

## 4 CRÓNICA DE UNA

# CRISIS ANUNCIADA: La Historia de una Burbuja

CLAUDIA MILENA PÉREZ PERALTA<sup>1</sup>

Universidad de Manizales, Maestría en Economía II Cohorte

5 Agosto de 2013

### RESUMEN

A continuación se presenta una disertación sobre la crisis financiera de 2008, la cual estuvo precedida por el colapso de la burbuja inmobiliaria de 2006 en EE.UU y de la llamada crisis de las hipotecas subprime. Para hacer el análisis de esta crisis se presentan cuatro temas importantes; de un lado, la diferencia entre capitalismo industrial, financiero especulativo y de burbuja; en segunda instancia, de forma cronológica se presenta una línea de tiempo de los hechos más relevantes que ocurrieron alrededor del fenómeno desde la desregulación financiera que empezó durante el Gobierno de Ronald Reagan hasta las “medidas tomadas” durante la presidencia de Barack Obama. Como tercer tema se hace un análisis de la crisis a partir de la imperfección en los mercados (concentración) e información asimétrica (riesgo moral, selección adversa y problemas de agencia), bajo una perspectiva puramente teórica. Finalmente se presenta una crítica sobre la ambición humana, el egoísmo y la justicia.

### ABSTRACT

Below is a presentation on the financial crisis of 2008, which was preceded by the collapse of the housing bubble in the U.S. 2006 and call subprime mortgage crisis. To make the analysis of this crisis are four major issues, on the one hand, the difference between industrial capitalism and speculative financial bubble, in the second instance, in chronological presents a timeline of the most important events that occurred around the phenomenon from financial deregulation that began during the administration of Ronald Reagan to the "action taken" under President Barack Obama. The third section provides an analysis of the crisis from the imperfection in markets (concentration) and asymmetric information (moral hazard, adverse selection and agency problems), under a purely theoretical. Finally, a critique of human greed, selfishness and justice.

**Palabras Claves:** Burbuja, especulación, crisis inmobiliaria, hipotecas subprime, riesgo moral, monopolio, selección adversa, problemas de agencia.

**Keywords:** *Bubble, speculation, housing crisis, subprime mortgages, moral hazard, monopoly, adverse selection, agency problems.*

“No se puede resolver ningún problema con el mismo sistema de pensamiento que lo provocó”

Albert Einstein, 1929

“Aquellos que no pueden recordar el pasado están condenados a repetirlo”

George Santayana, *The Life of Reason*, 1905

1. Estudiante de Segundo semestre de la Maestría en Economía, Universidad de Manizales, Segunda Cohorte. 2013.

## INTRODUCCIÓN

Desde las ideas mercantilistas del siglo XV, una de las motivaciones fundamentales de los teóricos en economía siempre ha sido determinar la causa de la riqueza en los países; los mercantilistas por ejemplo, hablaron del desarrollo del comercio y de la industria, como forma de alcanzar la riqueza, las cuales requerían un incremento acelerado de acumulación de metales preciosos. El brillante Adam Smith (1776) por su parte privilegió la especialización y división del trabajo como forma de potenciar “la fábrica” que era el motor de crecimiento para la época (Cuevas, 1993, Páginas 312 – 317, 352 – 354).

Lo planteado por Smith debía ocurrir en un contexto de liberalización de los mercados, idea que fue esbozada por los fisiócratas a la cabeza del famoso francés Francois Quesnay (1758). Para los fisiócratas la ley natural “más ventajosa” a los hombres con relación a su vida económica, se fundamenta en un principio: “...consegir la mayor satisfacción con el menor gasto, o fatiga...”; donde el “orden natural” para conseguir esto es que “...cada quien actúe de acuerdo a su propio interés...” o en palabras célebres “Laissez faire, laissez passer”<sup>2</sup> (Cuevas, 1993, Página 328 - 329).

A pesar de estos pensamientos de acumulación de riqueza, de interés particular y de “libertad”, lo que nunca se les pudo ocurrir a estos

pensadores fue quizás hasta donde la ambición de un puñado de hombres puede desatar, lo que llamó Harvey Miller, Abogado de Bancarrota de Lehman Brothers, el **Armagedón** en el documental *Inside Job*.

El crecimiento de una industria financiera cada vez más concentrada, un sistema de incentivos perverso, un sistema político contaminado y permisivo y el egoísmo y la ambición irracional llevaron a que una de las economías más grandes del mundo entrara en una crisis sin precedentes a finales de la década pasada, que afectó a la economía mundial en un contexto globalizado.

El análisis de esta crisis que será presentado a continuación se hará en cuatro partes fundamentales, la primera bajo el título: Muchos capitalismos, una sola verdad..., trata fundamentalmente la evolución histórica del capitalismo, resaltando lo que se ha llamado capitalismo de burbuja. El segundo título: La triste historia de una burbuja..., presenta un recuento histórico de los principales acontecimientos de la crisis de 2008.

