

---

## INTRODUCCIÓN

**E**stamos inmersos en la peor crisis financiera desde 1930. En cierto sentido, se asemeja a otras crisis de los últimos veinticinco años, pero, sin embargo, hay una diferencia sustancial: la crisis actual marca el fin de una era de expansión crediticia basada en el dólar como moneda de reserva internacional. Las crisis periódicas formaban parte de procesos de auge y crisis; la crisis actual es la culminación de una extraordinaria expansión que ha durado más de veinticinco años.

Para comprender lo que está sucediendo necesitamos un nuevo paradigma. El paradigma existente, es decir, la creencia en que los mercados financieros tienden al equilibrio, es tanto falso como engañoso. Nuestros actuales problemas pueden atribuirse en gran parte al hecho de que el sistema financiero internacional ha evolucionado dentro de ese paradigma.

El nuevo paradigma que propongo no se limita a los mercados financieros. Busca la relación entre pensamiento y realidad, y reconoce que las falsas ideas e interpretaciones juegan un papel fundamental en la determinación del curso de la historia. Empecé a de-

sarrollar este marco conceptual cuando estudiaba en la London School of Economics antes de empezar a trabajar en los mercados financieros. Como he escrito en otra ocasión, estaba muy influido por la filosofía de Karl Popper, y eso me hizo cuestionarme los supuestos de la teoría de la competencia perfecta, en particular el supuesto de conocimiento perfecto. Me di cuenta de que los participantes en el mercado no pueden basar sus decisiones exclusivamente en su conocimiento, y de que sus percepciones sesgadas influyen no sólo en los precios de mercado, sino también en los fundamentos que esos precios supuestamente reflejan. Llegué a la conclusión de que el pensamiento de los participantes tiene una función dual. Por un lado, los participantes intentan entender su situación. Podríamos llamar a esto la función cognitiva. Por otro, los participantes intentan cambiar la situación. Podríamos llamar a esto la función participativa o manipulativa. Ambas funciones actúan en direcciones opuestas y, bajo ciertas circunstancias, pueden interferir una con otra. Llamo a esto reflexividad de la interferencia.

Cuando me convertí en participante en el mercado, usé ese marco conceptual en los mercados financieros. Eso me proporcionó una mejor comprensión de los procesos de auge y de crisis que inicialmente se autorreforzaban pero que finalmente se autodestruían, y utilicé ese descubrimiento como gestor de un *hedge fund* (un fondo de inversión libre). La teoría de la reflexividad la expuse en mi primer libro, *La alquimia de las finanzas*, publicado en 1987. El libro fue recibido con entusiasmo pero, en los círculos académicos,

la teoría de la reflexividad no se tomó en serio. Yo mismo albergaba serias dudas sobre si estaba diciendo algo nuevo e importante. Después de todo, estaba tratando uno de los más básicos y minuciosamente estudiados problemas de la filosofía, y pensé que todo lo que podía decirse sobre el tema probablemente ya había sido apuntado. Sin embargo, para mí, mi marco conceptual seguía siendo muy importante. Me servía de orientación tanto a la hora de hacer dinero como gestor de *hedge funds* como a la de gastarlo como filántropo, y se convirtió en parte esencial de mi identidad.

Cuando la crisis financiera estalló, me había retirado de la gestión activa de mi fondo, que previamente había cambiado de un *hedge fund* agresivo a un fondo de beneficencia más prudente. En cualquier caso, la crisis me forzó a volver a centrar mi atención en los mercados financieros, y me dediqué más activamente a tomar decisiones de inversión. Entonces, hacia finales de 2007, fue cuando decidí escribir un libro que analizara y explicara la situación actual. Tres consideraciones me impulsaban. Primero, para comprender mejor lo que estaba sucediendo, era necesario crear urgentemente un nuevo paradigma. Segundo, embarcarme en un estudio serio podría ayudarme en mis decisiones de inversión. Tercero, si proporcionaba un análisis oportuno de los mercados financieros, me aseguraría de que la teoría de la reflexividad mereciera, finalmente, una consideración seria. Es difícil que una teoría abstracta capte la atención general, pero la gente está muy interesada en los mercados financieros, especialmente cuando se sienten desorientados. Ya utilicé los mercados finan-

