

## **LA CRISIS FINANCIERA 2007-08**

### **Descripción – Léxico – Marco**

-- Compendio por Mario Arrubla --

“Uno piensa en las instituciones financieras como prestamistas más bien que como prestatarios, pero en la era neoliberal esas instituciones se convirtieron en los mayores deudores de la economía”. David M. Kotz, *The Rise and Fall of Neoliberal Capitalism*.

“Muy pocos economistas vieron venir la crisis porque asumían que los sistemas financieros ‘funcionan’, en el sentido de ayudar a las actividades de la economía real, y que las tendencias financieras son de significación secundaria”. Peter Gowan, ‘The crisis in the heartland’. *The Great Credit Crash*, Martijn Konings, Ed.

1

Un rápido proceso de expansión del sector financiero (gran incremento de las actividades, las ganancias y la acumulación de capital por parte de bancos de inversión y fondos financieros, y de la banca comercial ahora autorizada para negociar con los depósitos) presidió los auges y las caídas de la economía estadounidense desde la década de 1980 hasta el

crac de 2008. Bajo los principios neoliberales dominantes desde los años ochenta, las finanzas llegaron a ser el sector más provechoso de las economías estadounidense e inglesa. En 2005, en el plano global, el valor nominal de mercado de los activos financieros llegó a multiplicar por tres la producción bruta de bienes y servicios de todos los países del mundo, mientras que en Estados Unidos la participación de las entidades financieras en el total de las ganancias de la economía norteamericana pasó de 16 a 41 por ciento. Esas ganancias provenían principalmente de la especulación con *derivatives* (derivados financieros) y con *securities* o titulaciones (paquetes de deudas respaldadas por hipotecas). Nuevos y complejos derivados financieros surgían de esos instrumentos según el modelo de los *derivatives* históricamente originales: los contratos de “opciones” y “futuros” (ver más adelante). Los fondos utilizados por bancos y fondos de inversión para sus operaciones en el mercado de *securities* y *derivatives* provenían en una altísima proporción de dineros tomados en préstamo: los niveles de apalancamiento (relación entre el crédito utilizado y el capital propio) rondaron con frecuencia la relación de 40:1. La banca, diversos tipos de fondos y los mercados monetarios se convirtieron en fuente de préstamos para las entidades financieras (entre las cuales estaban los propios bancos) que en el lapso de diez años inflaron dos grandes burbujas. Entre 1997 y 2000 se produjo la burbuja de las empresas tecnológicas y de internet, que estalló con el cambio de siglo. La resaca depresiva que siguió al hundimiento de las acciones de las empresas puntocom duró poco tiempo, en realidad casi no se sintió: de inmediato el sector financiero, con la ayuda del Banco Central, empezó a inflar una burbuja mucho

mayor en el área de la vivienda. Bancos y corporaciones financieras ofrecieron a las familias préstamos hipotecarios de manera masiva – trasladando luego muchas de esas hipotecas a Fannie Mae y Freddie Mac, dos gigantescas agencias hipotecarias patrocinadas por el gobierno norteamericano. Citigroup, una de las mayores corporaciones inversionistas de Estados Unidos, gastó entre 2001 y 2006 mil millones de dólares (sí, US\$ 1.000.000.000) en una campaña publicitaria –probablemente la más costosa y la más persuasiva de la historia– bajo el lema “Vivid como ricos”, incitando a las familias a tomar una segunda hipoteca sobre sus casas y vivir a sus anchas. La expansión de los mercados financieros, impulsada en particular por la creación de paquetes financieros –*securities* o títulos– que usaban las deudas hipotecarias como activos subyacentes y les agregaban otras deudas, condujo al cabo de siete años a la crisis de las hipotecas subprime (de alto riesgo). Tales hipotecas estaban destinadas a fallar por la forma irregular en que se tramitaban y la improbable capacidad de pago de los prestatarios. Al principio se emitieron de manera descuidada, a impulsos de la euforia financiera y el afán de dejar atrás los efectos de la burbuja desinflada; luego, cuando se agotó la veta de deudores más o menos solventes, el ritmo de emisión, antes de cejar, aumentó gracias a la presión predatoria de los prestamistas y sus agentes. Sectores de población que siempre habían sufrido la exclusión social y racial de los mercados crediticios se convirtieron de repente en campo de explotación financiera. Familias a las que nunca se les había otorgado un crédito recibieron ahora préstamos hipotecarios de alto costo y alto riesgo, con sistemas de contratación a menudo fraudulentos, ideados por los agentes de los

prestamistas. (En lo que sigue, y más adelante, presentamos en un cuerpo de letra más pequeño la explicación de los términos y conceptos usados con frecuencia a propósito de la crisis).