En el tercer acápite del texto titulado: *Bajo la mirada de la teoría...*, se resaltan fundamentalmente cuatro temas económicos que tuvieron lugar durante la crisis, el primero referente a la concentración de los mercados, otros dos relacionados con problemas de

información, y el último referente a temas de agencia. La última parte, titulada *Los espíritus animales...* intenta alejarse un poco del contexto económico, para adentrarse en temas del comportamiento humano, tales como la irracionalidad, el egoísmo y la justicia.

### Muchos capitalismos, una sola verdad...

Históricamente las formas en que el hombre se ha organizado para tratar de solucionar el problema económico han tenido diferentes características. El primer modo de producción fue la comunidad primitiva siendo los medios y la producción colectivos; luego está el esclavismo<sup>3</sup> basado en la explotación del hombre por el hombre. En la edad media se habla de feudalismo donde el señor feudal tenía el poder económico y político<sup>4</sup> y la servidumbre ofrecía su trabajo. Estos modos de producción sobre todo el último le dieron paso a un tipo de relaciones de producción más desarrollada llamado Capitalismo (Méndez, 1999, Páginas 34 – 42).

En las sociedades modernas se habla de dos modelos de asignación de recursos; de un lado, La *Planificación*, donde el Estado es propietario de todos los factores y es quien toma las decisiones; y el otro es el *Mercado*, donde los distintos individuos defienden sus propios intereses. Una sociedad que sigue el segundo modelo está

2. Se dice que la economía como ciencia está fundamentada en dos supuestos básicos sobre el comportamiento humano: La racionalidad y la búsqueda del interés individual (O’kean, 2000, Página 7 – 8).

3. En Asia existió un sistema llamado: régimen despótico – tributario, donde existe explotación del hombre por el hombre pero a nivel de comunidades y no de forma individual. Véase: Méndez, 1999, Páginas 37 – 38.

4. Siendo la tierra el principal medio de producción. Véase: *Ibid.*, Páginas 40 – 41.

bajo un sistema Capitalista (O’Kean, 2000, Página 4)<sup>5</sup>.

Karl Marx (1845) expuso magistralmente como la acumulación de la plusvalía<sup>6</sup> puede llevar a una crisis en el sistema capitalista; desde una crisis económica por el desestimulo en la producción, una crisis financiera por iliquidez generalizada y el colapso en el mercado de acciones por la pérdida de valor de las empresas. Para Marx todo el proceso era un ciclo que llevaría a la concentración y centralización de capitales como última fase del capitalismo, que a la larga desencadenarían su propia destrucción (Cuevas, 1993, Página 493 - 499).

A la última fase del capitalismo, Lenin (1972) lo llamó “fase superior del capitalismo” o “imperialismo”, definiéndola de esta forma (Méndez, 1999, Página 44):

“...El imperialismo es el capitalismo en la fase de desarrollo en la cual ha tomado cuerpo la dominación de los monopolios y del capital financiero, ha adquirido una importancia de primer orden la explotación del capital...” Lenin V.I., El Imperialismo, fase superior del capitalismo (Ed. en Lenguas Extranjeras), 1972, Pekín, 3a. reimp., Página 113.

Aunque los planteamientos de Marx y de Lenin, tal como fueron expuestos no constituirían la razón, ni el origen y/o mecanismos de transmisión de las últimas crisis económicas, si constituye un buen antecedente para considerar al capitalismo como sistema económico cambiante que puede llegar a configurarse de varias formas.

Según Robinson (2007) el capitalismo ha sufrido varias fases históricas: el mercantilismo o acumulación primitiva (siglos XVI – XVIII), el capitalismo competitivo o clásico (siglos XVIII – XIX) donde se desarrolló el capitalismo industrial y comercial; el capitalismo corporativo (finales del siglo XIX, hasta los años 70’s) bajo la presencia de la gran corporación industrial financiera y de monopolios; y el capitalismo de la era de la información, donde el poder monopólico de las grandes corporaciones se ha intensificado (Robinson, 2007, Páginas 15 – 16). Cabe destacar que la historia del capitalismo no ha tenido un desarrollo “tranquilo” sino que ha estado plagada de grandes saltos, de fases de violencia e innovación, donde al parecer las etapas de economías productivas, van seguidas de fases de dominio financiero.

Hoy en día el capitalismo está altamente financiarizado y bancarizado, hay una pérdida sistemática de la centralidad de la industria, existe una emergencia de las llamadas economías del conocimiento y de los servicios y se presenta el traspaso de las fronteras nacionales. Este capitalismo hoy

más que nunca ha trazado más que nunca ha trazado un marcado el límite entre la economía real y la economía financiera, donde al parecer la segunda ha ganado el primer puesto.

El capitalismo financiero, existe una configuración especial que es el capitalismo financiero especulativo, el cual juega en el mercado cambiario y de valores y que, por su naturaleza, se identifica como capital migrante, lo que llamó Joseph Stiglitz, en su libro *Freefall o Caída libre*<sup>7</sup>, “Capitalismo de Burbuja”. Según Omar Aktouf (2012) la economía especulativa mundial representa el 97,3% de las fluctuaciones financieras, mientras que solamente el 2,7% corresponde a bienes y servicios reales.