cieros como un laboratorio para probar la teoría de la reflexividad en *La alquimia de las finanzas*; la situación actual se presenta como una excelente oportunidad para demostrar su relevancia e importancia. De estas tres consideraciones, la tercera ha pesado más en mi decisión de publicar este libro.

El hecho de que tuviera más de un objetivo a la hora de escribirlo complica más el libro que si me centrara exclusivamente en la crisis financiera en desarrollo. Déjenme explicar brevemente cómo la teoría de la reflexividad se adapta a la crisis. En contra de lo que afirma la teoría económica clásica, que supone conocimiento perfecto, ni los participantes en el mercado ni las autoridades monetarias y fiscales pueden basar sus decisiones puramente en el conocimiento. Sus juicios y concepciones equivocadas afectan a los precios del mercado y, sobre todo, los precios de mercado afectan a los supuestos fundamentos que reflejan. Los precios de mercado no se desvían de un equilibrio teórico de manera aleatoria, como afirma el paradigma actual. Las perspectivas de los participantes y reguladores nunca se corresponden con la situación del momento; es decir, los mercados nunca alcanzan el equilibrio postulado por la teoría económica. Hay una conexión reflexiva de doble sentido entre la percepción y la realidad que puede dar lugar a procesos de auge y crisis que inicialmente se autorrefuerzan, pero que finalmente se autodestruyen, es decir, a burbujas. Cada burbuja consiste en una tendencia y en una falsa concepción que interactúan de manera reflexiva. Ha habido una burbuja en el mercado inmobiliario de Estados Unidos, pero la crisis actual no es meramente el estallido

de la burbuja inmobiliaria. Es la mayor de las crisis financieras periódicas que hemos experimentado últimamente. Todas estas crisis forman parte de lo que yo llamo una superburbuja, un proceso reflexivo de largo plazo que ha evolucionado a lo largo de los últimos veinticinco años, más o menos. Consiste en una tendencia actual, la expansión crediticia, y una concepción equivocada actual, el fundamentalismo de mercado (es decir, lo que en el siglo XIX se llamaba *laissez-faire*), que mantiene que debe darse rienda suelta a los mercados. Las crisis previas eran constataciones que reforzaban la tendencia y la falsa creencia prevalecientes. La crisis actual es un punto de inflexión en el que tanto la tendencia como la falsa creencia se han vuelto insostenibles.

Todo esto requiere una explicación mucho más exhaustiva. Tras establecer el marco en que nos movemos, dedico la primera parte de este libro a la teoría de la reflexividad, que va mucho más allá de los mercados financieros. Tal vez la gente interesada exclusivamente en la crisis actual encuentre esta parte más dura, pero aquellos que hagan el esfuerzo tendrán, espero, una recompensa. Éste es mi interés principal, la tarea a la que he dedicado toda mi vida. Los lectores de mis libros previos verán algunos pasajes repetidos porque las ideas que estoy planteando siguen siendo las mismas. En la segunda parte aclaro la situación actual, aprovechándome tanto del marco conceptual como de mi experiencia práctica como gestor de *hedge funds*.



---

## CREANDO EL MARCO

El estallido de la crisis financiera actual puede fijarse oficialmente en agosto de 2007. Entonces fue cuando los bancos centrales tuvieron que intervenir para proporcionar liquidez al sistema bancario. Como informó la BBC<sup>1</sup>:

- El 6 de agosto, American Home Mortgage, uno de los mayores proveedores independientes de préstamos para la vivienda en Estados Unidos, se declaró en quiebra tras despedir a la mayoría de su personal. La empresa dijo que era víctima del desplome del mercado inmobiliario de Estados Unidos, que había sorprendido a muchos prestamistas y prestatarios *subprime* (de alto riesgo).