**Hipotecas subprime.** Préstamos hipotecarios hechos a personas con bajas calificaciones de crédito y sin ingreso suficiente para cumplir con los pagos. Cuanto más baja la solvencia de los prestatarios, más altos los intereses fijados, mayor por ello el atractivo para los inversionistas apalancados (que no iban a quedarse con las hipotecas y especulaban con dineros tomados en préstamo) y mayores por tanto las probabilidades de que los deudores resultaran incapaces de pagar. Los bancos y entidades emisoras de hipotecas las reunían en paquetes y las vendían –divididas en porciones de distinto precio según el grado de seguridad calculado– a inversionistas y ahorradores de todo el mundo, incluidos los fondos de pensiones de obreros y empleados. Los paquetes producidos por las titulaciones eran certificados como seguros por firmas evaluadoras de riesgo (remuneradas por los mismas entidades que ponían en circulación los paquetes), las cuales les daban generalmente una calificación AAA, tan alta como los bonos del gobierno de Estados Unidos. (Se sabe de agencias que otorgaron una calificación baja a un título y debieron rectificar ante la queja del emisor que las contrataba). Los paquetes financieros producían, a semejanza de un bono, una corriente de intereses, sólo que no tenían un emisor responsable sino que se basaban en un sinnúmero de deudores inidentificables, opacos para quienes compraban. Muchos bancos prestamistas conocían el carácter fraudulento de la operación: en memorandos internos, algunos banqueros –los más psicópatas– llamaban *muppets* y *bobbleheads* (términos burlones con el sentido de memos, tomados de ciertos títeres y muñecos de la cultura popular) a sus confiados clientes que compraban por su consejo *tranches* o porciones. Corredores o agentes de los prestamistas instruían a los compradores de viviendas sobre cómo falsear sus datos económicos personales. Ingeniosamente significativo fue el nombre dado a las peores hipotecas: *ninjas*. Este término, que en el Japón feudal se aplicaba a bandidos mercenarios, en los Estados Unidos de comienzos del siglo XXI no aludía a los bancos y fondos que emitían las hipotecas –lo que habría sido apropiado en muchos casos– sino que era una sigla alusiva a las condiciones de ciertos prestatarios: *No Income, No Job or Assets* –sin ingreso, sin empleo, sin bienes propios. Cuando estalló la burbuja, fue como

si todos los paquetes financieros, que pasaban por reducir los riesgos, adquirieran en los mercados la condición general de subprime.

La enorme masa de deuda resultante, contaminada en grados imprevisibles por las hipotecas subprime, se vendió en los mercados financieros de muchos países, en especial en los más desarrollados, gracias a las interconexiones financieras favorecidas por la libertad de capitales, pieza central de la globalización neoliberal.

## 2

La inflación de las finanzas y la libertad que con la globalización neoliberal adquirieron los capitales para moverse a través de las fronteras tuvieron como fuerzas impulsoras –palancas de presión sobre los estados– al Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y la Tesorería de Estados Unidos. Algunos autores hablan de un régimen Dólar-Wall Street como núcleo de esa tríada y como base de un moderno esquema de poder imperial, concepción que puede estar bien encaminada pero que deja de lado una pieza fundamental: la fuerza militar. (Más exacto sería hablar de un régimen Dólar-Wall Street-Pentágono –pero ese es otro tema). La liberalización financiera, que desregulaba las operaciones bancarias y suprimía en el plano externo los controles de los estados sobre el movimiento de capitales, abrió muchos mercados nacionales al torrente de nuevos vehículos financieros surgidos de la creatividad de Wall Street. Hasta los bancos alemanes compraron los títulos de obligaciones financieras “*collateralized*”,

creyendo que ellos contaban de hecho con la garantía del gobierno de Estados Unidos.

