

«Probablemente el mejor
libro de periodismo
financiero de la historia.»

Felix Salmon, *Reuters*



LA GRAN APUESTA

MICHAEL LEWIS

DEBATE

La gran apuesta

Cómo un puñado de inversores jugaron a perder
contra el mundo, y ganaron

MICHAEL LEWIS

Traducción de
Francisco J. Ramos Mena

DEBATE

www.megustaleer.com

*A Michael Kinsley,
a quien todavía le debo un artículo*

Al hombre
más torpe se
le pueden
explicar los
temas más
difíciles si no
se ha formado
todavía
ninguna idea
de ellos; pero
no se puede
aclarar ni aun
lo más
sencillo al
hombre más
inteligente si
está
firmemente
convencido de
que conoce
ya, sin la
menor sombra
de duda, lo
que se
presenta ante
él.

LIEV TOLSTÓI, 1897

Prólogo

Poltergeist

La predisposición de un banco de inversión de Wall Street a pagarme cientos de miles de dólares por proporcionar asesoramiento de inversiones a personas adultas sigue siendo a día de hoy un misterio para mí. Yo tenía entonces veinticuatro años, y ninguna experiencia ni interés concreto en adivinar qué acciones y bonos subirían y cuáles bajarían. La función esencial de Wall Street era colocar capital: decidir quién debía obtenerlo y quién no. Puede creerme el lector si le digo que yo no tenía ni la menor idea. Nunca había hecho un curso de contabilidad, ni dirigido una empresa, y ni siquiera tenía ahorros propios que gestionar. Un buen día de 1985 había encontrado trabajo en Salomon Brothers, y un buen día de 1988 lo había

dejado, más rico que antes; y aunque escribí un libro sobre la experiencia, aún hoy todo el asunto me parece completamente absurdo, lo cual es una de las razones de que me fuera tan fácil renunciar al dinero. Yo imaginaba que la situación era insostenible. Más pronto que tarde, alguien iba a identificarme, junto con otras muchas personas más o menos iguales que yo, como un fraude. Más pronto que tarde llegaría el día de rendir cuentas, cuando Wall Street despertara y cientos, si no miles, de jóvenes como yo, que no tenían derecho alguno a hacer enormes apuestas con el dinero de otras personas o de persuadir a otras personas de que hicieran tales apuestas, serían expulsados de las finanzas.

Cuando me senté a escribir el relato de aquella experiencia —*El póquer del mentiroso*, se tituló —, lo hice con el espíritu de un joven que creía que lo dejaba cuando todavía la cosa iba bien. Simplemente estaba garabateando un mensaje y metiéndolo en una botella para quienes se pasaran por aquí en un futuro muy lejano. Si no había alguien entendido en la materia que pusiera todo

eso por escrito, pensaba, ningún ser humano del futuro creería que había ocurrido.

Hasta ese momento casi todo lo que se había escrito sobre Wall Street tenía que ver con el mercado de valores. Desde el principio, el mercado de valores había sido donde se asentaba la mayor parte de Wall Street. Pero mi libro trataba principalmente del mercado de bonos, porque ahora Wall Street estaba ganando mucho más dinero empaquetando, vendiendo y enredando con las crecientes deudas de Estados Unidos. También esto me parecía insostenible. Creía estar escribiendo un relato de época en torno a la década de 1980 en Estados Unidos, el momento en que una gran nación perdió su cordura financiera. Esperaba que los lectores del futuro se sintieran horrorizados al descubrir que en 1986 el presidente de Salomon Brothers, John Gutfreund, cobraba 3,1 millones de dólares mientras reventaba la empresa. Esperaba que se quedaran boquiabiertos ante la historia de Howie Rubin, el operador de bonos hipotecarios de Salomon, que había pasado a Merrill Lynch y perdido

puntualmente 250 millones de dólares. Esperaba que se sintieran escandalizados al saber que hubo un tiempo en Wall Street en que los presidentes de empresa tenían solo una vaga idea acerca de los complicados riesgos que estaban corriendo sus operadores de bonos.

Y ha resultado bastante como me lo imaginé; pero lo que no imaginé nunca es que el futuro lector pudiera contemplar retrospectivamente cualquiera de estas cosas, o mi propia experiencia concreta, y decir: «¡Qué curioso!». ¡Más bien qué inocente! Ni por un momento sospeché que la década financiera de 1980 se prolongaría dos décadas más, ni que la diferencia cuantitativa entre Wall Street y la vida económica normal y corriente crecería hasta hacerse cualitativa; que un solo operador de bonos podría cobrar 47 millones de dólares al año y sentirse estafado; que el mercado de bonos hipotecarios inventado en el parque de Salomon Brothers, que por entonces parecía tan buena idea, llevaría al mayor desastre económico financiero de la historia; que, justo veinte años después de que Howie Rubin se hiciera

escandalosamente conocido por perder 250 millones de dólares, otro operador de bonos hipotecarios llamado Howie, este de Morgan Stanley, perdería 9.000 millones de dólares en una sola transacción hipotecaria y seguiría siendo un desconocido, sin que nadie más allá de un pequeño círculo dentro de Morgan Stanley se enterara nunca de lo que había hecho o por qué.

Cuando me senté a escribir mi primer libro no tenía una gran agenda, aparte de narrar lo que consideraba un relato sorprendente. Si el lector me hubiera invitado a un trago y luego me hubiese preguntado qué efecto creía que iba a tener el libro en el mundo, podría haber respondido algo así como: «Espero que los estudiantes universitarios que intentan decidir qué hacer con sus vidas puedan leerlo y llegar a la conclusión de que es una tontería hacerse falsas ilusiones, y abandonar sus pasiones, o hasta sus más ligeros intereses, para hacerse financieros». Esperaba que algún muchacho brillante de la Universidad del Estado de Ohio que en realidad quería ser oceanógrafo leyera mi libro, declinara la oferta de Goldman

Sachs y se hiciera a la mar.

De algún modo, el mensaje pasó prácticamente desapercibido. Seis meses después de que se publicara *El póquer del mentiroso* yo me encontraba inundado de cartas de estudiantes de la Universidad del Estado de Ohio que querían saber si tenía algún otro secreto que compartir sobre Wall Street. Habían interpretado mi libro como un manual de instrucciones.

En las dos décadas posteriores a mi marcha estuve esperando el fin de Wall Street tal como yo lo conocía. Las vergonzosas primas; el interminable desfile de operadores canallas; el escándalo que hundió a Drexel Burnham; el escándalo que destruyó a John Gutfreund y terminó con Salomon Brothers; la crisis tras el colapso del fondo Long-Term Capital Management, de mi antiguo jefe John Meriwether; la burbuja de internet... Una y otra vez el sistema financiero se veía desacreditado de manera más o menos limitada. Pero los grandes bancos de Wall Street asentados en su centro simplemente seguían creciendo, así como las sumas de dinero que

repartían a personas de veintiséis años por realizar tareas sin ninguna utilidad social evidente. La rebelión de la juventud estadounidense contra la cultura del dinero nunca se produjo. ¿Por qué molestarte en derribar el mundo de tus padres cuando puedes comprarlo y vender los pedazos?

En un momento dado dejé de esperar. Supuse que no había ningún escándalo ni contratiempo lo suficientemente grande como para hundir el sistema.

Entonces llegó Meredith Whitney con una noticia. Whitney era una oscura analista de empresas financieras de una oscura empresa financiera, Oppenheimer & Co., que el 31 de octubre de 2007 dejó de ser oscura. Ese día predijo que Citigroup había manejado tan mal sus negocios que tendría que reducir drásticamente sus dividendos, o iría a la quiebra. Nunca está del todo claro qué causa qué dentro del mercado de valores un día determinado, pero sí lo estuvo que el 31 de octubre Meredith Whitney provocó el colapso del mercado de valores financieros. Al final de la sesión bursátil, una mujer de la que

prácticamente nadie había oído hablar nunca, y a la que bien se podría haber tildado de cero a la izquierda, se había cepillado el 8 por ciento de las acciones de Citigroup y 390.000 millones de dólares del valor de la Bolsa estadounidense. Cuatro días más tarde dimitía el presidente de Citigroup, Chuck Prince. Dos semanas después, Citigroup reducía drásticamente sus dividendos.