- El 9 de agosto, los mercados de crédito a corto plazo se enfriaron después de que un gran banco francés, BNP Paribas, retirara tres de sus fondos de inversión por valor de 2.000 millones de euros tras alegar

---

<sup>1</sup> BBC News, «Timeline: Sub-Prime losses: How Did the Sub-Prime Crisis Unfold?» <http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/7096845.stm>

problemas en el sector de hipotecas *subprime* en Estados Unidos. BNP dijo que no podía valorar los activos de los fondos dado que el mercado había desaparecido. El Banco Central Europeo inyectó 95.000 millones de euros en el sistema bancario de la eurozona para aliviar la crisis del crédito *subprime*. La Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco de Japón tomaron medidas similares.

- El 10 de agosto, el Banco Central Europeo proporcionó un extra de 61.000 millones de euros de fondos para los bancos. La Reserva Federal de Estados Unidos dijo que proporcionaría tanto dinero al mercado interbancario de fondos como se necesitara para combatir la crisis crediticia.

- El 13 de agosto, el Banco Central Europeo inyectó 47.700 millones de euros en los mercados de dinero. Era la tercera inyección monetaria que hacía, tantas como días hábiles habían pasado. Los bancos centrales de Estados Unidos y Japón también ampliaron sus inyecciones anteriores. Goldman Sachs dijo que inyectaría 3.000 millones de dólares en un *hedge fund* afectado por la crisis crediticia para sostener su valor.

- El 16 de agosto, Contrywide Financial, la mayor fuente de hipotecas de Estados Unidos, redujo toda su línea de crédito en 11.500 millones de euros. El prestamista hipotecario australiano Rams también admitió que tenía problemas de liquidez.

- El 17 de agosto, la Reserva Federal de Estados Unidos recortó la tasa de descuento (el tipo de interés al que presta a los bancos) en medio punto porcentual para socorrer a los bancos en sus problemas crediticios. Pero eso no les ayudó. Como consecuencia, los

bancos centrales del mundo desarrollado acabaron inyectando fondos en mayor escala y para periodos más largos, y aceptando mayor gama de valores como garantía que nunca en la historia.

- El 13 de septiembre, se desveló que Northern Rock (el mayor banco hipotecario británico) estaba rozando la insolvencia (lo que disparó uno de esos pánicos bancarios que ya parecían superados: no habían sucedido en Gran Bretaña desde hace cien años).

La crisis se ha ido generando de forma lenta, y podía haberse anticipado hace varios años. Tiene su origen en el estallido de la burbuja de Internet a finales del 2000. La Fed respondió recortando el tipo de los fondos federales desde 6,5 por ciento a 3,5 por ciento en el espacio de tan sólo unos meses. Entonces, se produjo el ataque terrorista del 11 de septiembre de 2001. Para contrarrestar la desaceleración de la economía, la Fed siguió reduciendo los tipos —hasta un 1 por ciento en julio de 2003, la tasa más baja en medio siglo, tasa que se mantuvo un año entero—. Durante treinta y un meses consecutivos, el tipo de interés base de corto plazo deflactado era negativo.

El dinero barato produjo una burbuja inmobiliaria, una expansión de adquisiciones de empresas con financiamiento y otros excesos. Cuando el dinero es gratuito, el prestamista racional seguirá prestando hasta que ya no quede nadie a quien prestar. Los prestamistas hipotecarios relajaban sus criterios e inventaban nuevos modos de estimular a las empresas y, de paso, conseguir ingresos. Los bancos de inversión de Wall Street desarrollaban una variedad de nuevas técnicas, como

los fondos de pensión o los fondos de inversión mobiliaria, para trasladar el riesgo crediticio a los inversores, ávidos de rendimiento. También crearon vehículos de inversión estructurada (SIV en sus siglas en inglés) para sacar activos fuera de sus balances generales.