**Derivatives (Derivados Financieros).** Expertos en el vasto campo de las operaciones financieras (por ejemplo, Stephen Valdez & Philip Moyneus) afirman que los *derivatives* surgieron en el siglo XIX en la lonja y la bolsa de productos primarios de Chicago, y que sus dos formas originales fueron las “opciones” y los “futuros” (las opciones en bolsas instituidas, los futuros a menudo *over-the-counter* –negocios al margen de bolsas y mercados organizados). Los derivados financieros son contratos cuyo nombre obedece a que se derivan de un activo subyacente. Al adquirir una “opción de venta” a cambio de una prima, por ejemplo, un agricultor se protege contra pérdidas futuras por una posible baja de precio en el momento de la cosecha. Esa opción de venta se derivaría de determinado producto agrícola, su precio (prima) es una fracción del precio del producto, y la opción se puede negociar en los mercados, o sea tiene la condición de un activo financiero. Al adquirir una “opción de compra”, un productor de jugos asegura para una fecha futura la adquisición a un determinado precio de un producto como el azúcar, protegiéndose de una alza eventual del precio y el consiguiente aumento de sus costos. Quien adquiere una opción lo que hace es comprar un seguro a un especulador –lo único que arriesga es la pérdida de la prima pagada: si el precio cambia en un sentido contrario a sus intereses se abstiene simplemente de ejercer la opción; y lo único que puede ganar el vendedor o emisor de la opción son las primas recibidas. Los “futuros” son derivados financieros –mucho más riesgosos que las opciones– por los cuales un agente se compromete a comprar y otro a vender determinado activo a un precio y un plazo determinados. La mecánica de estos dos *derivatives* originales, derivados de un activo corriente –un valor de uso o mercancía– se extiende más tarde a los contratos que se derivan de acciones, bonos, monedas extranjeras (los contratos de opciones y futuros con monedas extranjeras crecieron vertiginosamente). Un derivado importante en el proceso que condujo a la crisis fueron los CDS’s –seguros, llamados *swaps*, contra impagos de créditos (ver más adelante). En los mercados financieros inflados, que nada tienen que ver con la financiación de la producción y el comercio, los *derivatives* son esencialmente apuestas especulativas sobre cambios de precios. Los derivados financieros llegan a alcanzar montos billonarios y a revestir formas múltiples y complejísimas. Dadas las formas nuevas y esotéricas que adoptan a cada paso, muchos banqueros declaran sin

ambages que ellos mismos son incapaces de entenderlos. Y dados los inmensos e imprevisibles riesgos que el mercado de *derivatives* representa para el conjunto de la economía, el famoso inversionista Warren Buffet los llamó una vez “armas financieras de destrucción masiva”.

Serios historiadores con un enfoque panorámico observan que la “financierización” –vista como una fase del desarrollo capitalista caracterizada por una fuerte expansión de las finanzas y la propagación de sus prácticas y mecanismos al resto de la economía– ha sido, a través de más de quinientos años de vida del capitalismo, marca y signo de un determinado modelo de acumulación que ha agotado históricamente su combustible y que (¿al cabo de cuántas décadas?) va a ser substituido por un nuevo modelo, relevo que normalmente implicaría un desplazamiento geográfico. Es una idea llena de promesas halagüeñas, no para los críticos del capitalismo –sistema de poder que todavía puede adoptar nuevas formas, tener otros esquemas de acumulación por desarrollar y otros polos geográficos hacia los cuales desplazarse–, sino para los que abominan de la dominación norteamericana. Especulaciones aparte –y ciñéndonos a nuestro tema–, subrayemos el hecho de que el proceso de relajación monetaria que jugó un papel en la crisis fue favorecido por la acción combinada de Wall Street y de políticos e ideólogos neoliberales que pugnaron exitosamente por la eliminación del marco de leyes que regulaba las operaciones bancarias. Se debilitó la obligación de los bancos de tener un cierto porcentaje de capital propio, regla que ponía un límite al apalancamiento (endeudamiento de los bancos con vistas a aumentar el volumen de los préstamos que podían hacer y los intereses que podían devengar). Ahora, cada banco quedaba autorizado para

decidir el nivel de su apalancamiento “con base en sus propios modelos de riesgo”. Se abolió la ley que desde la gran depresión de los años treinta prohibía a los bancos comerciales hacer negocios con los depósitos de sus clientes (depósitos, por lo demás, en buena medida garantizados por el estado). A ello se sumó la eliminación de leyes que regulaban el mercado de derivados financieros (en que participaban los bancos como inversionistas y prestamistas). Una ley “modernizadora” suprimió en 2000 la regulación de los *derivatives* negociados por bancos y firmas financieras *over-the-counter* (por fuera de la Bolsa o de mercados organizados), con la aprobación de Bill Clinton y el aplauso del presidente del Banco Central, Allan Greenspan, quien declaró a ese propósito: “La regulación no sólo es innecesaria en estos mercados [de *derivatives*] sino que es potencialmente perjudicial”.