Desde aquel momento Meredith Whitney se convirtió en una especie de E. F. Hutton: cuando ella hablaba, la gente escuchaba. Su mensaje era claro: si usted quiere saber lo que valen realmente esas empresas de Wall Street, observe atentamente con frialdad esos activos malos que han adquirido con dinero prestado e imagine que los vendieran en una liquidación total. En su opinión, la gran cantidad de gente tan bien pagada que había dentro de ellas no valía nada. Durante todo 2008 replicó a las afirmaciones de los banqueros y agentes de Bolsa de que habían dejado atrás sus problemas con tal reducción o tal aumento de capital con su propia afirmación: «Se equivocan. Todavía no se han dado cuenta de lo mal que han gestionado sus

negocios. Siguen sin reconocer los miles de millones de dólares en pérdidas por bonos hipotecarios basura.* El valor de sus títulos es tan ilusorio como el valor de su gente». Los rivales acusaron a Whitney de estar sobrevalorada; los blogueros la acusaron de tener suerte. Fuera lo que fuese, el caso es que básicamente tenía razón. Pero es verdad que en parte solo hacía conjeturas. No había forma alguna de que pudiera haber sabido qué iba a pasarles a aquellas empresas de Wall Street, o siquiera el alcance de sus pérdidas en el mercado de las hipotecas basura. Ni sus propios presidentes lo sabían. «O eso, o es que son todos unos mentirosos —decía Whitney—, pero supongo que es verdad que simplemente no lo saben.»

Ahora bien, obviamente, Meredith Whitney no hundió Wall Street. Solo había expresado de forma más clara y en voz más alta una opinión que resultó ser mucho más sediciosa para el orden social que, pongamos por caso, las numerosas campañas de diversos fiscales generales de Nueva York contra la corrupción en Wall Street. Si un simple escándalo pudiera destruir a los grandes

bancos de inversión de Wall Street, estos habrían desaparecido hace mucho. Aquella mujer no decía que los banqueros de Wall Street fueran corruptos; decía que eran estúpidos. Al parecer, aquellas personas cuyo trabajo consistía en colocar capital ni siquiera sabían cómo gestionar el suyo.

Confieso que una parte de mí pensaba: «Si me hubiera quedado, esa es la clase de catástrofe que podría haber causado». Los personajes centrales del lío de Citigroup eran la misma gente con la que yo había trabajado en Salomon Brothers; algunos de ellos incluso habían estado en mi clase de formación en la empresa. En un momento dado no pude contenerme y llamé a Meredith Whitney. Eso era en marzo de 2008, justo antes de la quiebra de Bear Stearns, cuando el resultado todavía estaba pendiente de un hilo. Yo pensé: Si ella tiene razón, este realmente podría ser el momento en que se meta de nuevo al mundo financiero en la caja de la que se escapó a comienzos de la década de 1980. Yo tenía curiosidad por ver si lo que decía tenía sentido, pero también por saber de dónde había salido aquella joven que descalabraba el mercado

de valores con cada declaración.

Había llegado a Wall Street en 1994, procedente del Departamento de Inglés de la Universidad Brown. «Llegué a Nueva York y ni siquiera sabía que existía la investigación», explica. Había encontrado un trabajo en Oppenheimer & Co., y luego había tenido una suerte increíble: la de ser formada por un hombre que la ayudó a consolidar no solo una carrera profesional, sino también una visión del mundo. Me dijo que su nombre era Steve Eisman. «Cuando hice el anuncio de Citi —añadió—, una de las mejores cosas que ocurrieron fue que Steve me llamó y me dijo lo orgulloso que estaba de mí.» Dado que no había oído hablar nunca de Steve Eisman, no pensé mucho en ello.

Pero luego leí la noticia de que un gestor de fondos de cobertura poco conocido de Nueva York llamado John Paulson había ganado unos 20.000 millones de dólares para sus inversores y casi 4.000 millones para sí mismo. Eso era más dinero del que nadie había ganado nunca con tal rapidez en Wall Street. Además, lo había ganado apostando contra los propios bonos hipotecarios

basura que estaban hundiendo Citigroup y todos los demás grandes bancos de inversión de Wall Street. Los bancos de inversión de Wall Street son como los casinos de Las Vegas: ellos fijan las apuestas. El cliente que opta por los juegos de suma cero contra ellos puede ganar de vez en cuando, pero nunca sistemáticamente, y nunca de manera tan espectacular que lleve al casino a la bancarrota. Pero John Paulson había sido cliente de Wall Street. Ahí estaba la imagen especular de la misma incompetencia que había hecho destacar el nombre de Meredith Whitney. El casino había calculado muy mal las probabilidades de su propio juego, y al menos una persona se había dado cuenta de ello. Llamé de nuevo a Whitney para preguntarle, como les estaba preguntando a otros, si sabía algo que hubiera podido hacer prever el cataclismo de las hipotecas basura, arreglándoselas de antemano para ganar una fortuna con ello. ¿Quién más había advertido, antes de que el casino lo descubriera, que la rueda de la ruleta se había hecho predecible? ¿Quién más dentro de la caja negra de las finanzas modernas se

había percatado de los defectos de su maquinaria?

Eso era a finales de 2008. Por entonces había una larga y creciente lista de expertos que afirmaban que ellos ya habían predicho la catástrofe, pero una lista mucho más corta de personas que realmente lo habían hecho. De estas, todavía menos tuvieron el valor de apostar por su creencia. No es fácil distanciarse del histerismo de las masas —creer que la mayor parte de lo que hay en las noticias financieras es erróneo, creer que los financieros más importantes o mienten o se engañan— sin estar loco. Whitney recitó de un tirón una lista con media docena de nombres, sobre todo inversores a los que ella había asesorado personalmente. Hacia la mitad estaba John Paulson. El primero era Steve Eisman.

Una historia de origen secreto

Eisman entró en las finanzas más o menos cuando yo las dejé. Había crecido en la ciudad de Nueva York, había ido a escuelas yeshivá, se había graduado *cum laude* en la Universidad de Pensilvania y luego con honores en la Facultad de Derecho de Harvard. En 1991 era un abogado de empresa de treinta años que se preguntaba por qué siempre había creído que disfrutaría siendo abogado. «Lo odiaba —afirma hoy—. Odiaba ser abogado. Mis padres trabajaban como agentes de bolsa en Oppenheimer Securities, y se las arreglaron para conseguirme un puesto. No es muy edificante, pero eso fue lo que pasó.»

Oppenheimer era una de las últimas sociedades a la antigua usanza de Wall Street, y sobrevivía de

las migajas que dejaban Goldman Sachs y Morgan Stanley. Parecía menos una empresa que un negocio familiar. Lillian y Elliot Eisman habían estado proporcionando asesoramiento financiero a inversores individuales en nombre de Oppenheimer desde comienzos de la década de 1960 (Lillian había creado su correduría dentro de Oppenheimer, y Elliot, que había empezado como abogado penalista, se había unido a ella cuando empezó a recibir sustos una y otra vez de clientes mafiosos de medio pelo). Queridos y respetados tanto por sus colegas como por sus clientes, podían contratar a quien quisieran. Antes de rescatar a su hijo de la abogacía habían instalado a su vieja niñera en el parque de Oppenheimer. Así que cada vez que iba a informar a su madre y a su padre, Eisman tenía que pasar por la mujer que antaño le había cambiado los pañales. Sin embargo, Oppenheimer tenía una regla contra el nepotismo: si Lillian y Elliot querían contratar a su hijo, tenían que pagarle el sueldo durante el primer año, mientras los demás determinaban si valía o no la pena pagarle siquiera.