Desde 2000 hasta mediados de 2005, el valor de mercado de las viviendas construidas subió más del 50 por ciento y hubo un *boom* de nuevas construcciones. Merrill Lynch observaba que aproximadamente la mitad de todo el crecimiento del PNB estadounidense en la primera mitad de 2005 estaba relacionado con las viviendas: o bien directamente, a través de la construcción de casas y bienes relacionados con las casas como nuevo mobiliario, o indirectamente, a través de la mayor demanda creada por el dinero generado gracias a la refinanciación de las hipotecas. Martin Feldstein, antiguo presidente del Consejo de Asesores Económicos, estimó que desde 1997 hasta 2006 los consumidores retiraron más de 9 billones de dólares en dinero efectivo de su patrimonio inmobiliario. Un estudio de 2005 dirigido por Alan Greenspan probaba que desde el año 2000, el dinero retirado del valor líquido de las viviendas financiaba el 3 por ciento de todo el consumo personal. En el primer cuarto de 2006, la detracción del capital inmobiliario suponía casi el 10 por ciento de la renta personal disponible<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> *Economist*, 10 de septiembre de 2005; Martin Feldstein, «Housing, Credit Markets and the Business Cycle», *National Bureau of Economic Research working paper* 13, 471, octubre de 2007; Alan Greenspan y James Kennedy, «Estimates of Home Mortgage Origination, Repayments and Debts on One-to-Four-Family Residences», *Federal Reserve staff working paper* 2005-41 (datos actualizados a lo largo de 2007 por el señor Kennedy y facilitados al autor).

El crecimiento de dos dígitos del precio de la vivienda generó especulación. Cuando se espera que el valor de la propiedad incremente más que el coste de pedir préstamos, tiene sentido poseer más propiedad de la que se desea ocupar. En 2005, el 40 por ciento de todas las viviendas adquiridas no pretendía servir como residencia habitual sino como inversiones o segundas viviendas<sup>3</sup>. Dado que el crecimiento en la renta media real era muy débil en los años 2000, los prestamistas agudizaron el ingenio para hacer que las casas parecieran asequibles. Los instrumentos más comunes eran las hipotecas con tipo de interés variable con «trampa», con tipos de interés de mercado iniciales por debajo del mercado por un periodo inicial de dos años. Se suponía que, después de dos años, cuando el mayor tipo de interés se hiciera notar, la hipoteca sería refinanciada, aprovechando los mayores precios y generando un nuevo conjunto de ingresos a los prestamistas. Las garantías de crédito se hicieron irrisorias y las hipotecas se hicieron muy asequibles para personas con índices de crédito bajos (las llamadas hipotecas *subprime*), muchas de las cuales eran gente acomodada. Los Alt-A (o «préstamos del mentiroso»), con poca o ninguna documentación, se hicieron comunes, incluidos, en el caso extremo, los créditos «ninja» (iniciales de «*no job, no income, no assets*», es decir, «sin trabajo, ingresos ni activos»),

---

<sup>3</sup> Joseph R. Mason y Joshua Rosner, «How Resilient Are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruption?», artículo expuesto en el Instituto Hudson, Washington D. C., 15 de febrero de 2007, 11.

frecuentemente con la connivencia manifiesta de los agentes y prestamistas hipotecarios.

Los bancos liquidaron sus hipotecas más arriesgadas reconvirtiéndolas en valores llamados obligaciones de deuda con garantía (CDO en sus siglas en inglés). Los CDO canalizaban los *cash flows* de miles de hipotecas en una serie de bonos escalonados, o en tramos, con riesgos y rendimientos ajustados a los gustos de los diferentes inversores. Los tramos prioritarios, que podrían suponer el 80 por ciento de esos bonos, se refugiaban primero en los *cash flows* subyacentes, para poder venderse con una valoración triple A, que es la máxima. Los tramos inferiores absorbían los riesgos desde el primer dólar gastado pero conllevaban más rendimientos. En la práctica, los banqueros y las agencias de *rating* infravaloraron en mucho los riesgos inherentes de disparates tales como los créditos ninja.