**Desregulación.** –Proceso de eliminación de reglas y controles estatales sobre las actividades bancarias. Antes de 1980, las actividades financieras anglo-estadounidenses habían estado sometidas a fuertes regulaciones. A mediados de los ochenta, bajo el gobierno de Margaret Thatcher, Inglaterra asestó el primer golpe serio a esas regulaciones con el llamado *Big Bang*, la reestructuración de la bolsa de Londres que permitió la unificación de los bancos de inversión con los bancos comerciales. Estos últimos podían en adelante aprovechar sus prerrogativas de creación de dinero, la garantía estatal sobre los depósitos de los clientes y el uso de esos depósitos para participar en el “casino” de los mercados financieros. Los nuevos grandes bancos surgidos del *Big Bang* determinaron una fuerte expansión de la City londinense, y la invención de nuevos productos financieros. El gobierno del laborista Gordon Brown decidió que los bancos de Wall Street estaban en capacidad de regularse a sí mismos y no precisaban del control de las autoridades para sus operaciones en el Reino Unido. Como dijo algún observador, por unos años Londres se convirtió en una suerte



de Guantánamo para los bancos neoyorkinos, un lugar donde estos bancos hacían libremente lo que no podían hacer en casa. Muy pronto, Wall Street demandó la adopción en Estados Unidos de leyes parecidamente desregularizadoras. Después de un intenso proceso de *lobby* (sistema de presión o cabildeo, con dinero de por medio, utilizado por corporaciones y asociaciones para influir en los congresistas que hacen las leyes), el capital financiero acabó coronando su lucha desregularizadora: en 1999, bajo Clinton, fue eliminada la ley Glass-Steagall, vigente desde la gran depresión de los años 1930, que separaba los bancos tradicionales de depósito de los bancos de inversión, y evitaba así que los primeros pudieran negociar y correr riesgos con el dinero de los depositantes. En 2000, se desregularizó el mercado informal de *derivatives*. El éxito de los lobistas fue aún más lejos: el Congreso estadounidense adoptó una ley que prohibía expedir en el futuro (!) leyes que regularan las titulaciones y demás invenciones financieras.

Si es justa la concepción que ve las evoluciones globales más recientes como producto de un régimen Dólar-Wall Street (con el agregado del Pentágono, que hemos propuesto), o sea de una empresa de poder impulsada por el señoreaje (ventajas del emisor) del dólar en su condición de moneda universal de reserva y por el liderazgo financiero de Wall Street, si esa concepción es justa, decimos, el crac de 2008 y la recesión que le siguió en Estados Unidos y Europa se entienden equivocadamente si el detonante es tomado como causa, es decir si esas evoluciones se consideran causadas por la crisis de las hipotecas subprime. La contracción del crédito que estuvo en el centro de la crisis no tuvo su principal causa en el campo hipotecario sino, de manera más englobante, en la vulnerabilidad de la esfera de las finanzas estadounidenses infladas con la decisiva colaboración del estado.

Diversos estudiosos atribuyen al proceso de expansión de los mercados financieros a esta o aquella burbuja, pero todas esas visiones reunidas nos llevan a entrever una especie de multiuniverso de burbujas. Estaría en primer lugar (¿primero?) la burbuja inmobiliaria –aumento acelerado de los precios y el número de casas vendidas, y de la actividad constructora– impulsada por la burbuja del crédito –fáciles y cuantiosos préstamos para las familias compradoras de casas. Seguiría la burbuja de los mercados monetarios (el capital-finanza): los excedentes de capital “liberados” de la función de financiar la “economía real” ofrecían préstamos baratos y cuantiosos a los bancos y fondos de inversión que emitían hipotecas y formaban con ellas paquetes o títulos negociables que circulaban como instrumentos financieros en todo el mundo. Estaba también la burbuja de los bonos: en medio de la euforia financiera y del clima de confianza imperante, los certificados de deuda de corporaciones, municipalidades y gobiernos extranjeros eran adquiridos abundantemente en los mercados financieros con un *spread* muy bajo (poca diferencia de tasa de interés –medidora del riesgo) con respecto a los bonos de la Tesorería norteamericana, considerados la deuda más segura del mundo. (Un importante economista estadounidense, alarmado por la burbuja de los bonos, paseó por varias salas de conferencias el ejemplo, para él escandaloso, de los bonos que el gobierno colombiano estaba vendiendo con una tasa de interés muy cercana a las “Tesorerías”, como si la deuda colombiana fuera sólo un 1% más riesgosa que la deuda de Estados Unidos). Y, por supuesto, hubo la cuasiburbuja –para algunos,