Los padres de Eisman, que en el fondo eran inversores de valores a la antigua usanza, siempre le habían dicho que el mejor modo de aprender sobre Wall Street era trabajar como analista financiero. Así que empezó a hacer análisis financiero, trabajando para la gente que moldeaba la opinión pública sobre las empresas públicas. Oppenheimer empleaba a unos veinticinco de tales analistas, la mayoría de cuyos análisis eran ignorados por el resto de Wall Street. «La única forma de que te pagaran como analista en Oppenheimer era tener razón y hacer el suficiente ruido como para que la gente se enterara», afirma Alice Schroeder, que en Oppenheimer cubría las compañías de seguros, luego pasó a Morgan Stanley, y a la larga terminó siendo la biógrafa oficial de Warren Buffett. Y añade: «En Oppenheimer había cierto elemento de contracultura. A toda la gente de las grandes empresas le pagaban para tener consenso». Resultó que Eisman tenía un talento especial para hacer ruido y romper la opinión consensuada. Empezó como analista financiero júnior, como un

ayudante de quien no se esperaba que ofreciera sus propias opiniones. Pero eso cambió en diciembre de 1991, cuando llevaba menos de un año en su nuevo trabajo. Una entidad prestadora de hipotecas basura llamada Aames Financial salió a Bolsa, y nadie en Oppenheimer se preocupó especialmente de expresar una opinión sobre ella. Uno de los banqueros de Oppenheimer, que esperaba ser contratado por Aames, irrumpió bruscamente en el departamento de investigación buscando a una persona que supiera algo del negocio hipotecario. «Yo era analista júnior y bastante me costaba ya aclararme —cuenta Eisman—, pero le dije que como abogado había trabajado en un acuerdo para The Money Store.» De modo que fue puntualmente nombrado analista principal para Aames Financial. «Lo que no le dije era que mi trabajo había consistido en leer y corregir los documentos, y que no había entendido ni una palabra de toda aquella jodida jerga.»

Aames Financial, como The Money Store, pertenecían a una nueva categoría de firmas que hacían préstamos a estadounidenses escasos de

fondos, conocidos eufemísticamente como «finanzas especiales». Dicha categoría no incluía a Goldman Sachs o a J. P. Morgan, pero sí a muchas empresas poco conocidas involucradas de una forma u otra en el auge de los préstamos hipotecarios basura de comienzos de la década de 1990. Aames fue la primera entidad prestadora de hipotecas basura que salió a Bolsa. La segunda, sobre la que se dio a Eisman responsabilidad exclusiva, se llamaba Lomas Financial Corp. Lomas acababa de salir de la bancarrota. «Le puse una calificación de venta porque era una auténtica mierda. Yo no sabía que se suponía que no había que poner calificaciones de venta a las empresas. Pensaba que había tres cajas —comprar, conservar y vender—, y que se podía elegir la que uno creyera más adecuada.» Le presionaron para ser un poco más optimista, pero el optimismo no era algo connatural a Steve Eisman. Podía fingir ser optimista, y a veces lo hacía, pero se sentía mejor no fastidiándola. «Yo podía oírlo gritando al teléfono desde el otro extremo de la sala —cuenta un antiguo colega—, alegremente entregado a

machacar las acciones de las empresas que cubría. Dice las cosas tal como las piensa.» Eisman mantuvo su calificación de venta sobre Lomas Financial aun después de que la Lomas Financial Corporation anunciara que los inversores no tenían que preocuparse por su situación financiera, dado que había equilibrado su riesgo de mercado. «El renglón más importante que escribí nunca como analista —cuenta Eisman— fue después de que Lomas dijera que estaban equilibrados.» Y recita el renglón de memoria: ««La Lomas Financial Corporation es una institución financiera perfectamente equilibrada: pierde dinero en todos los entornos de tipo de interés concebibles». Disfruté escribiendo esa frase más que ninguna otra que haya escrito nunca». Unos meses después de que publicara aquella valoración la Lomas Financial Corporation volvía a estar en bancarrota.

Eisman no tardó en consolidarse como uno de los pocos analistas de Oppenheimer cuyas opiniones podían estimular los mercados. «Para mí era como volver a la escuela —explica—.

Aprendería sobre todo un sector, y luego escribiría un artículo sobre ello.» La gente de Wall Street llegó a verlo como un auténtico personaje. Vestía con esmero solo a medias, como si alguien se hubiera tomado muchas molestias para comprarle ropa nueva y bonita, pero no le hubiera dicho exactamente cómo tenía que llevarla. Daba la impresión de que él mismo se hubiera arreglado el cabello rubio y muy corto. El rasgo central de su rostro, suave, expresivo y nada desagradable, era su boca, sobre todo porque normalmente estaba cuando menos entreabierta, incluso cuando comía. Era como si temiera no ser capaz de expresar cualquier pensamiento que le pasara por la mente con la suficiente rapidez antes de que surgiera el siguiente, de manera que mantenía el canal despejado. Todos sus demás rasgos se ordenaban, casi con diligencia, en torno a ese pensamiento incipiente. Era el extremo opuesto a una cara de póquer.

En su trato con el mundo exterior se reveló una pauta. El creciente número de personas que trabajaban para Steve Eisman lo adoraban, o,

cuando menos, les divertía, y apreciaban su predisposición y capacidad de desprenderse tanto de su dinero como de sus conocimientos. «Es un profesor nato —declara una mujer que trabajó para él—. Y un gran protector de las mujeres.» Se identificaba con los pequeños y los desvalidos sin ser nunca exactamente uno de ellos. Por otra parte, los hombres importantes que podrían haber esperado de Eisman algún signo de deferencia o de respeto a menudo salían de sus reuniones escandalizados y ofendidos. «Mucha gente no entiende a Steve —me había dicho Meredith Whitney—, pero la gente que le entiende lo adora.» Una de las personas que no entendió a Steve fue el jefe de una gran agencia de Bolsa estadounidense, que durante un almuerzo oyó explicar a Eisman ante varias decenas de inversores por qué él, el jefe de la agencia, no comprendía su propio negocio, y luego le vio marcharse en mitad del almuerzo para no volver («Tuve que ir al baño —explica Eisman—; no sé por qué no volví»). Después del almuerzo, el tipo anunció que nunca más accedería a entrar en

ningún sitio donde estuviera Steve Eisman. Otro fue el presidente de una gran inmobiliaria japonesa. Había enviado a Eisman la declaración financiera de su empresa, y luego, con un intérprete, le había pedido inversiones. «Ni siquiera usted tiene acciones de su empresa», le dijo Eisman, después de los complicados preámbulos de los hombres de negocios japoneses. El intérprete consultó con el presidente.

«En Japón no es costumbre que los directivos tengan acciones», le respondió este finalmente.

Eisman observó que la declaración financiera de aquel tipo en realidad no revelaba ningún detalle verdaderamente importante sobre su empresa; pero en lugar de limitarse a decírselo, alzó el documento en el aire, como si fuera a deshacerse de un zurullo. «Esto... es papel higiénico —dijo—. Tradúzcaselo.»

«El japonés se quitó las gafas —recordaba un testigo del extraño encuentro—. Le temblaban los labios. Estaba a punto de estallar la tercera guerra mundial. “¿Papel higiénico? ¿Papel higiénico?”.»

El gerente de un fondo de cobertura que contaba

a Eisman entre sus amigos intentó explicarme cómo era, pero lo dejó al cabo de un minuto — después de describir a Eisman desenmascarando a varios peces gordos como mentirosos o idiotas— y se echó a reír. «En algunas cosas es un poco gilipollas, pero es listo, honesto e intrépido.»

«Incluso en Wall Street la gente piensa que es grosero, desagradable y agresivo —dice la esposa de Eisman, Valerie Feigen, que trabajó en J. P. Morgan antes de dejarlo para abrir la tienda de ropa femenina Edit New York y criar a sus hijos—. No tiene ningún interés en los modales. Créame, lo he intentado una y otra vez.» Cuando le llevó a su casa por primera vez, su madre le dijo: «Bueno, no podemos sacar partido de él, pero siempre es posible subastarlo en UJA».* Eisman tenía una especie de talento para ofender a la gente. «No es tácticamente grosero —explica su esposa—. Es sinceramente grosero. Sabe lo que todo el mundo piensa de su carácter, pero él no se ve a sí mismo de ese modo. Steven vive en su propio mundo.»

