen a la luz apenas iniciado el periodo de declive.

Como señaló Charles Kindleberger en su célebre repaso histórico de las euforias y crisis financieras, la aparición de fraudes (swindles) es un elemento típico que acompaña la fase ascendente de las euforias financieras. (2)

No es casual que la legislación bursátil estadounidense -hasta hace poco, ejemplo de rigor- fuera aprobada a principios de los años '30, durante el primer mandato de Franklin D. Roosevelt, como reacción a los excesos que, gestados durante la euforia bursátil de los "locos años '20" (roaring twenties), llegaron a su fin durante la crisis de 1929.

Presiones políticas sobre la SEC

Como señaló John Kenneth Galbraith en su análisis de aquella crisis, (3) las agencias supervisoras creadas a consecuencia de las mismas -la Securities and Exchange Commission, SEC, en USA- suelen pasar por un ciclo histórico : en un primer momento, tienen el celo propio de los neófitos ; atraviesan luego una fase de madurez y equilibrio, en la que la experiencia va templando su inicial exceso de celo ; y terminan siendo capturadas por las empresas supervisadas, transformándose en apéndice de éstas.

El proceso que Galbraith describió hace años se ha visto exacerbado en USA por una corruptela política agudizada en las últimas décadas : la creciente dependencia de los políticos americanos de las contribuciones financieras de las grandes empresas.

Gracias a esas contribuciones, las compañías auditoras, los bancos de inversión, Enron y muchas otras empresas similares se sirvieron de dóciles senadores y congresistas como poderosos arietes para minar la independencia de la SEC.

Quien dirigió esa institución entre 1993 y 2001, Arthur Levitt, ha relatado minuciosamente esas presiones en unas recientes memorias, (4) cuyo apéndice (Power Games) contiene un ilustrativo ramillete de las cartas intimidatorias que, preparadas por compañías descontentas con iniciativas de la SEC, recibió de senadores y congresistas durante el ejercicio de su cargo.

Levitt relata, por ejemplo, cómo al final de su mandato, cuando, para garantizar el rigor de las auditorías y evitar conflictos de intereses, intentó prohibir que una empresa auditora pudiera prestar servicios de consultoría a las empresas auditadas, tuvo que contentarse con obligar a que el importe de esos servicios fuera público (como era previsible, los posteriores datos revelaron que muchas auditoras facturaban más a sus clientes por trabajos de consultoría que de auditoría, lo que ponía en entredicho la independencia de éstos).

Una de las vías más frecuentes de presión contra la SEC era la amenaza de recortarle el presupuesto -sujeto a la aprobación del Congreso-.

Levitt hizo denodados esfuerzos por mantener la independencia de la SEC. A su juicio, "uno de los medios de alterar la relación de fuerzas interés público-intereses empresariales es que los medios de comunicación entiendan un asunto y escriban sobre él". (5)

Por desgracia, la victoria de George W. Bush en las presidenciales de noviembre de 2000 dio a la zorra las llaves del gallinero bursátil : no en balde las primeras intervenciones públicas del nuevo presidente de la SEC, Harvey Pitt -un abogado vinculado a las compañías auditoras- fueron para asegurarles a éstas que su actitud hacia ellas sería mucho más amigable que la de su predecesor.

Los posteriores escándalos y la llamativa torpeza de Pitt en el desempeño de su cargo le obligarían a dimitir en noviembre de 2002, tras haber contribuido al descrédito de la institución y a la desmoralización de sus profesionales.

La pasividad y falta de credibilidad de la SEC durante la etapa Pitt fue compensada sobradamente por la vigorosa actuación del fiscal de Nueva York, Elliot Spitzer, contra los conflictos de interés de los bancos de inversión.

La actuación Spitzer se ha centrado primordialmente en la maliciosa manipulación de los trabajos de investigación y análisis de empresas. Con el fin de lograr un acuerdo extrajudicial que ponga término a las actuaciones penales, las instituciones de Wall Street negocian en la actualidad con el fiscal un "acuerdo global" que, además de resarcir a los inversores por deslices pasados, garantice de ahora en adelante la integridad e independencia profesional de los análisis bursátiles.

Como reacción política a los escándalos que siguieron a Enron, el Congreso aprobó en julio de 2002 la ley Sarbanes-Oxley, a tenor de la cual :

** Se obliga a los directivos a certificar la exactitud de las cuentas de la empresa, se refuerzan las funciones de los comités de auditoría y se agravan las sanciones en caso de falsedad.

** Se limita la prestación de servicios de consultoría por las empresas auditoras, se obliga a la rotación de auditores cada cinco años, se limita la contratación de auditores por las empresas auditadas y se crea un comité público de supervisión de las compañías auditoras.

Incentivos perversos

Se ha asegurado, con razón, que buena parte de las irregularidades contables recientes guardan relación causal con la gran difusión del sistema de compensación a los directivos mediante stock options.

Dichas opciones dan derecho a adquirir las acciones a un precio preestablecido (precio de ejercicio o strike price),

de forma que, si las acciones suben en el mercado, la opción proporcionará a su titular una plusvalía.