El concepto de capitalismo de Burbuja se ha acuñado en los últimos años, pero sin lugar a dudas las burbujas especulativas han ocurrido en diferentes épocas y latitudes, llevando inexorablemente a las mismas consecuencias de quiebras y crisis. Por citar algunos ejemplos, se tiene: el Crash de los Tulipanes, ocurrido en Holanda en el siglo XVII; la Burbuja de Los Mares del Sur, en la Inglaterra de 1711, el Crack del 29, que se propagó desde EE.UU en lo que se llamó la Gran Depresión; la Burbuja Económica en Japón en la década de los 90, la crisis de las Punto.com en EE.UU en el año 2002, la crisis financiera mundial de 2008, la crisis de Islandia de 2009, entre otras (Álvarez, 2011, Páginas 2 – 11).

5. Se dice que en el mundo moderno no existen sistemas económicos puros, sino sistemas mixtos, donde puede prevalecer uno u otro sistema. Véase: O’kean, 2000, Página 4.

6. Diferencia entre el salario del trabajador y el valor de los bienes producidos, lo cual, constituye un plus valor que crea el trabajador sobre el valor de sus propios salarios. Según Marx, esta diferencia, que se apropia el capitalista, no se produciría si el obrero percibiese el producto íntegro de su trabajo. Véase: Cuevas, 1993, Página 453.

7. STIGLITZ, Joseph. *Caída Libre. América, los mercados libres y el hundimiento de la economía mundial* (2010).

En todas éstas crisis la constante fue siempre la especulación y la irracionalidad de agentes que parecen no ser para nada aversos al riesgo, en un ambiente de desregulación por parte de las autoridades, antecedido por un período de bonanza y optimismo que luego terminan en catastróficas depresiones (Álvarez, 2011, Página 12). En todas las burbujas parece que los agentes y el gobierno no tienen memoria y vuelven a repetir los mismos errores del pasado.

### La triste historia de una burbuja...

Para analizar de cerca la crisis de 2008, se hace necesario detenerse en estudiar algunos acontecimientos ocurridos desde 1929 en EE.UU, lo que se llamó la gran depresión. El documental *Inside Job* o trabajo confidencial, del director Charles H. Ferguson, narra de forma entretenida y clara todos los acontecimientos que se gestaron alrededor de la crisis; este material filmico es la base de esta parte del escrito.

El 24 de Octubre de 1929 se conoce a nivel mundial como el “Jueves Negro”, donde se produjo la caída de la Bolsa de Valores de Nueva York, provocando así un periodo prolongado de deflación, crisis que se propagó rápidamente a toda la economía estadounidense y al resto de países en el

mundo, iniciando lo que se conocería como la Gran Depresión de la década de los 30 (Álvarez, 2011, Página 5). Al parecer este hecho fue suficiente para que el gobierno de EE.UU regulara de manera estricta su mercado financiero.

A pesar de esto, en 1981 cuando Ronald Reagan asume la presidencia de los EE.UU, los hechos del pasado habían sido olvidados; Reagan elige a Donald Regan, como secretario del Tesoro, siendo éste el director del banco de inversiones Merrill Lynch; y en 1987 nombra a Alan Greenspan<sup>8</sup> como presidente de la Reserva Federal, quien se mantuvo en este cargo hasta 2006, iniciándose de esta forma 30 años de desregulación financiera, en las presidencias de Reagan, Clinton y Bush padre e hijo<sup>9</sup>.

En 1982 la desregulación se dio en entidades de ahorro y préstamos; al final de la década cientos de entidades habían fracasado, lo que costó 124.000 millones de dólares a los contribuyentes. Al final de los años 90’s y principios de los años 2000, durante la presidencia de Bill Clinton y George W. Bush había en EE.UU una alta concentración en la industria financiera, solo existían cinco bancos de inversión<sup>10</sup>, dos conglomerados financieros<sup>11</sup>, tres empresas de seguros<sup>12</sup> y tres agencias calificadoras de riesgo<sup>13</sup>. Para un economista poco versado en estos temas, este hecho ya constituía un gran riesgo.

Cabe destacar que para formar el conglomerado financiero Citigroup, a partir de la fusión de Citicorp y Travelers en 1998, se deroga la Ley Glass-Steagall de 1933, que controlaba la especulación financiera en EE.UU, a partir de la separación entre la banca de depósitos y la banca de inversión (bolsa de valores), prohibiendo de esta forma a los bancos de depósito participar en operaciones de riesgo. La Ley fue derogada en 1999 y en su lugar se aprobó la Ley Gramm–Leach–Bliley, lo cual, dejaba al sistema financiero totalmente centralizado y concentrado.

Después de la crisis de finales de los 80’s, a finales de los 90’s y principios del 2000 se presenta otra, conocida como la crisis de las punto.com, cuando los bancos de inversión fomentaron la compra de acciones en empresas tecnológicas poco sostenibles. Según Eliot Spitzer<sup>14</sup> quien fuera investigador para la época, las entidades financieras les pagaban compensaciones altas a los analistas bursátiles para que vendieran títulos de renta variable de empresas tecnológicas como Infospace o Excite, aunque las mismas hayan sido catalogadas como altamente riesgosas. En diciembre de 2002, los diez bancos norteamericanos más grandes “resolvieron la situación” con 1.400 millones de dólares.