en términos sistémicos, un elemento básico de la crisis– del consumo de las familias norteamericanas que, a tenor de la campaña de Citigroup “Vivid como ricos”, gastaron durante un buen número de años por encima de sus posibilidades. Las familias norteamericanas, con la represión salarial impuesta por el neoliberalismo desde los ochenta, habían visto sus ingresos laborales prácticamente congelados y, con ello, restringida su capacidad de compra. Pero la demanda que la economía norteamericana perdía por el lado de la restricción salarial fue compensada con un aumento de la capacidad popular de compra gracias a los créditos hipotecarios ampliados y al alza de precio de las viviendas. La burbuja del crédito hipotecario y la burbuja de los precios de la vivienda vinieron así a alimentar una miniburbuja del consumo (simbolizada por la lluvia de tarjetas de crédito recibidas, sin necesidad de solicitarlas, por todas las capas sociales), pues las familias podían endeudarse y gastar por encima de sus ingresos laborales –como de hecho lo hicieron– gracias al dinero recibido por segundas hipotecas y en virtud de la ilusión de “enriquecimiento” creada por el aumento del precio de las viviendas. Así, en los quince años anteriores a la crisis, la deuda de las familias pasó del 77 al 127 por ciento del ingreso anual disponible. Y en último lugar (¿último?) estaba la burbuja del dinero creado por el llamado “Greenspan put” –inyección a la economía de grandes cantidades de dinero barato (con tasas muy bajas de interés) por obra y gracia del Banco Central, política monetaria iniciada en 1998 para salvar de la desaparición al fondo Long-Term Capital que asesoraban dos premios Nobel –lo que quiere decir para salvar a los bancos y demás acreedores relacionados con dicho fondo. (Long Term Capital llegó a tener un apa-

lancamiento de 50:1, y así por 4 mil millones de capital propio tenía inversiones por 200 mil millones. Cuando perdió la mitad de esta última cifra en 1998, su rescate, a través del Banco Central, le costó a la economía norteamericana 3 mil millones de dólares). El “put” de Greenspan infló los mercados monetarios, permitiendo a los financieros (bancos y toda suerte de fondos) participar de manera frenética en el negocio de las deudas titulizadas y los *derivatives*. Hubo dinero suficiente y barato para hacer préstamos a todas las entidades que emitían hipotecas y formaban con ellas títulos negociables en los mercados financieros de todo el mundo. El sector financiero, así expandido, albergaba en su seno todas las burbujas mencionadas; y la *securitization* fue el instrumento o mecanismo más destacado en la hipertrofia de ese sector.

***Securitization* (Titulización).** Es un procedimiento que consiste en tomar una serie de obligaciones de deuda: hipotecas, préstamos corporativos, deudas de la índole más variada, y reunir las para formar *securities* o títulos que se negocian en los mercados financieros. El término *securitization* quedó asociado con hipotecas, ya que las hipotecas sobre viviendas son las deudas más grandes que la gente adquiere y la *securitization* comenzó en este campo, aunque el concepto se aplica a cualquier clase de deudas que sean reunidas y vendidas en paquetes y que generen una corriente de pagos en concepto de intereses. Aparte de los CDO's hipotecarios –ver más adelante– fueron particularmente lucrativos los paquetes basados en deudas de consumo corriente, vale decir en tarjetas de crédito, que tenían intereses mucho más altos que un bono o que los rendimientos de una acción. Las *securities* eran compradas por bancos, fondos de pensión y fondos mutuos, así como por las familias ricas, y la manía de *securitización* dominó las finanzas y transformó los procesos bancarios. Tradicionalmente, un banco comercial concedía un crédito hipotecario por un pequeño diferencial de interés entre los depósitos y el préstamo, y guardaba el documento. Actualmente –desde 1999– ese banco hace el préstamo pero vende la hipoteca a una entidad –un fondo o banco de inversión, por ejemplo– que lo reúne en un paquete con otras deudas, creando un título financiero. Al