Cuando se le pregunta por la contrariedad que

suscita a su alrededor, Eisman se limita a mirar perplejo, incluso un poco herido: «A veces se me olvida», dice encogiéndose de hombros.

Esta era la primera de las teorías sobre Eisman: simplemente estaba mucho más interesado en lo que repiqueteaba en su cerebro que en quienquiera que casualmente tuviera delante, hasta el punto de que lo uno anulaba por completo a lo otro. Pero esa teoría les parecía incompleta a quienes conocían bien a Eisman. Su madre, Lillian, ofrecía una segunda teoría: «Steven en realidad tiene dos personalidades», explicaba con cautela. Una era la del niño al que le había regalado la bicicleta nueva que tan desesperadamente ansiaba, solo para verle pedalear hasta Central Park, prestársela a un niño al que no conocía de nada y quedarse mirando mientras desaparecía a lo lejos. La otra era la del joven que se propuso estudiar el Talmud, no porque tuviera el más mínimo interés en Dios, sino porque sentía curiosidad por sus contradicciones internas. Su madre había sido designada presidenta de la Junta de Educación Judía de la ciudad de Nueva York, y Eisman

peinaba el Talmud en busca de incoherencias. «¿A quién más se le ocurre estudiar el Talmud para encontrar sus errores?», pregunta su madre. Más tarde, después de que Eisman se hiciera bastante rico y pensara en cómo donar dinero, aterrizó en una organización llamada Footsteps, dedicada a ayudar a los judíos jasídicos a escapar de su religión. Ni siquiera podía donar su dinero sin buscar pelea.

En prácticamente todos los aspectos Eisman era un personaje curioso. Y había entrado en Wall Street en el comienzo de una fase no menos curiosa. La creación del mercado de bonos hipotecarios, una década antes, había ampliado Wall Street para llevarlo a un ámbito en el que no se había introducido nunca: las deudas de los estadounidenses normales y corrientes. Al principio, la maquinaria del nuevo mercado de bonos se había ocupado de la mitad más solvente de la población norteamericana. Ahora, con la ampliación del mercado de bonos hipotecarios a los estadounidenses con menos facilidades crediticias, se alimentaba de las deudas de la

mitad menos solvente.

Los bonos hipotecarios se diferenciaban en importantes aspectos de los viejos bonos de empresa y bonos del Estado. Un bono hipotecario no era un único préstamo gigantesco por un plazo explícitamente fijado. Era un derecho sobre los flujos de efectivo de un grupo de miles de hipotecas de viviendas individuales. Tales flujos de efectivo eran siempre problemáticos, dado que los prestatarios tenían derecho a amortizar su deuda en el momento en que quisieran. Esta era la única gran razón por la que al principio los inversores en bonos se habían mostrado renuentes a invertir en préstamos hipotecarios de vivienda: normalmente los prestatarios de hipotecas solo amortizaban sus préstamos cuando bajaban los tipos de interés y podían refinanciarlos a un precio más bajo, dejando al poseedor de un bono hipotecario con un montón de dinero en efectivo que ahora tenía que invertir a tipos de interés inferiores. El inversor en préstamos de vivienda no sabía cuánto tiempo duraría su inversión; solo que recuperaría su dinero cuando menos lo

quisiera. Para limitar esa incertidumbre, la gente con la que yo había trabajado en Salomon Brothers, los creadores del mercado de bonos hipotecarios, dieron con una inteligente solución. Cogieron gigantescos grupos de préstamos de vivienda y dividieron los pagos hechos por los propietarios en partes denominadas tramos. El comprador del primer tramo era como el dueño de la planta baja en una inundación: se veía afectado por la primera oleada de pagos anticipados de hipotecas. A cambio, recibía un tipo de interés más alto. El comprador del segundo tramo —el primer piso del rascacielos— sufría la siguiente oleada de pagos anticipados, y a cambio recibía el segundo tipo de interés más elevado, y así sucesivamente. El inversor del último piso del edificio recibía el tipo de interés más bajo, pero tenía la mayor seguridad de que su inversión no terminaría antes de lo que él quería.

El gran temor del inversor en bonos hipotecarios de la década de 1980 era que su dinero se le reembolsara demasiado pronto, no que no se le reembolsara en absoluto. El grupo de

préstamos subyacente a los bonos hipotecarios se adaptaba a las normas, en cuanto a su tamaño y la calidad crediticia de los prestatarios, establecidas por una de las tres agencias del gobierno estadounidense: Freddie Mac, Fannie Mae y Ginnie Mae. Los préstamos, en efecto, tenían la garantía del Estado; si los propietarios de las viviendas incumplían sus compromisos de pago, era el Estado el que pagaba sus deudas. Cuando Steve Eisman irrumpió en este nuevo y rápidamente creciente sector de especialización financiera estaba a punto de darse un nuevo uso a los bonos hipotecarios: hacer préstamos que no reunían los requisitos para tener la garantía del Estado. El objetivo era extender el crédito a propietarios cada vez menos solventes, no tanto para que pudieran comprar una casa como para que pudieran utilizar cualquier patrimonio que tuvieran para refinanciar la casa que ya poseían.

Los bonos hipotecarios creados a partir de préstamos de viviendas basura extendieron la lógica inventada para abordar el problema de las amortizaciones anticipadas al problema de que no

hubiera amortización en absoluto. El inversor de la primera planta, o tramo, se vería expuesto no a pagos anticipados, sino a pérdidas reales. Asumiría las primeras pérdidas hasta que su inversión quedara completamente eliminada, después de lo cual las pérdidas pasarían a afectar al tipo de la segunda planta; y así sucesivamente.

A comienzos de la década de 1990 solo un par de analistas de Wall Street dedicaban su carrera profesional a entender los efectos de extender el crédito a sitios donde ese sol no brillaba a menudo. Steve Eisman era uno de ellos; el otro era Sy Jacobs. Este último había pasado por el mismo programa de formación en Salomon Brothers que yo, y entonces trabajaba para un pequeño banco de inversión llamado Alex Brown. «Pasé por el programa completo de formación de Salomon y me enteré de lo que iba a hacer ese nuevo gran modelo de titularización que estaba creando Lewie Ranieri», recuerda hoy (Ranieri era lo más parecido a un padre fundador que tenía el mercado de bonos hipotecarios). Las implicaciones de convertir hipotecas de vivienda en bonos eran

increíblemente vastas. El pasivo de un hombre siempre había sido el activo de otro, pero ahora cada vez más pasivos podían convertirse en trozos de papel que se podían vender a alguien. En poco tiempo, el parqué de Salomon Brothers dio origen a pequeños mercados de bonos financiados por toda clase de operaciones extrañas: cargos pendientes de tarjetas de crédito, alquileres de aviones, autopréstamos, cuotas de gimnasios... Inventar un mercado nuevo era solo cuestión de encontrar un nuevo activo que pignorar. Y el activo sin explotar más obvio en Estados Unidos seguía siendo la vivienda. Las personas con primeras hipotecas tenían enormes cantidades de patrimonio inmovilizado en sus casas; ¿por qué no habría que titularizar también ese patrimonio sin explotar? «El pensamiento en el mundo *subprime* —explica Jacobs— era que había un estigma social asociado a ser prestatario de una segunda hipoteca, y que en realidad no debería haberlo. Si tu calificación crediticia era un poco peor, pagabas mucho más; y mucho más de lo que realmente deberías. Si podíamos crear un mercado de bonos masivo,

podríamos hacer que bajara el coste para los prestatarios. Estos podrían reemplazar la deuda de la tarjeta de crédito, con un tipo de interés alto, por la deuda hipotecaria, con un tipo de interés inferior. Eso se convertiría en una predicción que llevaría aparejado su propio cumplimiento.»