8. Greenspan fue asesor de Charles Keating, quien fuera declarado en 1990 culpable de fraude, extorsión y conspiración, al estar vinculado a varias entidades de ahorro y crédito.

9. Ronald Reagan (1981-1989), George H. W. Bush (1989–1993), Bill Clinton (1993–2001), George W. Bush (2001–2009).

10. Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Bear Stearns.

11. Citigroup, JP Morgan Chase.

12. AIG, MBIA, AMBAC.

13. Moody’s, Standard & Poor’s, Fitch.

14. Abogado y político estadounidense del partido Demócrata.

Un hecho trascendental en la crisis de 2008, fue la innovación financiera alrededor de la emisión de derivados o las llamadas Obligaciones de Deuda Colateral o CDO - por sus siglas en Inglés: Collateralized Debt Obligation -, la cual se presentó a principios de los 90's. Un derivado es un producto financiero cuyo valor se basa en el precio de otro activo; el activo del que depende toma el nombre de activo subyacente<sup>15</sup>. Esto derivados generaron más inestabilidad en el mercado financiero. A finales de los noventa el mercado de derivados en EE.UU representaba alrededor de 50 billones de dólares.

En 1996 la señora Brooksley Born presidente de la Comisión de Negociación de Futuros de Materias Primas, se encargaba entre otros asuntos, de supervisar el mercado de los derivados. Born y su equipo en 1998 presentaron una propuesta de regulación de estos activos, pero la propuesta no prosperó, dada la presión que ejercía la banca y algunos sectores políticos. Entre 1999 y 2001, el senador de EE.UU Phil Gramm encabezó los esfuerzos para aprobar leyes bancarias de desregulación, incluyendo la histórica Ley Gramm-Leach-Bliley.

Con los CDO se estableció un nuevo sistema de titularización en EE.UU; mientras que con el antiguo

sistema había una relación directa entre el Agente Generador de Déficit - AGD, es decir, un solicitante de crédito y el Agente solicitante de crédito y el Agente Generador de Superávit - AGS o prestamista local. Con el nuevo sistema se estableció toda una "cadena alimenticia de titularización", donde el AGD, se relacionaba con el AGS, quien a su vez se relacionaba con los bancos de inversiones y estos a su vez con inversionistas de todo el mundo. Los Bancos de Inversiones, eran los encargados de ofrecer a los inversionistas los CDO en paquetes que combinaban varios títulos de diferente naturaleza<sup>16</sup>.

El problema con el nuevo sistema radicaba en tres hechos fundamentales; de un lado, los CDO muchas veces eran títulos altamente riesgosos, dado que muchos AGD no iban a poder asumir sus deudas, ya que eran poco solventes, lo que se presume era bien conocido por las entidades financieras; de otro lado, hubo un fenómeno creciente de desinformación, donde las calificadoras de riesgo eran "contratadas" por las firmas que ofrecían CDO para que éstos independientemente de su calidad fueran calificados en el máximo nivel, es decir como triple A. El otro hecho consistió en que los bancos de inversiones otorgaban altas compensaciones a sus comisionistas para que ofrecieran a sus clientes estos títulos altamente riesgosos y para que capturaran más créditos de esta naturaleza, debido a que las tasas de interés de los mismos eran altas. Los CDO se volvieron populares entre los fondos de retiro<sup>17</sup>, dado que a estos fondos solo se les permite invertir en títulos con alta calificación; además entre 2000 y 2003 en EE.UU la cantidad de hipotecas se cuadruplicó. A principios del 2000 hubo un gran aumento de créditos para vivienda altamente riesgoso, llamado subprime, los cuales se combinaban con otro tipo de créditos tipo prime en los CDO, recibiendo todos, calificación triple A.

La burbuja hipotecaria<sup>18</sup> comenzó a crecer, con el aumento no solo de los créditos, sino con el aumento del precio de las viviendas - entre 1996 y 2006 el precio de las viviendas se duplicó - en un proceso de especulación, bajo un esquema Ponzi<sup>19</sup> nacional altamente peligroso. A pesar de todo esto, tanto la Reserva Federal de EE.UU, como la Secretaría del Tesoro a la cabeza de Henry Paulson<sup>20</sup> y la Comisión de Bolsa y Valores SEC<sup>21</sup> - por sus siglas en inglés: US Securities and Exchange Commission - no intervinieron para nada.

Unido a todo esto, los bancos de inversión aumentaron su apalancamiento<sup>22</sup> insolventes; lo que se vio empeorado por el hecho que las

15. Los subyacentes utilizados pueden ser muy diferentes, acciones, índices bursátiles, valores de renta fija, tipo de intereses o también materias primas.

16. Préstamos hipotecarios, de estudio, tarjetas de crédito, préstamos para vehículos, etc.

17. Como el sistema público de jubilados de Misisipi.

18. En los años 70's y a finales de 80's habían existido otras burbujas hipotecarias en EE.UU, pero nunca de las magnitudes de la ocurrida en la década pasada.