La titulización pretendía reducir los riesgos a través del escalonamiento del riesgo y de la diversificación geográfica. Pero resultó en un incremento de los riesgos al transferir la propiedad hipotecaria desde los banqueros, que conocían a sus consumidores, a los inversores, que no. En vez de ser los bancos o las sociedades de ahorro y préstamo las que aprobaban un crédito y lo archivaban en sus cuentas, los préstamos se originaban en los agentes de bolsa; eran temporalmente «resguardados» por «banqueros hipotecarios» poco capitalizados; y después eran vendidos en bloque a bancos de inversión. Estos bancos de inversión habían creado los CDO, que fueron valorados por agencias de *rating* y liquidados a inversores institucionales. Todos los ingresos, desde la fuente

original a la colocación última, se basaban en comisiones —cuanto más volumen, mayores primas—. La perspectiva de obtener ingresos sin incurrir en riesgos animó las prácticas empresariales relajadas y engañosas. El área *subprime*, que negociaba con consumidores inexpertos y uniformados, estaba llena de actividades fraudulentas. El apelativo «tipos con trampa» es muy revelador.

La titulización, que comenzó en 2005, se convirtió en una obsesión. Era fácil y rápido crear valores «sintéticos» que imitaban los riesgos de valores reales pero no incurrierían en el gasto de comprar y agrupar préstamos actuales. Por tanto, los valores arriesgados podían multiplicarse más que la oferta del mercado. Los banqueros de inversión empresarial fraccionaban los CDO y los reconvertían en CDO de CDO o CDO<sup>2</sup>. Había incluso CDO<sup>3</sup>. Los tramos prioritarios de los CDO menos valorados obtenían valoraciones triple A. En este sentido, se creaban más obligaciones con valoración triple A que activos con valoración triple A. Al final, los productos sintéticos justificaban más de la mitad del volumen de contratación.

La manía de la titulización no se limitaba a las hipotecas; se extendía a otras formas de crédito. Con mucho, el mayor mercado sintético está constituido por *credit default swaps* (CDS). Este misterioso instrumento financiero sintético se inventó en Europa a principios de 1990. Los primeros CDS eran acuerdos *ad hoc* entre dos bancos. El banco A, el vendedor de *swap* (comprador de protección), aceptaba pagar una tasa anual por un periodo fijo de años al banco B, el comprador de *swap* (vendedor de protección) res-

pecto a una cartera de créditos específica. El banco B se comprometía a reponer la pérdida del banco A en impagos de cartera durante la vida del *swap*. Antes de los CDS, un banco que quería diversificar su cartera necesitaba vender o comprar fracciones de crédito, lo que era complicado dado que requería el permiso del prestatario. Por ello, esta forma de diversificación se extendió mucho. Los plazos se estandarizaron y el valor nominal de los contratos creció a aproximadamente un billón de dólares en 2000.

Los *hedge funds* entraron en el mercado legalmente a principios de 2000. Los *hedge funds* de crédito especializado actuaban efectivamente como compañías de seguro sin licencia, recogiendo primas sobre los CDO y otros valores que garantizaban. El valor del seguro era a menudo cuestionable dado que los contratos podían cederse sin notificarlo a las distintas partes. El mercado creció exponencialmente hasta que llegó a eclipsar a todos los demás mercados en términos nominales. Los valores nominales estimados de los contratos CDS pendientes alcanzan los 42,6 billones de dólares. Para comprender qué significa, podríamos decir que eso equivale a casi toda la riqueza de los hogares de Estados Unidos. La capitalización de la bolsa de Estados Unidos es de 18,5 billones de dólares, y el mercado financiero de Estados Unidos es sólo de 4,5 billones de dólares.