Se suponía que la creciente interacción entre las altas finanzas y el Estados Unidos de clase media sería buena para el Estados Unidos de clase media baja. Esta nueva eficiencia en los mercados de capitales permitiría a los estadounidenses de clase media baja pagar tipos de interés cada vez menores por sus deudas. A comienzos de la década de 1990, las primeras entidades prestadoras de hipotecas basura —The Money Store, Greentree, Aames— hicieron ofertas públicas de acciones a fin de poder crecer más rápido. A mediados de la misma década, decenas de pequeñas entidades de crédito al consumo se incorporaban al mercado cada año. El sector de los préstamos basura se fragmentó. Dado que los prestadores vendían muchos de los préstamos que hacían —aunque no todos— a otros inversores, en forma de bonos

hipotecarios, el sector estaba también plagado de riesgo moral. «Era un negocio de dinero fácil — cuenta Jacobs—. Cualquier negocio donde puedes vender un producto y ganar dinero sin tener que preocuparte acerca de cómo funciona ese producto atrae fácilmente a mala gente. Era la parte sórdida de una idea buena. Eisman y yo creíamos ambos en la gran idea, y ambos conocimos a algunos personajes realmente malos. Ese era nuestro trabajo: averiguar qué personajes eran los adecuados para llevar a cabo la gran idea.»

Los préstamos hipotecarios basura eran todavía una ínfima parte de los mercados crediticios estadounidenses —unas decenas de miles de millones en préstamos cada año—, pero su existencia tenía sentido, incluso para Steve Eisman. «Yo creía que era en parte una respuesta a la creciente desigualdad de la renta —declaraba—. La distribución de la renta en este país era sesgada y se estaba haciendo más sesgada, y el resultado era que tenías más clientes *subprime*.» Obviamente, a Eisman le pagaban para ver sentido en los préstamos basura: Oppenheimer se

convirtió rápidamente en uno de los principales banqueros del nuevo sector, gracias en no poca medida a que Eisman era uno de sus más destacados defensores. «Saqué a Bolsa muchas empresas *subprime* —explica Eisman—. Y la historia que les gustaba contar era que “estamos ayudando al consumidor, ya que le quitamos la deuda de su tarjeta de crédito, con un tipo de interés alto, y le llevamos a una deuda hipotecaria con un tipo de interés inferior”. Y yo me creía esa historia.» Pero entonces algo cambió.

Vincent Daniel había crecido en Queens, sin ninguna de las ventajas que Steve Eisman daba por sentadas. Y, sin embargo, cuando uno le conocía podía suponer que era Vinny el que había crecido en el confort de Park Avenue, y Eisman el que se había criado en el pequeño dúplex de la Avenida Ochenta y dos. Eisman era descarado y ostentoso, y se centraba en las grandes cosas. Vinny era cauteloso y precavido, y se interesaba en los detalles. Era joven y sano, con una espesa mata de

cabello negro y hermosas facciones, pero su aspecto se ensombrecía debido a su expresión preocupada: los labios siempre dispuestos a apretarse, el ceño siempre listo para fruncirse. Tenía poco que perder, pero aun así parecía permanentemente preocupado por la posibilidad de que algo importante estuviera a punto de arrebatárselo. Su padre había sido asesinado cuando él era pequeño —aunque nadie hablaba nunca de ello—, y su madre había encontrado trabajo como contable en una empresa comercial. Había criado ella sola a Vinny y a su hermano. Quizá fuera Queens, quizá fuera lo que le había pasado a su padre, o quizá fuera solo el modo de ser de Vincent Daniel, pero el caso es que veía al prójimo con el más intenso de los recelos. Con la reverencia de un campeón al hablar de otro campeón aún mayor, Steve Eisman declaraba: «Vinny es oscuro».

Eisman era un chico de clase media alta que apenas se había sorprendido cuando acabó en Pensilvania en lugar de Yale. Vinny era un chico de clase media baja cuya madre se sintió orgullosa

del mero hecho de que fuera a la universidad, y más orgullosa todavía cuando en 1994, después de que Vinny se licenciara en la Universidad del Estado de Nueva York, lograra ser contratado en Manhattan por Arthur Andersen, la empresa de auditoría contable que desapareció unos años más tarde a raíz del escándalo Enron. «Cuando creces en Queens, uno descubre muy rápidamente dónde está el dinero —explicaba Vinny—: está en Manhattan.» Su primera tarea en Manhattan, como contable júnior, fue auditar Salomon Brothers. De inmediato se sintió sorprendido por la opacidad de los libros de un banco de inversión. Ninguno de sus colegas contables fue capaz de explicarle por qué los operadores hacían lo que hacían. «Yo no tenía ni idea de lo que estaba haciendo —explicaba Vinny—. Pero lo temible era que mis jefes tampoco la tenían. Yo hacía preguntas básicas como ¿por qué tienen ese bono hipotecario? ¿Simplemente es que han invertido en él, o forma parte de alguna estrategia mayor? Creía que necesitaba saberlo. Es realmente difícil auditar una empresa si no puedes atar cabos.»

Llegó a la conclusión de que efectivamente no había modo alguno de que un contable encargado de auditar una gigantesca firma de Wall Street pudiera saber si esta ganaba dinero o lo perdía. Eran como gigantesca cajas negras, cuyos ocultos engranajes estaban en constante movimiento. Tras varios meses de auditoría, el jefe de Vinny se cansó de sus preguntas. «Él no podía explicármelo. Me dijo: “Vinny, ese no es tu trabajo. Te he contratado para hacer x , y y z ; haz x , y y z , y cierra el pico”. Abandoné su despacho y me dije: “Tengo que salir de aquí”.»

Vinny se buscó otro empleo. Un viejo amigo de la escuela trabajaba en un lugar llamado Oppenheimer & Co., y ganaba bastante dinero. Entregó el currículum de Vinny en recursos humanos, y este llegó a manos de Steve Eisman, que estaba buscando a alguien para que le ayudara a analizar la contabilidad cada vez más arcana empleada por los inventores de las hipotecas basura. «Yo no sé hacer sumas —afirma Eisman—. Me pongo a pensar en otra cosa. Necesito ayuda con los números.» Vinny había oído que

Eisman podía ser un tipo difícil, y le sorprendió que, cuando se conocieron, a este solo le preocupara si se llevarían bien. «Parecía estar buscando únicamente una buena persona», cuenta Vinny. Se habían reunido dos veces cuando Eisman le telefoneó de manera inesperada. Vinny supuso que estaba a punto de ofrecerle un empleo, pero poco después de que empezaran a hablar Eisman recibió una llamada urgente por la otra línea y dejó a Vinny en espera. Este esperó en silencio durante quince minutos, pero Eisman no volvió a retomar la conversación con él.

Dos meses más tarde, Eisman lo llamó de nuevo: ¿cuándo podía empezar?

Eisman no recordaba por qué había dejado a Vinny en espera, del mismo modo que no podía recordar por qué había ido al baño en mitad de un almuerzo con un presidente de empresa de alto nivel y no había regresado. Vinny no tardó en encontrar su propia explicación: al descolgar la otra línea, a Eisman le habían informado de que su primer hijo, un recién nacido llamado Max, había muerto. A Valerie, su esposa, enferma de gripe, la

había despertado una niñera de noche para decirle que ella, la niñera, se había girado sobre el bebé mientras dormía y lo había asfixiado. Una década después, las personas más cercanas a Eisman describirían este hecho como un acontecimiento que cambió su relación con el mundo que le rodeaba. «Steven siempre pensaba que llevaba un ángel sobre el hombro —contaba Valerie—. A él nunca le pasaba nada malo. Estaba protegido y a salvo. Después de la muerte de Max, el ángel de su hombro se desvaneció. Ahora podía pasarle cualquier cosa a cualquiera en cualquier momento.» Desde entonces ella advirtió numerosos cambios en su marido, grandes y pequeños, algo con lo que el propio Eisman estaba de acuerdo: «Desde el punto de vista de la historia del universo, la muerte de Max no fue un gran suceso —decía—. Fue solo mi gran suceso».