De esa manera, dicen los defensores de este instrumento de remuneración, los directivos se esforzarán en que las acciones suban, lo que alineará sus objetivos con los de los accionistas y permitirá superar el clásico "problema de agencia" que surge cuando quien dirige una empresa no es su propietario.

A pesar de esas teóricas ventajas, la inherente asimetría de las opciones -generan ganancias si la acción sube, pero no entrañan pérdidas si la empresa quiebra-, así como la posibilidad de que los directivos las vendan tan pronto les esté permitido, contraponen los intereses de los directivos -que empiezan a estar dominados por consideraciones a corto plazo- con los de los accionistas más estables. El estrecho nexo entre la compensación de los directivos y la evolución a corto plazo de la cotización bursátil de las acciones agudiza la tentación de manipularla.

El uso de stock options creció como la espuma gracias a su ventajoso régimen contable : al concederlas, las empresas no tenían que computar gasto alguno y, más adelante, si las acciones subían y el ejecutivo ejercía las opciones, las empresas podían considerar gasto deducible la diferencia entre el precio de ejercicio (el precio de suscripción de las nuevas acciones) y la cotización de mercado en ese momento.

En 1993, el Federal Accounting Standards Board (Fasb), el comité profesional encargado de elaborar las reglas contables aplicables a las empresas americanas, propuso que la concesión de stock options se considerara un gasto (expensing). Pero la iniciativa se topó, sin embargo, con la frontal oposición de las empresas de nuevas tecnologías, que usaban con profusión esa técnica para atraer a empleados con ambición.

Una intensa campaña de presión les granjeó el apoyo de influyentes políticos de ambos partidos -incluido el senador demócrata John Lieberman, luego candidato a la vicepresidencia con Al Gore-.

Ante la virulencia de esa campaña, el mismo Levitt sugirió al Fasb que cediera y dejara el expensing a la discreción de las compañías. "Fue mi más grave error durante mis años de servicio", concluye Levitt. (6)

También aquí las cosas podrían cambiar en el futuro, pues el International Accounting Standards Board (Iasb), con sede en Londres, recomendó el pasado noviembre el expensing de las opciones y, en congruencia con el proceso de convergencia entre las reglas del Fasb y del Iasb, el actual presidente del Fasb americano, Robert Hertz, expresó un tímido apoyo al nuevo criterio. El asunto, no obstante, sigue siendo controvertido en USA : hasta el propio Bush, en una intervención poco frecuente en un inquilino de la Casa Blanca, terció hace meses en la polémica y se manifestó abiertamente en contra del expensing.

Vigilantes privados

Aunque los fraudes e irregularidades saltan normalmente a primera página una vez que los mercados financieros han entrado en crisis, muchos de ellos suelen ser conocidos de tiempo atrás. ¿Cómo explicar ese retraso ? ¿Se debe acaso criticar la pasividad de los inversores, condescendientes durante mucho tiempo con prácticas que, años después, tildarán de moralmente execrables ? ¿Es acaso el absentismo de los capitalistas el que propicia tales fraudes financieros, como han señalado Robert Monks y Allen Sykes, dos destacados críticos del capitalismo anglosajón ? (7)

A mi juicio, la dispersión de los inversores y el carácter líquido de los valores -la facilidad para venderlos sin sufrir una penalización financiera- justifica el absentismo de los inversores individuales, salvo cuando poseen un paquete significativo de acciones o de control. Las razones son dos :

** Facilidad de venta. El inversor individual atribuye escaso valor a los derechos políticos inherentes a las acciones : si está descontento con un valor, tiene siempre la alternativa de venderlo y "votar con los pies". En Exit, Voice and Loyalty, el pensador estadounidense Albert Hirschman describió una situación similar, refiriéndose al deplorable servicio ofrecido por el servicio público en algunos países en desarrollo : se daba la paradoja de que, cuando los autobuses públicos coexistían con pequeños competidores privados, la ineficiencia del servicio público persistía durante más tiempo, pues la existencia de alternativas aliviaba la presión política por el mal servicio de los autobuses públicos e impedía que se alzaran voces críticas que impulsaran su reforma. Quien puede irse (exit), rara vez pierde el tiempo y deja constancia pública de sus críticas (voice).

** Falta de influencia individual. Considerado individualmente, el inversor se enfrenta a una situación similar a la que, refiriéndose al votante individual, los teóricos de la escuela de la Public Choice (entre ellos, Gordon Tullock y James Buchanan) han llamado la "paradoja del voto" : ¿es acaso racional votar en unas elecciones, visto que un voto individual no podrá cambiar el resultado global ? Y si es dudoso que sea racional, ¿cómo esperar que el votante dedique tiempo a informarse, para ejercer el sufragio con conocimiento de causa ?

Desde esa perspectiva, la abstención y el desinterés por la política es la actitud más racional de quien sabe que su voto será una gota en un océano. Por parecido motivo, el inversor individual que no posea un paquete de acciones significativo tendrá escaso incentivo para seguir con detenimiento a las empresas, máxime si es cierto que los mercados de valores son eficientes y que, por consiguiente, las cotizaciones reflejan toda la información disponible sobre ellos.