La obsesión por la titulización llevó a un incremento enorme en el uso del apalancamiento. Ser titular de un bono ordinario requiere un margen del 10 por ciento; los bonos sintéticos creados por los *credit default swaps* pueden intercambiarse con un margen del 1,5 por ciento. Esto permitió que los *hedge funds*

cosecharan altos beneficios explotando los diferenciales de riesgo sobre la base del apalancamiento, haciendo caer las primas de riesgo.

Esto estaba destinado a acabar mal. Había un precedente del que aprender. El mercado en obligaciones con garantía hipotecaria comenzó a desarrollarse en 1980. En 1994, el mercado en el tramo de menor *rating* —el «*toxic waste*», como se le conoce, es decir, «de residuos tóxicos»— estalló cuando un *hedge fund* de 2.000 millones de dólares no pudo satisfacer el margen de cobertura, lo que llevó a la desaparición de Kidder Peabody y a pérdidas totales valoradas en aproximadamente 55.000 millones de dólares. Pero no se tomó ninguna medida reguladora. El anterior gobernador de la Reserva Federal, Edward M. Gramlich, previno en privado al presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, sobre el comportamiento abusivo en los mercados de hipotecas *subprime* en 2000, pero éste hizo caso omiso del aviso. Gramlich hizo públicas sus preocupaciones en 2007 y publicó un libro sobre la burbuja *subprime* justo antes de que la crisis estallara. Charles Kindleberger, un experto en burbujas, alertó de la burbuja inmobiliaria en 2002. Martin Feldstein, Paul Volcker (antiguo presidente de la Reserva Federal) y Bill Rhodes (un alto cargo del Citibank) hicieron pronósticos pesimistas. Nouriel Roubini predijo que la burbuja inmobiliaria llevaría a la recesión en 2006. Pero nadie, incluido yo mismo, anticipó cómo podría crecer la burbuja y cuánto duraría. Como apuntara recientemente el *Wall Street Journal*, había muchos *hedge funds* con tendencia a la baja en la vivienda, pero «aceptaban esas duras pér-

didas esperando un colapso» que muy probablemente les devolvería sus posiciones<sup>4</sup>.

Los síntomas de crisis comenzaron a multiplicarse a principios de 2007. El 22 de febrero, HSBC despidió al jefe de su empresa de préstamos hipotecarios estadounidense, reconociendo pérdidas por valor de 10.800 millones de dólares. El 9 de marzo, DR Horton, el mayor constructor de Estados Unidos, notificó que sufría pérdidas en las hipotecas *subprime*. El 12 de marzo, New Century Financial, uno de los mayores prestamistas *subprime*, suspendió la cotización de sus acciones entre el miedo de que la empresa se dirigiera a la bancarrota. El 13 de marzo, se informó de que las cuotas hipotecarias retrasadas y la ejecución hipotecaria habían crecido hasta puntos críticos. El 16 de marzo, Accredited Home Lenders Holding puso en venta más cantidad de su cartera de créditos *subprime*, por valor de 2.700 millones de dólares, con un alto descuento, para generar dinero en efectivo para las operaciones empresariales. El 2 de abril, New Century Financial se declaró en suspensión de pagos de reorganización financiera (bajo el capítulo 11 del código estadounidense) tras haber sido forzada a recomprar préstamos de dudoso cobro por valor de miles de millones de dólares<sup>5</sup>.

El 15 de junio de 2007, Bear Stearns anunció que dos grandes *hedge funds* hipotecarios estaban teniendo problemas a la hora de satisfacer los márgenes de

---

<sup>4</sup> *Wall Street Journal*, 27 de febrero de 2008, y 15 de enero de 2008; *New York Times*, 26 de octubre de 2007.