En cualquier caso, Vinny y Eisman nunca hablaron de lo que había ocurrido. Lo único que sabía Vinny era que saltaba a la vista que el Eisman para el que fue a trabajar no era exactamente el mismo Eisman que había conocido

varios meses antes. El Eisman con el que Vinny se había entrevistado era, para los estándares de los analistas de Wall Street, honesto. Él no se negaba del todo a cooperar. Oppenheimer se contaba entre los principales banqueros del sector de las hipotecas basura, y nunca les habrían dado el negocio bancario si Eisman, su analista más bullicioso, no hubiera estado dispuesto a decir cosas agradables sobre ellos. Por mucho que disfrutara machacando a las empresas menos viables, aceptaba que el sector de los créditos basura representaba un añadido útil para la economía estadounidense. Su predisposición a ser grosero con algunos de aquellos inventores del mundo *subprime* resultaba en cierto sentido útil: daba credibilidad a sus recomendaciones a los demás.

Pero Eisman estaba ahora a punto de adoptar una disposición perceptiblemente más negativa, de formas que, desde el punto de vista de su jefe, serían financieramente contraproducentes. «Era como si se oliera algo —diría Vinny—. Y necesitaba mi ayuda para descubrir qué se olía.»

Eisman quería escribir un informe que más o menos condenara a todo el sector, pero tenía que ser más cuidadoso de lo habitual. «En ventas se puede ser positivo y equivocarse —dice Vinny—. Pero si eres negativo y te equivocas, te echan.» La munición necesaria para causar problemas acababa de llegar unos meses antes de Moody's: la agencia de calificación poseía en esos momentos, y ofrecía para su venta, toda clase de nueva información sobre préstamos hipotecarios basura. Aunque la base de datos de Moody's no permitía examinar préstamos individuales, sí ofrecía un panorama general de los grupos de préstamos subyacentes a los bonos hipotecarios individuales: cuántos eran de tipo variable, cuántas de las casas hipotecadas estaban ocupadas por su propietario... Y lo que era más importante, cuántos eran morosos. «Aquí está esa base de datos —se limitó a decir Eisman—. Entra en esa habitación. No salgas hasta que hayas averiguado qué significa.» Vinny tuvo la impresión de que Eisman ya sabía qué significaba.

Por lo demás, Vinny dependía solo de sí mismo.

«Tenía veintiséis años —explica—, y de hecho no había entendido qué son realmente los valores con garantía hipotecaria.» Tampoco Eisman sabía nada de ellos: él era un hombre de Bolsa, y Oppenheimer ni siquiera tenía un departamento de bonos. Vinny tuvo que aprender por sí mismo. Cuando terminó, tenía una explicación del desagradable efluvio que emanaba el sector de las hipotecas basura y que Eisman había detectado. Aquellas empresas revelaban sus ingresos siempre crecientes, pero poco más. Uno de los muchos aspectos que no revelaban era la tasa de morosidad de los préstamos de vivienda que hacían. Cuando Eisman se lo reprochó, estas argumentaron que el hecho era irrelevante, ya que habían vendido todos los préstamos a gente que los había empaquetado en bonos hipotecarios, y, por lo tanto, el riesgo ya no era suyo. Pero eso era una falsedad. Todas conservaban alguna pequeña fracción de los préstamos que habían originado, y a las empresas se les permitía contabilizar como beneficios el valor futuro esperado de tales préstamos. Las reglas de contabilidad les

permitían presuponer que los préstamos serían amortizados, y no antes de tiempo. Ese presupuesto sería el motor de su ruina.

Lo que supo ver con antelación el ojo de Vinny fueron los elevados pagos anticipados procedentes de un sector denominado «viviendas prefabricadas» («Suenan mejor que “casas rodantes”»). Las casas rodantes diferían de las que carecían de ruedas en que su valor bajaba, como los coches, desde el momento en que salían de la tienda. El comprador de una casa rodante, a diferencia del comprador de una vivienda normal y corriente, no podía confiar en refinanciarla en dos años y sacar dinero. ¿Por qué hacían pagos anticipados tan rápidamente?, se preguntó Vinny. «Para mí no tenía sentido. Entonces vi que la razón de que los pagos anticipados fueran tan elevados es que eran involuntarios.» «Pago anticipado involuntario» suena mejor que «impago». Los compradores de casas rodantes dejaban de pagar los préstamos, sus casas rodantes se embargaban, y la gente que les había prestado el dinero recibía fracciones de los préstamos originales. «A la larga

vi que todos los sectores *subprime*, o bien eran objeto de pagos anticipados, o bien se echaban a perder a un ritmo increíble —decía Vinny—. Yo solo veía tasas de morosidad increíblemente altas en aquellos fondos.» El tipo de interés de los préstamos no era lo bastante elevado como para justificar el riesgo de prestar a aquella franja concreta de la población estadounidense. Era como si las reglas de las finanzas ordinarias se hubieran suspendido en respuesta a un problema social. Un pensamiento cruzó su mente: ¿cómo hacer que los pobres se sientan ricos cuando los salarios están estancados?; concediéndoles préstamos baratos.

Examinar todos y cada uno de los grupos de préstamos hipotecarios basura le llevó seis meses, pero cuando terminó salió de la habitación y le dio la noticia a Eisman. Aquellas entidades de préstamos basura estaban creciendo tan rápidamente, y utilizando una contabilidad tan mentecata, que podían enmascarar el hecho de que no tenían unos ingresos reales, solo ingresos ilusorios, de índole contable. Poseían el rasgo

esencial de un esquema Ponzi: a fin de mantener la ficción de que eran empresas rentables necesitaban cada vez más y más capital para crear cada vez más y más préstamos basura. «En realidad, yo no estaba del todo seguro de tener razón —explicaba Vinny—, pero hablé con Steve y le dije: “La verdad es que esto no pinta nada bien”. Era todo lo que quería saber. Creo que lo que necesitaba eran pruebas para rebajar los valores.»

El informe que escribió Eisman dejaba en muy mal lugar a los creadores de *subprime*; uno por uno, revelaba los engaños de una decena de empresas. «Aquí está la diferencia —decía— entre la visión del mundo que te presentan y las cifras reales.» Pero las empresas *subprime* no apreciaron su esfuerzo. «Armó un gran revuelo —explicaba Vinny—. Todas aquellas empresas *subprime* llamaban y le gritaban: “¡Te equivocas! ¡Tus datos están mal!”. Y él se limitaba a gritarles a su vez: “¡Son vuestros jodidos datos los que están mal!”.» Una de las razones por las que el informe de Eisman molestó tanto es porque no había avisado previamente a las empresas contra

las que arremetía. Había violado el código de Wall Street. «Steve sabía que aquello iba a armar escándalo —decía Vinny—. Y él quería armarlo. No quería que le hicieran cambiar de opinión. Si les hubiera avisado, aquella gente habría intentado que cambiara de opinión.»

«Nunca pudimos evaluar los préstamos antes porque nunca tuvimos los datos —explicaría Eisman más tarde—. Mi nombre estaba asociado al sector. Mi reputación se había construido cubriendo aquellos valores. Si me equivocaba, ese sería el final de la carrera de Steve Eisman.»

Eisman publicó su informe en septiembre de 1997, en medio de lo que parecía ser uno de los mayores auges económicos de la historia estadounidense. Menos de un año después, Rusia incumplió sus pagos y un fondo de cobertura llamado Long-Term Capital Management quebró. En el subsiguiente sálvese quien pueda, a los primeros prestamistas *subprime* se les negó el capital y puntualmente quebraron en masa. Su fracaso se interpretó como una recusación de sus prácticas contables, que les permitían registrar

beneficios antes de que se realizaran. Nadie salvo Vinny, por lo que este sabía, entendió nunca realmente hasta qué punto los préstamos que había hecho eran una basura. «Que hubiera tal ineficiencia en este mercado hacía que me sintiera bien —explicaba—. Porque si el mercado es capaz de tenerlo todo en cuenta, entonces probablemente me he equivocado de profesión. Si no puedes aportar nada observando esa cosa tan misteriosa, ¿por qué molestarse? Pero yo era el único tipo que sabía que estaba cubriendo a empresas que iban a quebrar una tras otra durante el mayor auge económico que veré en mi vida. Yo veía de qué estaba hecha la salchicha de la economía, y era realmente muy extraña.»

Aquel fue el momento en que se hizo evidente por primera vez que Eisman no era simplemente un poco escéptico: tenía en su cabeza una imagen del mundo financiero que era radicalmente distinta de, y menos lisonjera que, el autorretrato que el propio mundo financiero se hacía de sí mismo.