19. El Esquema Ponzi es una operación fraudulenta de inversión que implica el pago de intereses a los inversores de su propio dinero invertido o del dinero de nuevos inversores. Esta estafa consiste en un proceso en el que las ganancias que obtienen los primeros inversionistas son generadas gracias al dinero aportado por ellos mismos o por otros nuevos inversores que caen engañados por las promesas de obtener, en algunos casos, grandes beneficios. El sistema sólo funciona si crece la cantidad de nuevas víctimas.

20. Llamado Hank, ex presidente del directorio y ejecutivo de Goldman Sachs.

21. Vale decir que durante la burbuja inmobiliaria fue reducida de 147 empleados a uno solo, perdiendo de esta forma toda capacidad de acción.

22. Relación entre el endeudamiento de los bancos y su capital propio.

aseguradoras como AIG comenzaron a vender un nuevo tipo de póliza de seguro no regulada llamado: Permuta de Incumplimiento Crediticio para los inversionistas con CDO. Dichas pólizas no solo fueron adquiridas por los tenedores de CDO, sino también por especuladores que las compraban apostando de esta forma por el fracaso de los CDO; entre estos especuladores estuvieron bancos de inversión como Goldman Sachs. El comprador de la póliza se comprometía a pagar a AIG una prima trimestral y a su vez la aseguradora lo cubría e indemnizaba en caso de que el CDO fracasara, lo cual, sumía a AIG en una inminente crisis.

Finalmente, el mercado de CDO se derrumbó y los bancos de inversión se quedaron con cientos de miles de millones de dólares en préstamos, CDO y los bienes raíces no pudieron recuperar. La Gran recesión comenzó en noviembre de 2007; en marzo de 2008 Bear Stearns se quedó sin dinero en efectivo, siendo adquirido por J.P. Morgan Chase, respaldado por la FED. En septiembre, el gobierno federal se hizo cargo de Fannie Mae y Freddie Mac, que había estado al borde del colapso. Dos días después, Lehman Brothers colapsó. Merrill Lynch, al borde del colapso, fue adquirido por Bank of America.

Henry Paulson y Timothy Geithner, Secretario del tesoro y presidente de la reserva federal de New York, respectivamente, insistieron que Lehman Brothers fuera a la quiebra, lo que resultó en el colapso del CDO en el mercado. El 17 de septiembre, la situación de insolvencia de AIG fue asumida por el gobierno. Al día siguiente, Paulson y el presidente de la FED Ben

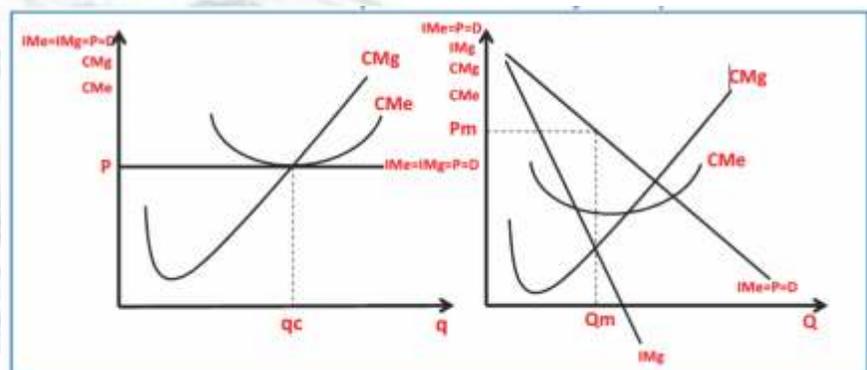
Bernanke solicitaron al Congreso por 700 millones de dólares para rescatar a los bancos. El sistema financiero mundial se paralizó. El 3 de octubre de 2008, el presidente Bush firmó el Programa de Alivio para Activos en Problemas, pero las bolsas mundiales continuaron cayendo.

Los despidos y las ejecuciones continuaron con el desempleo llegando a un 10% en los EE.UU. y la Unión Europea. En diciembre de 2008, General Motors y Chrysler también se enfrentaron a la quiebra. Las ejecuciones hipotecarias en los EE.UU. alcanzaron niveles sin precedentes de 6 a 9 millones de ejecuciones; al final, las viviendas habían perdido el 99,3% de su valor, todo esto se veía en los rostros llorosos de muchas personas que perdieron sus ahorros, su empleo, su futuro.

### Bajo la mirada de la teoría...

Analizando desde el punto de vista microeconómico, los hechos ocurridos durante la crisis de 2008, se pueden evidenciar al menos cuatro fenómenos que constituyeron el germen de la crisis. De un lado, la **concentración y centralización de los mercados financieros**. En economía existen dos tipos de industrias, las fragmentadas y las concentradas, en el primer caso existe competencia, no hay poder de mercado, por lo que se supone se privilegia al consumidor. En el segundo caso, la empresa (monopolio) o empresas (oligopolio) imponen las condiciones en el mercado, lo que salvo en situaciones excepcionales como el *monopolio natural*, no se permite, y si se presenta se asume como un fallo de mercado que debe ser regulado por el gobierno (Varian, 1999, Capítulos 22–24 y Varian, 1992, Capítulos 13-14).