<sup>5</sup> «Bleak Housing Outlook for US Firm», BBC News, 8 de marzo de 2007, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6429815.stm>.

cobertura. Bear creó a regañadientes una línea de crédito de 3.200 millones de dólares para sacar de apuros a un fondo y dejó que el otro se hundiera. La participación de los inversores de 1.500 millones de dólares prácticamente desapareció.

El fracaso en junio de los dos *hedge funds* en hipotecas de Bear Stearns hizo tambalear los mercados, pero el presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Ben Bernanke, y otros altos funcionarios tranquilizaron al público diciendo que el problema *subprime* era un fenómeno aislado. Los precios se estabilizaron, aunque el flujo de malas noticias no disminuía. Todavía el 20 de julio, Bernanke valoraba las pérdidas *subprime* en sólo 100.000 millones de dólares, aproximadamente. Cuando Merrill Lynch y Citigroup realizaron grandes amortizaciones internas en obligaciones de deuda con garantía, los mercados realmente vivieron una recuperación. El S&P 500 tuvo un repunte a mediados de julio.

Pero hasta principios de agosto los mercados financieros no se sobresaltaron realmente. El temor llegó en forma de sacudida cuando Bear Stearns declaró en suspensión de pagos a dos *hedge funds* expuestos a créditos *subprime* e impidió que los clientes retiraran dinero en efectivo de un tercer fondo. Como mencionábamos, Bear Stearns había intentado salvar a estas entidades proporcionando financiación adicional por valor de 3.200 millones de dólares.

En el momento en que estalló la crisis, los mercados financieros se enmarañaron con una rapidez increíble. Todo lo que podía ir mal, fue mal. Se reveló un número sorprendente de debilidades en un periodo de

tiempo increíblemente corto. Lo que comenzó con hipotecas *subprime* de baja calidad pronto se extendió a los CDO, particularmente a aquellos CDO sintéticos que se construían con las hipotecas *subprime* de mayor valor. Los mismos CDO no eran fácilmente negociables, pero había índices negociables que representaban varias agencias. Los inversores que buscaban cobertura y los vendedores al descubierto que buscaban beneficios se apresuraron a vender estos índices, y éstos se precipitaron a la baja, poniendo en entredicho el valor de las varias agencias de CDO que supuestamente representaban. Los bancos de inversión se perdieron muchas posiciones en CDO del balance general por los llamados vehículos de inversión estructurada (SIV). Los SIV se financiaban con la emisión de pagarés respaldados con activos. Cuando se puso en entredicho el valor de los CDO, el mercado de pagarés respaldados en activos se agotó, y se forzó a los bancos de inversión a redimir sus SIV. La mayoría de los bancos de inversión admitieron en sus balances a los SIV y, en el proceso, se les forzó a reconocer grandes pérdidas. Los bancos de inversión también se aferraban a importantes contratos de préstamo para financiar las adquisiciones con apalancamiento. En una situación normal, habrían sacado estos préstamos como obligaciones de préstamo con garantía (CLO) y los habrían liquidado, pero el mercado CLO se quedó en un *impasse* junto con el mercado CDO y a los bancos se les dejó cargar con un paquete de aproximadamente 250.000 millones de dólares. Algunos bancos permitieron que sus SIV quebraran y otros renegaron de sus obligaciones de adquisición con apalancamiento. Esto, junto a la

cuantía de las pérdidas en que los bancos incurrieron, desconcertó a la bolsa, y los movimientos de precios se volvieron caóticos. Los llamados *hedge funds* neutrales al mercado, que aprovechan pequeñas discrepancias en los precios de mercado usando mucho apalancamiento, dejaban de ser neutrales al mercado e incurrían en inusuales pérdidas. Unos pocos, que estaban muy endeudados, fueron cancelados, lo que dañó la reputación de sus patrocinadores y desencadenó una ola de juicios.