Unos años después dejó su empleo y se fue a trabajar para un gigantesco fondo de cobertura llamado Chilton Investment. Había perdido interés en decirles a otros dónde invertir su dinero; pensaba que podría seguir interesado si gestionaba su propio dinero y apostaba en base a sus propios juicios. Tras contratar a Eisman, a Chilton Investment le entraron las dudas. «El tema de Steve —decía un colega de Chilton— se reducía a: “Sí, es un tío inteligente de verdad, pero ¿sabe elegir valores?”.» Chilton decidió que no, y le relegó a su antiguo papel de analizar empresas para el tipo que sí tomaba las decisiones de inversión. Eisman lo odiaba, pero lo hizo, y al hacerlo aprendió algo que lo preparó de manera excepcional para la crisis que estaba a punto de desatarse. Aprendió qué era lo que realmente estaba pasando en el mercado de los créditos al consumo.

Corría el año 2002. En Estados Unidos no quedaban entidades de préstamos basura que cotizaran en Bolsa. Había, sin embargo, un antiguo gigante de los créditos al consumo llamado

Household Finance Corporation. Creado en la década de 1870, hacía mucho tiempo que era líder en ese ámbito. Eisman creía que conocía bien la empresa, hasta que se dio cuenta de que en realidad no era así. A comienzos de 2002 llegó a sus manos un nuevo documento comercial de Household que ofrecía segundas hipotecas sobre la vivienda. El presidente de la empresa, Bill Aldinger, había hecho crecer Household incluso cuando sus competidores quebraban. Los estadounidenses, que todavía estaban digiriendo el fiasco de internet, parecían no estar en situación de asumir nuevas deudas, y sin embargo Household hacía préstamos a un ritmo que no tenía precedentes. Una gran fuente de su crecimiento había sido la segunda hipoteca. El documento ofrecía un préstamo a quince años de interés fijo, pero se hallaba extrañamente enmascarado como un préstamo a treinta años. Cogía el flujo de pagos que el propietario de la vivienda abonaría a Household a lo largo de quince años, lo extendía hipotéticamente a lo largo de treinta, y luego preguntaba: si usted hiciera durante treinta años

los mismos pagos en dólares que en realidad está haciendo durante quince, ¿cuál sería su «tipo de interés efectivo»? Era un argumento de venta extraño y deshonesto. Al prestatario se le decía que tenía un «tipo de interés efectivo del 7 por ciento» cuando en realidad pagaba algo así como el 12,5 por ciento. «Era un fraude descarado — explicaba Eisman—. Estaban engañando a sus clientes.»

Eisman no tardó mucho tiempo en oír quejas de prestatarios que habían descubierto lo que acababa de pasarles. Examinó diversos periódicos locales de todo el país. En la ciudad de Bellingham, en Washington —la última ciudad estadounidense antes de pasar a Canadá— encontró a un reportero llamado John Stark, que escribía para el *Bellingham Herald*. Antes de que Eisman lo llamara de improviso, Stark había escrito un pequeño artículo sobre cuatro lugareños que pensaban que habían sido engañados por Household y habían encontrado a un abogado dispuesto a demandar a la empresa e invalidar los contratos de las hipotecas. «Al principio yo era

escéptico —explica Stark—. Pensé: Otros que han pedido prestado demasiado dinero y ahora contratan a un abogado. No me mostré demasiado comprensivo.» Pero cuando se publicó, el artículo hizo aflorar una auténtica multitud: cientos de personas de Bellingham y los alrededores habían leído el periódico para descubrir que su hipoteca al 7 por ciento era en realidad al 12,5 por ciento. «Salía gente de todas partes —cuenta Stark—. Estaban indignados. Muchos de ellos no se daban cuenta de lo que les había ocurrido.»

Fuera lo que fuese lo que Eisman tuviera entre manos, lo dejó aparcado. Su trabajo se convirtió en una decidida cruzada contra Household Finance Corporation. Alertó a reporteros de prensa, llamó a articulistas de revistas, y se hizo amigo de la Asociación de Organizaciones Comunitarias para la Reforma Ahora (ACORN), en lo que debió de ser la primera vez que un tipo de un fondo de cobertura de Wall Street mostraba tanto interés por una organización dedicada a proteger los intereses de los pobres. Se dedicó a incordiar repetidamente en la oficina del fiscal general del estado de

Washington. Cuando se enteró de que el fiscal general había investigado a Household y luego un juez estatal le había impedido divulgar los resultados de su investigación, no podía creérselo. Eisman logró hacerse con una copia, y su contenido confirmó sus peores sospechas. «Le pregunté al tipo de la oficina del fiscal general: “¿Por qué no están deteniendo a gente?”. Él me respondió: “Son una empresa fuerte. Si desaparece, ¿quién hará préstamos *subprime* en el estado de Washington?”. Yo le dije: “Créame, habrá un tren lleno de gente que venga a prestar dinero”.»

En realidad era una cuestión federal, ya que Household vendía esas engañosas hipotecas en todo el país. Pero el gobierno federal no fue capaz de actuar. En lugar de ello, a finales de 2002 Household aceptó un acuerdo extrajudicial por demanda colectiva y accedió a pagar una multa de 484 millones de dólares repartida en doce estados. Al año siguiente se vendió a sí misma, junto con su gigantesca cartera de préstamos basura, al conglomerado financiero británico HSBC Group

por 15.500 millones de dólares.

Eisman estaba sinceramente sorprendido. «Nunca se me había pasado por la cabeza que pudiera suceder tal cosa —decía—. Aquella no era solo una empresa más: era la mayor empresa, con mucho, que hacía préstamos *subprime*. Y estaba involucrada en un fraude descarado. Tenían que haber cogido al presidente y haberlo colgado de los jodidos testículos. En lugar de ello, vendieron la empresa y el presidente se llevó 100 millones de dólares. Pensé: “¡Vaya! Esto no ha terminado como debería”.» Su pesimismo con respecto a las altas finanzas estaba adquiriendo un matiz político. «Fue entonces cuando empecé a ver las implicaciones sociales —decía—. Si tuvieras que iniciar un régimen regulador desde cero, lo diseñarías para proteger a las personas de renta media y media baja, dado que en su caso la probabilidad de ser estafadas es muy elevada. En cambio, lo que teníamos era un régimen donde aquellas eran las personas a las que menos se protegía.»

Eisman salía del trabajo a mediodía todos los

miércoles para poder estar presente en Midtown Comics cuando llegaba la nueva remesa de historietas. Sabía más que cualquier hombre adulto sobre las vidas de varios superhéroes. Por ejemplo, se sabía de memoria el juramento de Linterna Verde, y conocía la vida íntima de Batman mejor que el propio paladín enmascarado. Antes de la muerte de su hijo, Eisman había leído las versiones para adultos de las mismas historietas que leyera de niño (su favorita era *Spiderman*). Ahora leía solo los cómics más oscuros para adultos, dando preferencia a los que cogían cuentos de hadas familiares y los readaptaban sin cambiar ninguno de los hechos, de modo que la historia se hacía menos familiar y se convertía en algo distinto de un cuento de hadas, «narrando una historia que sea coherente con todo lo que ha ocurrido antes —como él mismo decía—. Y, sin embargo, la historia es totalmente distinta; te lleva a ver los episodios anteriores de manera diferente». Prefería, por ejemplo, que las relaciones entre Blancanieves y los enanitos fueran un poco más tensas. Pero en ese momento se

estaba reinventando un cuento de hadas ante sus ojos en los mercados financieros. «Comencé a examinar más de cerca qué era un préstamo hipotecario basura —decía—. Un crédito basura para un coche es en cierto sentido honesto porque tiene un interés fijo. Puede que te cobren cuotas altas y te cueste un riñón, pero al menos lo sabes. El préstamo hipotecario basura era una estafa. Básicamente atraes a alguien diciéndole: “Va usted a poder liquidar sus otros préstamos: la deuda de su tarjeta de crédito, su crédito del coche, con este solo. ¡Y mire qué interés tan bajo!”. Pero ese interés bajo no es el interés real; es un interés de pega.»