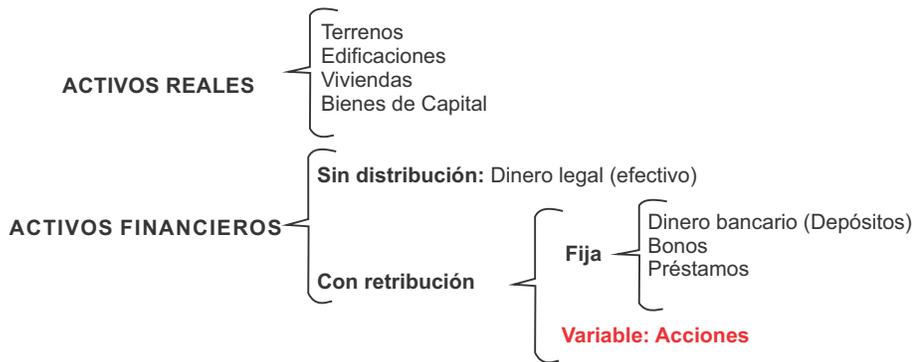
Gráfico N°1: Competencias Perfecta y Monopolio



Fuente: Fuente: Elaboración propia, basada en: Economía para la toma de decisiones, de Héctor Viscencio Bambrila., Pág. 257 y 303.

En el caso de las entidades financieras este hecho es aún más grave, debido a que lo que se negocia en este tipo de mercados, trasciende de activos reales, a activos financieros que pueden ser creados y destruidos con mayor facilidad, lo cual implica mayor riesgo para los poseedores de los mimos.

Figura N°1. Clases de Activos



Fuente: Elaboración propia, basada en: Economía para Negocios, de José María O’Kean, Pág. 158.

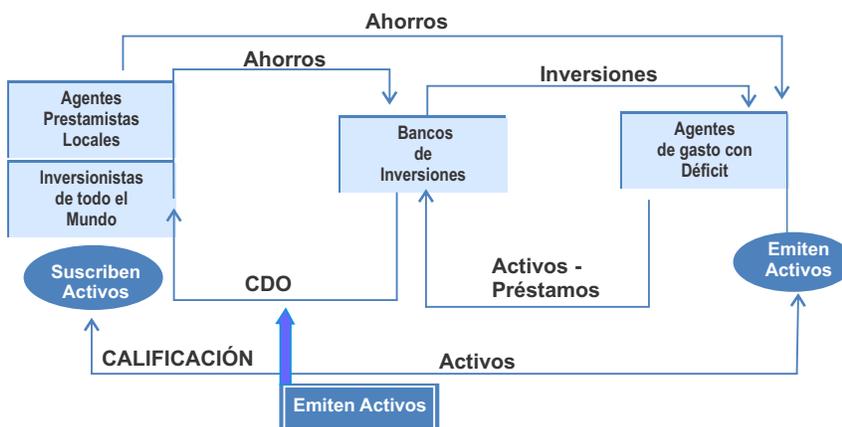
Este fenómeno de concentración de mercado se evidenció durante la crisis, debido a que para finales de los años 90’s, principios del 2000 en EE.UU el sistema financiero estaba conformado esencialmente por solo trece instituciones entre bancos, conglomerados, aseguradoras y calificadoras. A pesar que era un sistema más concentrado, tenía un mayor nivel de eslabonamiento, donde habían además de prestatarios y prestamistas locales, una serie de bancos y de inversionistas de todo el mundo.

Figura N°2. Antiguo sistema de Titularización



Fuente: Elaboración propia, basada en: Economía para Negocios, de José María O’Kean, Pág. 159.

Figura N°3. Nuevo sistema de Titularización



Fuente: Elaboración propia, basada en: Documental Inside Job, de Charles H. Ferguson.

Además del problema de concentración de los mercados, existen otros dos problemas que tienen que ver con asimetrías de la información, donde los agentes no conocen a los otros, ni la calidad de los bienes que van a adquirir. Específicamente hubo problemas de selección adversa y riesgo moral; la selección adversa se refiere a situaciones en las que un lado del mercado no puede observar el “tipo” o la calidad de los bienes del otro, a lo que se denomina problema del tipo oculto; por su parte el riesgo moral se refiere a las situaciones en las que un lado del mercado no puede observar lo que hace el otro lado, a lo que se denomina problema de la acción oculta (Varian, 1999, Capítulo 36 y Varian, 1992, Capítulo 25).

Para el caso de las hipotecas subprime se presentó selección adversa cuando los bancos en su afán de vender más CDO, otorgaban créditos a agentes que no poseían las condiciones mínimas de solvencia para asumir dichos compromisos; los préstamos subprime aumentaron de 30.000 millones de dólares al año a 600.000 millones al año en 10 años. Los agentes para los cuales existió el problema de tipo oculto, no fue precisamente para los bancos, sino más bien para los inversionistas que confiando en las calificadoras de riesgos y en la información de los comisionistas bancarios desconocían de la calidad de los activos que estaban adquiriendo.