Que el inversor individual tienda a ser pasivo no excluye que haya otras instituciones privadas que puedan actuar como "vigilantes del mercado" y controlar las eventuales irregularidades cometidas por empresas cotizadas. Esas instituciones privadas son esencialmente tres : los grandes inversores institucionales, que gestionan paquetes significativos ; la agencias de calificación (rating) ; y aquellos inversores que especulan a la baja contra los valores (shortsellers), se lucran cuando su cotización desciende y, en consecuencia, tienen interés en dar a conocer al mercado las irregularidades que detectan en una empresa. Todas ellas pueden desempeñar un papel vital en mantener a raya a las empresas cotizadas y oponerse o dar la voz de alerta ante irregularidades en ciernes.

Reconozcamos, sin embargo, que su actuación está sujeta a limitaciones. En especial, en el caso de los shortsellers, una estrategia bajista acertada -por ejemplo, apostar contra una empresa que está maquillando sus resultados- no sólo tendrá un efecto estabilizador sobre el mercado -acercando la cotización a su "valor fundamental"- sino que, como señaló Milton Friedman hace décadas, reportará beneficios (el especulador empezará vendiendo caro y terminará comprando barato).

Por desgracia, la experiencia muestra que en el mundo real no hay suficientes shortsellers con capacidad de resistencia : como sostienen Richard Thaler y Nicholas Barberis, las estrategias bajistas a veces necesitan tiempo para dar fruto -la acción sobrevalorada puede tardar en bajar, e incluso apreciarse antes de caer- y con frecuencia quienes financian a estos especuladores se cansan y fuerzan a una prematura liquidación de las posiciones bajistas. (8)

Conclusión

La serie de escándalos que se inició en otoño de 2001 con el caso Enron sacó a USA del engrimiento en que vivía y mostró que, tras años de dar lecciones a muchos países emergentes, también él tenía su propio *Alabama*. Por grandes que sean las diferencias entre el sólido entramado institucional del mercado de valores americano y el de otros países, también en el ámbito financiero *"hasta el mejor escribano echa un borrón"*.

Con todo, lo sucedido en el periodo 2001-02 no es el prelude de una crisis de nuevo cuño en el llamado capitalismo popular, sino la manifestación de un peligro latente que acecha en los mercados financieros, sobre todo tras una larga etapa de euforia.

En un conocido movimiento pendular coherente con la hipótesis de inestabilidad financiera, los escándalos han propiciado en USA y en otros países iniciativas legislativas y judiciales que limitarán el riesgo de que aparezcan otros nuevos.

En el caso americano, eso será especialmente cierto si la administración Bush no porfía en la miope defensa de estrechos intereses corporativos de la que hizo gala en su primer bienio (recortando el presupuesto de la SEC, nombrando como presidente a Pitt o manifestándose abiertamente, por boca del propio Bush, en contra de la contabilidad como gasto de las stock options).

Los escándalos recientes muestran que la autorregulación por los agentes privados (empresas, auditores, bancos de inversión...) tiene límites. El buen funcionamiento de los mercados requiere un sistema eficaz de contrapesos, en el que los inversores institucionales, las agencias de calificación y los especuladores bajistas actúen como vigilantes privados de las empresas cotizadas.

También precisa instituciones supervisoras públicas que, profesionalizadas, con un presupuesto y medios materiales suficientes, sujetas ciertamente al control de los poderes públicos, gocen, sin embargo, de un notable grado de autonomía y queden al socaire de presiones y chantajes políticos inconfesables.

El buen funcionamiento de los mercados y de sus instituciones precisa, en fin, unos medios de comunicación libres y no mediatizados, capaces de desvelar la conducta irregular de cualquier empresa o institución, pública o privada, por influyente que sea. Porque, a la postre, la luz y los taquígrafos siempre han sido el mejor antiséptico moral.

Notas :

1. Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades, OCDE, 1999.

2. Charles Kindleberger, Manias, panics and crashes. Nueva York : Basic Books, 2000. Una narración complementaria puede también encontrarse en Edward Chancellor, Devil take the hindmost. A history of financial speculation. Nueva York : Dutton Plume, 1999.

3. John Kenneth Galbraith, The great crash, 1929. Nueva York : Houghton Mifflin, 1997.

4. Arthur Levitt, Take on the street. What Wall Street and corporate America don't want you to know. Nueva York : Pantheon Books, 2002.

5. Levitt, op.cit. pág. 12.

6. Levitt, op. cit. pág. 11.

7. Robert Monks y Allen Sykes, Capitalism without owners will fail. Center for the Study of Financial Innovation, Londres : Central Book, 2002.

8. Richard Thaler y Nicholas Barberis, "A survey of behavioral finance", National Bureau of Economic Research,

Claves de la crisis más profunda de Wall Street

Working Paper 9222, Cambridge, Massachusetts, septiembre 2002.

Post-scriptum :

(*) **Manuel Conthe** es socio y director del Área Internacional de Analistas Financieros Internacionales, de Madrid, España.

Publicado en **Política Exterior**, Núm 23, Diciembre / Enero 2002/03.