originador de la hipoteca no lo afecta el impago del prestatario. Quienes corren el riesgo son las entidades e individuos que compran los títulos, lo que favorece la emisión de grandes cantidades de hipotecas por parte de los bancos. Salomon Brothers fue el banco que inventó las *securities* respaldadas por hipotecas, pero pronto encontró imitadores. La competencia bajó el rendimiento, lo que impulsó la búsqueda de nuevos y más sofisticados instrumentos titulizados. El uso de arcanas fórmulas matemáticas computarizadas ayudó a crear un vasto universo de títulos con las más diversas *collateralized debts* (deudas garantizadas). Esas redes computarizadas producían a menudo ondas especulativas que disparaban los precios de los activos financieros contra toda lógica (sin relación con “*the fundamentals*”, en el lenguaje de los economistas). Bajo la expansión de las finanzas, las corporaciones industriales y comerciales aumentaron fuertemente sus inversiones en activos financieros, a veces por encima del valor de sus instalaciones y equipos. Más aún, esas mismas corporaciones integrantes de la “economía real” se convirtieron en objeto de especulaciones financieras. Los *corporate raiders* (tiburones, asaltantes que se toman las empresas a través de especulaciones bursátiles) podían emitir bonos basura para conseguir fondos con que tomarse las corporaciones que tuvieran en la mira. De esa manera el capital financiero, haciendo burla de las funciones constructivas que cumple en los textos de economía, no se ocupaba de financiar a las empresas productivas sino que se las tomaba y especulaba con ellas como con cualquier activo, dejando a menudo un cascarón después de sus tejemanejes.

#### 4

Las bancos y fondos financieros involucrados en la negociación de títulos de deuda fueron los primeros que se encontraron en problemas. La atmósfera de crisis se propagó rápidamente porque, como hemos dicho, los paquetes contaminados, imposibles de identificar como tales, habían circulado en amplias áreas del mundo desarrollado junto con toda suerte de derivados financieros.

Los primeros signos de la crisis se advirtieron en Estados Unidos en 2006 con un frenazo de los aumentos de precio de las viviendas (los especuladores más avisados empezaron a desprenderse ese año de los títulos inmobiliarios y cesaron de comprar). Según algunos analistas, poco antes de ese frenazo se había producido una pausa en la actividad constructora. El fin de la espiral alcista del activo que estaba en el centro de la burbuja –la vivienda– presidió la restauración del principio de realidad. Vino una ola de impagos en 2007. El primer percance alarmante tuvo lugar cuando el banco multinacional BNP Paribas, tercero en importancia en el mundo, cerró dos de sus fondos de inversión en agosto de 2007 por impagos de hipotecas subprime. Vino después el hundimiento del banco británico Northern Rock, dedicado a emitir a un ritmo desenfrenado títulos financieros basados en hipotecas y a venderlos en los mercados internacionales. Otro percance fue el desplome, a principios de 2008, del banco neoyorkino de inversión global Bear Stearns que, gracias a los buenos oficios del estado, acabó vendido a J.P. Morgan Chase por un precio que no alcanzaba a ser el diez por ciento de su valor en bolsa un año antes –y que aún así era un precio generoso. Pero el pinchazo que determinó el desinfe irreversible de la burbuja ocurrió cuando los fondos de inversión, los fondos de pensión y los mercados monetarios cortaron sus flujos de préstamos para los bancos y compañías dedicadas a comprar y vender obligaciones hipotecarias. Ello ocurrió después de que esos proveedores de fondos se hicieran una pregunta: ¿cuántas de esas montañas de obligaciones vendidas en paquetes (titulizadas) carecían de valor o estaban a punto de revelarse carentes de valor? A esa pregunta siguió el susto, y al susto siguió el