De otro lado, existieron problemas de riesgo moral en la que los comparadores de CDO no observaban las acciones de los bancos para armar “estratégi-

Cabe destacar que el mismo mercado diseña señales para que los agentes se autoseleccionen, si los bancos hubiesen exigido garantías mucho más estrictas a los prestatarios, es muy posible que se hubieran podido evitar riesgos de selección adversa, debido a que un agente con capacidad de pago, hubiese tratado de ofrecer garantías para acceder al préstamo. En el caso del riesgo moral, al parecer la constante fue la mala acción de los directorios de las distintas entidades del sistema, que bajo un comportamiento completamente irracional desde el punto de vista económico, no parecían medir los riesgos que estaban corriendo con el dinero de los ciudadanos.

Finalmente el otro problema que según los analistas no ha sido abordado con la rigurosidad que se requiere de parte del gobierno de los EE.UU, es el problema de incentivos, bajo la relación del principal y el agente. Los incentivos se plantean como un sistema que recompensa a un agente para que éste tome alguna acción que el principal desea (Varian, 1999, Capítulo 36 y Varian, 1992, Capítulo 25).

Formalmente el problema es el siguiente:

$$\max(\pi) - S[f(\pi(x))]$$

$$\text{Sujeto a: } S[f(\pi)] - c(x) \geq \bar{U}$$

Donde:

$x$ : Es el esfuerzo que debe hacer el agente por obtener ganancias a corto plazo.

$\pi(x)$ : Es la ganancia a corto plazo que desea el principal.

$S[f(\pi)]$ : Es la compensación ejecutiva que recibe el agente si logra la ganancia a corto plazo.

La restricción se llama restricción

de participación, la cual es:

$S[f(\pi(x)) - c(x)]$ : La diferencia entre la compensación o incentivo que recibe el agente y el costo o esfuerzo que le representa al agente obtener las ganancias. Esta restricción debe ser mayor o al menos igual que la utilidad que le reporta al agente cualquier otra opción (es decir, trabajar en otra cosa o tomar otra decisión). El problema se resuelve si se halla  $x^*$

Según Raghuram Rajan, uno de los principales economistas del FMI durante 2003 – 2007, el sistema de incentivos durante la burbuja inmobiliaria de 1996 - 2006 y la crisis de 2008, estaba basado en altas compensaciones por la generación de ganancias a corto plazo, y la no imposición de multas por las pérdidas que se pudieran generar a largo plazo.

Se presume que los incentivos durante la burbuja iban desde compensaciones monetarias o bienes y servicios que recibían los ejecutivos de los directorios desde las más altas esferas, hasta los corredores hipotecarios dentro de los bancos de inversión, para poner en el mercado el mayor número de CDO; así como los incentivos que recibieron las calificadoras de riesgo para emitir sus evaluaciones. Es muy probable que este sistema de incentivo haya permeado las estructuras políticas, en una relación de “favores” desde los *banqueros* y *lobbistas* hacia el poder ejecutivo o legislativo y viceversa.

### Los espíritus animales...

Para finalizar esta disertación sobre la crisis de 2008 se empezará citando el concepto de “*espíritus animales*” (en inglés *animal spirits*), el cual es un término que John Maynard Keynes acuñó en su libro de 1936 *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Este concepto hace alusión a la emoción o el afecto que influye en el comportamiento humano; los espíritus animales pueden interpretarse como el espíritu que impulsa el pensamiento humano, el sentimiento y la acción.

La cita original de Keynes dice lo siguiente:

*“...Aún haciendo a un lado la inestabilidad debida a la especulación, hay otra inestabilidad que resulta de las características de la naturaleza humana: que gran parte de nuestras actividades positivas dependen más del optimismo espontáneo que de una expectativa matemática, ya sea moral, hedonista o económica. Quizá la mayor parte de nuestras decisiones de hacer algo positivo, cuyas consecuencias completas se irán presentando en muchos días por venir, sólo pueden considerarse como el resultado de los espíritus animales —de un resorte espontáneo que impulsa a la acción de preferencia a la quietud, y no como consecuencia de un promedio ponderado de los beneficios cuantitativos multiplicados por las probabilidades cuantitativas...”*, John Maynard Keynes, *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de Cultura Económica, Página 141.

Asumiendo lo anterior, desde los hechos ocurridos durante la gran crisis de 2008, se puede pensar que el comportamiento de los banqueros, de las aseguradoras, de la gran mayoría de agentes del sistema financiero y de los inversionistas y buscadores de rentas, fue irracional a nivel social. Para

un economista que analiza la ciencia desde una racionalidad estricta, no tiene sentido, actuar bajo un esquema Ponzi, dado que sabe muy bien que a la larga, el fraude será evidente y las pérdidas ocurrirán sobre todo para los más débiles e incautos.

A pesar que el comportamiento a nivel social fuera irracional, el comportamiento individual no obedeció a los espíritus animales, sino más bien al puro y simple egoísmo. Cada ser humano tiene sus propios intereses y preferencias, representadas teóricamente por medio de funciones de utilidad; el hecho que los seres humanos tengan intereses da la posibilidad que haya cooperación o conflicto, existirá lo primero si los intereses son comunes y el conflicto si los intereses son diferentes (Castellanos, 2012, Páginas 15 – 27).