Todo esto ejerció una presión tremenda en el sistema bancario. Los bancos tuvieron que incluir títulos adicionales en su balance en un momento en que la base de su capital se veía perjudicada debido a pérdidas inesperadas. Encontraban grandes dificultades a la hora de valorar su riesgo y todavía mayores obstáculos a la hora de estimar el riesgo de la parte contraria. Consecuentemente, eran reacios a prestarse mutuamente y estaban ansiosos por acumular liquidez. Al principio, los bancos centrales encontraron difícil inyectar suficiente liquidez porque los bancos comerciales evitaban los servicios financieros que tuvieran una carga, y también eran reacios a negociar unos con otros, pero finalmente estos obstáculos se superaron. Después de todo, si hay algo que saben hacer los bancos centrales, es proporcionar liquidez. Sólo el Banco de Inglaterra sufrió una grave debacle cuando intentó auxiliar a Northern Rock, un prestamista hipotecario que se había expandido demasiado. El esfuerzo de rescate generó un pánico bancario. Finalmente, Northern Rock fue nacionalizado y sus obligaciones se añadieron a la deuda nacional, lo que

alejó al Reino Unido del cumplimiento de las condiciones del Tratado de Maastricht.

Aunque se había inyectado liquidez, la crisis se negaba a escampar. La expansión del crédito continuaba. Casi todos los principales bancos —Citigroup, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bank of America, Wachovia, UBS, Credit Suisse— anunciaron amortizaciones considerables en el cuarto trimestre, y la mayoría habían comunicado amortizaciones continuas en 2008. Tanto AIG como Credit Suisse hicieron anuncios previos de amortizaciones en el cuarto trimestre que revisaron repetidamente, lo que dio la impresión, sin duda acertada, de que habían perdido el control de sus balances. Un fiasco comercial de 7.200 millones de dólares en la Société Générale anunciado el 25 de enero de 2008 coincidió con un clímax de ventas en el mercado de valores y un recorte extraordinario de 75 puntos básicos en la tasa de fondos federales ocho días antes de la junta ordinaria, momento en que la tasa se recortó 50 puntos básicos más. No había precedentes de esto.

La inestabilidad se extendió de las viviendas residenciales a la deuda de las tarjetas de crédito, créditos para automóviles y locales comerciales. Los problemas en las aseguradoras monolínea, que tradicionalmente se especializaban en bonos municipales pero se habían aventurado a asegurar productos sintéticos y estructurados, trastornaron el mercado de bonos municipales. Además, otro problema más importante, todavía sin resolver, amenazaba el mercado de *credit default swaps*.

A lo largo de las pasadas décadas, Estados Unidos ha capeado varias crisis financieras importantes, como

la crisis de préstamos internacional de la década de 1980, y la crisis de ahorros y préstamos de principios de 1990. Pero la crisis actual es de otro tipo. Se ha extendido de uno a otro segmento del mercado, particularmente a los que utilizan instrumentos sintéticos y estructurados de nueva creación. Se han cuestionado tanto el riesgo como la base de capital de las principales instituciones financieras, y posiblemente la incertidumbre no se resuelva en mucho tiempo. Esto está impidiendo el funcionamiento normal de los sistemas financieros y tiene consecuencias de largo alcance para la economía real.

Tanto las autoridades financieras como los mercados financieros han sido muy lentos a la hora de reconocer que la economía real estaba destinada a verse afectada. Es difícil entender por qué. La economía real se vio estimulada por la expansión del crédito. ¿Por qué no va verse negativamente afectada por la contracción del crédito? Uno no puede evitar concluir que tanto las autoridades financieras como los participantes del mercado no entienden la forma en que funcionan los mercados financieros. Estas concepciones erróneas se manifiestan no sólo en su fracaso para comprender lo que está sucediendo; también han dado lugar a los excesos que están en la raíz del actual caos en los mercados.

Por ello, aquí intentaré dar claves para comprender la actual crisis crediticia. En la primera parte describiré el marco conceptual para comprender el funcionamiento de los mercados financieros. En la segunda parte aplicaré ese marco al momento histórico actual.