comienzo del *credit crunch* (contracción del crédito). Muchos analistas hablan hoy (en los años ochenta pocos lo hacían) de un “momento Minsky” en el curso por naturaleza inestable del capitalismo. Como explicó Minsky –un agudo economista norteamericano, hijo de inmigrantes mencheviques–, en fases de auge y optimismo aumentan los créditos y las deudas porque se confía que todos podrán pagar, y así se otorgan abundantes créditos a toda suerte de prestatarios y se crean nuevos instrumentos financieros (antes del crac 2008, esos instrumentos fueron las titulaciones de hipotecas, los *swaps* que fungían de garantes de los títulos, y otros *derivatives* –ver más adelante). Pero llega un momento de declive, un valle en el curso ondulante de las actividades económicas, y en tal momento los especuladores apalancados (cuyas inversiones, por lo general, son a más largo plazo que los préstamos con que las alimentan) empiezan a recibir una suma de utilidades menor que los pagos que deben hacer por las deudas contraídas, y a fin de cumplir sus compromisos y salvar su posición crediticia fuerzan la venta de sus activos (los títulos de deuda poseídos por ellos), que bajan entonces de precio. La baja de precio de esos activos ensancha el bache entre sus utilidades y sus obligaciones, hasta que la precariedad de su posición financiera se transparenta en los mercados y acaba alertando a quienes los venían financiando. Analistas más gráficos hablan del “momento Coyote”, personaje de tira cómica que en sus carreras traspasa el borde del precipicio pero continúa desplazándose tranquilamente por el aire, hasta que echa una mirada hacia abajo, hacia el abismo... Los fondos y mercados monetarios, por efecto de los signos ominosos mencionados arriba (construcción y precios de casas que cesan de crecer, primeras

oleadas de impagos de deudores hipotecarios, fondos y bancos que desaparecen), una vez que advirtieron la hondura del abismo empezaron a mirar con temor y profunda desconfianza a los bancos y entidades inversionistas de Wall Street que habían estado moviendo, en muy buena parte con préstamos, el monstruoso mercado de los títulos basados en hipotecas. Vino entonces, como dijimos, el inicio del *credit crunch*, el cierre del crédito para los negociantes con títulos. La restricción de fondos para los especuladores endeudados, que impedía a éstos mantener su ritmo de compras, provocó la caída en picada de los precios de los títulos financieros, en especial de los CDO's, y de los *derivatives* relacionados con la vivienda. Antes de su deflación (pérdida parcial de valor o total desaparición por quiebras), las deudas relacionadas con los activos financieros hipotecarios habían llegado a alcanzar un valor nominal que duplicaba el producto bruto de la economía norteamericana (!).

**CDO's** –*Collateralized Debt Obligations*. Los títulos de deuda “colateralizada” empezaron como obligaciones corporativas respaldadas por garantías, y luego pasaron al área de las hipotecas residenciales generadoras de dos tipos de pagos: honorarios para agentes y bancos por colocar las hipotecas, y una corriente de intereses de larga duración que, junto con las amortizaciones, corría a cargo de los deudores hipotecarios. Los instrumentos financieros conocidos como CDO's empaquetaban –como ya se dijo– las hipotecas inmobiliarias junto con otras deudas generadoras de intereses (bonos privados, letras de cambio, deudas por compra de automóviles, deudas estudiantiles, saldos de tarjetas de crédito por consumo, y un sinnúmero de deudas menores –hasta deudas de pacientes con hospitales). Gracias a los CDO's, las hipotecas individuales tradicionalmente ilíquidas (guardadas hasta por treinta años en las arcas de los bancos acreedores) cobraron, por la alquimia de las finanzas neoliberales, una liquidez cercana al dinero, animando los mercados financieros globales y vendiéndose a todo tipo de clientes: a los fondos de inversión, a entidades del



mismo sector bancario, y –un ejemplo más de la veta antisocial del capitalismo– a los fondos de pensiones.

La caída de los precios de los CDO's se acompañó de otro hecho dramático: la falla de los CDS's, uno de los *derivatives* más importantes en el proceso que condujo a la crisis. Por medio de los *swaps* (permutas), las compañías emisoras recibían de los compradores primas periódicas a cambio del compromiso de cubrir el eventual impago de un título o el fallo de algún otro activo. Después de embolsarse esas primas durante años, al estallar la crisis –como quien dice, a la hora de la verdad– las compañías vendedoras de CDS's se revelaron por completo incapaces de cumplir sus compromisos y entraron todas ellas en quiebra. En 2008, la Reserva Federal tuvo que rescatar a American International Group, Inc., AIG (la aseguradora más grande del mundo, o sea “demasiado grande para fallar”), adquiriendo el 80% de sus activos a precios generosos (para AIG), que no guardaban ninguna relación con la cotización en el mercado. Las operaciones realizadas por AIG eran típicas de las compañías vendedores de *swaps* (permutas): ofrecía, por una prima, cobertura a títulos por miles de millones de dólares que derivaban su valor de hipotecas subprime o simplemente basura.