El conflicto ofrece un dilema conceptual: si un determinado curso de acción beneficia a unos, pero perjudica a otros, ¿se debe llevar a cabo? ¿Quién dice que los que ganan son más importantes que los que pierden? (Castellanos, 2012, Páginas 15 – 27). Para el caso de los banqueros durante la crisis la situación fue bastante ventajosa; los altos ejecutivos de las empresas insolventes mantuvieron sus fortunas intactas, los principales bancos crecieron en poder y se duplicaron los esfuerzos contra la reforma, mientras que los ciudadanos del común perdieron sus ahorros y además aportaron mediante impuestos la financiación de las quiebras.

En una buena sociedad se han explotado todas las posibilidades de cooperación y se han resuelto los conflictos de manera equitativa; en términos económicos una buena sociedad es aquella donde se maximiza el bienestar social (Castellanos, 2012, Páginas 15 – 27). Para saber si la sociedad es equitativa se necesita tener claro el sistema de valores de la misma, la noción que esta tiene de justicia. Pero hay un problema importante y que las decisiones sociales, se basan en preferencias sociales, y muchas veces dichas preferencias violan los supuestos básicos de transitividad, donde puede existir un gran conflicto entre preferencias individuales de unos pocos y sociales de la mayoría.

Si se analiza a John Rawls (1971) la buena sociedad es aquella donde el beneficio es mayor para los menos aventajados, lo cual puede que sea injusto para los más fuertes, generándose nuevamente conflicto. Por su parte John Harsanyi (1994) trata de salvar este conflicto de intereses, presentando lo que él llamó ingeniosamente las preferencias empáticas, donde la utilidad de cada agente depende de sus preferencias egoístas, pero dichas preferencias a la vez están en función de lo que es bueno para los demás (Castellanos, 2012, Páginas 70 - 72); sin embargo, esto necesita un cambio de paradigma de estructuras mentales, donde cada agente pensando en sí mismo, piense en el común.

Hablando de teoría de juegos y volviendo al caso de los banqueros, es posible que el equilibrio de Nash y a la vez Paretiano se hubiese podido lograr bajo un esquema de cooperación, donde cada agente hubiera jugado de forma limpia; sin embargo, los seres humanos somos poco inteligentes para lograr este tipo de situaciones, al menos de manera voluntaria, por lo que no nos queda otro camino que el de la regulación, bajo un esquema de recompensas, pero sobre todo de castigos.



## BIBLIOGRAFÍA

**AKTOUF, Omar** (2012). Nuevas Tendencias en la Administración. Centre humanismes, gestions et mondialisation HEC-Montréal. Primer Congreso de Administración en Salud: Los nuevos retos de la administración en salud en Colombia. Medellín, Julio de 2012.

**ÁLVAREZ FALCON, Cesar** (2011). Burbujas Económicas: Las lecciones no aprendidas. Escuela de postgrado de la UPC. Cuadernos de Investigación EPG, Edición N°13, Enero de 2011.

**BANDERAS NAVARRO, Néstor** (2013). Reseña de Joseph E. Stiglitz (2011). Caída libre. El libre mercado y el hundimiento de la economía global. Revista de Claseshistoria, ISSN 1989-4988. Artículo N° 351. Madrid 15 de marzo de 2013.

**BAMBRILA, Héctor Viscencio** (2002). Economía para la toma de decisiones. Thomson.

**CASTELLANOS GARCÍA, Daniel** (2012). ¿Qué es la Justicia? Una defensa del bien común desde la teoría económica de la justicia distributiva. Universidad Externado de Colombia. Bogotá, Colombia, 2012.

**CUEVAS, Homero** (1993). Introducción a la Economía. Quinta edición aumentada. Universidad Externado de Colombia, Bogotá – Colombia.

**DESTINOBLES A., André Gerald** (2002). Reseña de “Los mercados de información asimétrica: Tema tratado por los premio nobel de economía 2001”. Aportes Benemérita Universidad Autónoma de Puebla, ISSN: 1665- 1219, Páginas 173 - 179. México, 2002.

**FERGUSON, Charles** (2010). Inside Job. Documental sobre la crisis de 2008. Material fílmico, 2010.

**MÉNDEZ MORALES, José Silvestre** (1999). Fundamentos de Economía. México. Mc Graw Hill.

**O’KEAN, José María** (2000). Economía para negocios. Análisis del entorno económico de los negocios. Segunda edición. Mc Graw Hill.

**KEYNES, John Maynard** (1936). Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero, Fondo de Cultura Económica, México, 1976.

**ROBINSON, William I** (2007). Una Teoría sobre el capitalismo global. Producción, clases y Estado en un mundo transnacional. Ediciones desde abajo. Bogotá, Junio de 2007.

**VARIAN, Hal R.** (1999). Microeconomía Intermedia. Un enfoque actual. Quinta edición. Antoni Bosch editor.

**VARIAN, Hal R.** (1992). Análisis Microeconómico. Tercera edición. Antoni Bosch editor.