**CDS's** –*Credit Default Swaps* (contratos o permutas de incumplimiento de créditos). Son contratos de seguros entre dos partes, por los cuales el comprador paga una cuota regular a un agente financiero que se compromete a compensarlo de cualquier pérdida ocasionada por la falla de una obligación de deuda “colateralizada” (CDO) o por el impago de otros certificados de deuda, digamos un bono privado. El mercado de estos seguros especialísimos conoció hasta 2007 un crecimiento vertiginoso. Los *swaps* que, como indicamos, prometían eliminar el riesgo de pérdidas por adquisición de activos financieros, evolu-

cionaron rápidamente y acabaron dando origen a un vasto juego puramente especulativo. Los inversionistas que adquieren *swaps* como cobertura contra el impago de determinado bono privado pueden poseer el bono o pueden no haberlo comprado nunca (en ello radica la diferencia con un seguro corriente). Los compradores de *swaps* acabaron siendo en su mayoría jugadores que, sin poseer el título subyacente al *derivative* en cuestión, apostaban al incumplimiento de los deudores (de manera parecida a como varios apostadores pueden apuntarse a la derrota de un mismo deportista ante una casa de apuestas). Los *swaps* son el producto más reciente de la “creatividad” de Wall Street: fueron inventados por un empleado de J.P. Morgan a mediados de los noventa y su uso se propagó y creció explosivamente en los doce años siguientes. De lo dicho pueden inferirse dos cosas: que los *swaps* se inventaron para apostar más bien que para cubrir riesgos, y que se propagaron como parte del proceso de “financierización” o hipertrofia de las finanzas. El valor de los seguros cubiertos por CDS’s en Estados Unidos llegó a multiplicar varias veces el valor de los activos asegurados (la mencionada arriba es apenas una de las vías para ello: varios especuladores distintos pueden apostar a la falla de un mismo bono que ninguno de ellos posee). En los primeros ocho años del siglo XXI, el valor nominal de los seguros vendidos (no las primas pagadas sino los valores nominales asegurados) pasó de 900 mil millones a 45 billones de dólares.

CDO’s y CDS’s animaron los mercados financieros al ofrecer protección contra riesgos y, de otra parte, oportunidades de ganancias especulativas. La *securitization* o titulización en paquetes prometía reducir el riesgo gracias a la diversificación de las calidades de las hipotecas y demás deudas conjuntadas, mientras que los *swaps* o permutas significaban un flujo continuo de ingresos para las compañías emisoras, además de la apertura de una nueva sala de juegos en el casino de los mercados capitalistas. CDO’s y CDS’s estuvieron entre los instrumentos más importantes en la formación de la madre de todas las burbujas: la inflación de la esfera de las finanzas.

Luego del cierre de los fondos de BNP Paribas, del fallo de Northern Rock y de Bear Stearns, vino el acontecimiento más dramático de la crisis financiera norteamericana, y el más cargado de consecuencias político-económicas. Nos referimos al colapso de Lehman Brothers, cuarto banco de inversión en importancia en Estados Unidos, y uno de los quintuples que detentaban el poder oligopólico de Wall Street. Lehman Brothers debió declararse en quiebra en 2008 cuando el estado se negó a rescatarlo. Fue como si esa quiebra hubiera arrastrado hasta el borde del precipicio al sistema financiero norteamericano en su conjunto. La desconfianza generalizada sobre la solvencia de bancos y entidades financieras bordeó el pánico: si Lehman Brothers había ido a la quiebra, todos los otros grandes bancos estadounidenses, incluido el banco multinacional de inversión Goldman Sachs, podían encontrarse en peligro. No había entidad en quién confiar, ni para la concesión de préstamos ni para la adquisición de sus acciones, razón por la cual todos los préstamos cesaron y el precio de las acciones se hundió.

El rigor de la Tesorería y la Reserva Federal frente a las dificultades de Lehman Brothers fue la primera y última abstención de las autoridades monetarias estadounidenses. El huracán que amenazaba al sistema bancario aflojó muy pronto la mano del estado, que puso en marcha una operación rescate con sumas que igualaban o sobrepasaban los capitales propios de los bancos.

*(Julio 2016)*