Obsesionado con Household, asistió a un almuerzo organizado por una gran empresa de Wall Street. El conferenciante invitado era Herb Sandler, presidente de una gigantesca entidad de ahorro y préstamo llamada Golden West Financial Corporation. «Alguien le preguntó si creía en el modelo de los cheques sin cargos —recuerda Eisman—. Y él dijo: “Apaguen sus grabadoras”. Todo el mundo apagó su grabadora. Y entonces

explicó que ellos evitaban los cheques sin cargos porque en realidad eran un impuesto para los pobres en la forma de multas por rebasar sus cuentas corrientes. Y que los bancos que los empleaban en realidad se aprovechaban de su capacidad de desplumar a los pobres aún más de lo que podrían si les cobraran por sus cheques.»

Eisman preguntó: «¿Hay algún regulador interesado en ello?».

«No», respondió Sandler.

«Fue entonces cuando decidí que en realidad el sistema era: “Jodamos a los pobres”.»

En su juventud, Eisman había sido un estridente republicano. Participó en organizaciones de derechas, votó a Reagan dos veces, y hasta fue partidario de Robert Bork. Curiosamente, solo después de llegar a Wall Street sus ideas políticas empezaron a derivar a la izquierda. Él atribuía al final de la guerra fría sus primeros y vacilantes pasos hacia el centro del espectro político. «No era tan de derechas porque ya no había tanto sobre

lo que ser de derechas.» Cuando el presidente de Household, Bill Aldinger, se llevó sus 100 millones de dólares, Eisman estaba a punto de convertirse en el primer socialista del mercado financiero. «Cuando eres un republicano conservador nunca piensas que la gente gana dinero desplumando a otra gente —decía, con la mente totalmente abierta a cualquier posibilidad—. Ahora comprendía que había un sector, el de las denominadas finanzas de consumo, que básicamente existía para desplumar a la gente.»

Al negarle su jefe la posibilidad de gestionar dinero en el fondo de cobertura donde trabajaba, dejó el empleo y trató de poner en marcha su propio fondo de cobertura. Un equipo denominado Front-Point Partners, que no tardaría en pasar a ser plenamente propiedad de Morgan Stanley, disponía de una serie de fondos de cobertura. A comienzos de 2004, Morgan Stanley permitió que Eisman estableciera un fondo centrado exclusivamente en empresas financieras: bancos de Wall Street, promotores inmobiliarios, entidades hipotecarias, empresas con grandes

divisiones de servicios financieros —como, por ejemplo, General Electric (GE)—, y cualquier otra que tuviera que ver con las finanzas estadounidenses. Morgan Stanley aceptó una reducción de sus cuotas brutas y le proporcionó una oficina, muebles y personal de apoyo; lo único que no le dio fue dinero. Se esperaba que Eisman se espabilara por sí solo. Recorrió todo el mundo, y a la larga se reunió con cientos de inversores de alto nivel. «Básicamente tratábamos de recaudar dinero, y en realidad no lo hacíamos —explica—. Todo el mundo decía: “Ha sido un placer conocerle. Veamos qué tal le va”.»

En la primavera de 2004 estaba angustiado. No había conseguido fondos; no sabía que lo haría; ni siquiera sabía si podría. Desde luego, no creía que el mundo fuera justo, o que las cosas siempre salieran lo mejor posible, o que él disfrutara de alguna protección especial frente a los imprevistos de la vida. Se despertaba a las cuatro de la mañana, bañado en sudor. También iba a terapia. Sin embargo, seguía siendo Eisman, de modo que no se trataba de una terapia convencional. «Grupo

de trabajo», se llamaba. Varios profesionales se reunían con una psicoterapeuta cualificada para compartir sus problemas en un ambiente seguro. Eisman solía irrumpir tarde en aquellas reuniones, soltaba todo lo que le molestaba, y luego se iba corriendo antes de que los demás tuvieran la posibilidad de hablarle a él de sus propios problemas. Después de que hiciera eso dos o tres veces, la terapeuta le dijo algo al respecto, pero él no pareció escucharla. Entonces ella optó por llamar a la esposa de Eisman, a la que conocía, para pedirle que hablara con su marido. Pero tampoco eso funcionó. «Yo siempre sabía cuándo había ido al grupo —explicaba Valerie— porque ella llamaba y me decía: “¡Ha vuelto a hacerlo!”.»

Valerie estaba cansada de la competitividad, y le dijo a Eisman que si aquella última aventura de Wall Street no funcionaba, dejarían Nueva York para trasladarse a Rhode Island y abrirían un hostel. Valerie había explorado diversos lugares, y a menudo hablaba de pasar más tiempo con los gemelos que había dado a luz, e incluso de criar pollos. Para Eisman resultaba casi tan difícil

imaginarse criando pollos como para la gente que le conocía, pero estuvo de acuerdo. «La idea resultaba tan increíblemente poco atractiva para él —cuenta su esposa— que empezó a trabajar con más ahínco.» Eisman viajó por toda Europa y Estados Unidos buscando empresas dispuestas a invertir con él, y encontró exactamente una: una compañía de seguros, que le dio 50 millones de dólares. No bastaba para crear un fondo sostenible de renta variable, pero era un comienzo.

En lugar de dinero, Eisman atrajo a personas cuya visión del mundo era tan sombría como la suya propia. Vinny, que acababa de firmar como coautor de un lúgubre informe titulado «Una casa sin patrimonio es solo un alquiler con deuda», se apuntó enseguida. Porter Collins, un remero dos veces olímpico que había trabajado con Eisman en Chilton Investment y que nunca había entendido realmente por qué al tipo con ideas brillantes no se le daba más autoridad, también se apuntó. Danny Moses, que se convirtió en el principal operador de Eisman, fue el tercero. Danny había trabajado de vendedor en Oppenheimer & Co., y tenía un

amargo recuerdo de Eisman haciendo y diciendo toda clase de cosas que los analistas de ventas raras veces hacían. En mitad de una jornada de transacciones, por ejemplo, Eisman se había subido a la tarima situada en el centro del parque de Oppenheimer, había llamado la atención de todo el mundo, había anunciado que «los ocho valores siguientes van a ir a cero», y luego había enumerado ocho empresas que de hecho fueron a la quiebra. Danny, hijo de un profesor de finanzas y criado en Georgia, era menos abiertamente fatalista que Vinny o Steve, pero sin embargo sí compartía un sentimiento general de que las cosas malas pueden pasar y de hecho pasan, sobre todo en Wall Street. Cuando una empresa de Wall Street le ayudó a entrar en una transacción que parecía perfecta en todos los aspectos, le dijo al vendedor: «Lo agradezco, pero solo quiero saber una cosa: ¿cómo va a joderme?».

«¡Je, je, je! ¡Venga ya, nosotros nunca haríamos tal cosa!...», le empezó a decir el operador. Pero Danny, aunque cortés, era insistente.

«Los dos sabemos que no ocurren cosas buenas

y puras como esta transacción entre pequeños fondos de cobertura y grandes firmas de Wall Street. Lo haré, pero solo después de que me explique cómo va a joderme.» El vendedor le aclaró cómo iba a joderle. Y Danny hizo la transacción.

Todos ellos disfrutaban inmensamente con la idea de mover dinero con Steve Eisman. Trabajando para Eisman, uno nunca sentía que trabajaba para Eisman. Él te enseñaba, pero no te supervisaba. Eisman también hablaba sin rodeos sobre lo absurdo de lo que veían a su alrededor. «La diversión de Steve es ir a cualquier reunión de Wall Street —comentaba Vinny—. De hecho, va y dice: “Explíqueme eso” treinta veces distintas. O “¿Podría explicármelo en cristiano?”. Porque una vez que haces eso, aprendes unas cuantas cosas. Para empezar, descubres si saben de qué están hablando. ¡Y muchas veces no lo saben!»

A comienzos de 2005, el pequeño grupo de Eisman compartía la impresión de que mucha gente que trabajaba en Wall Street posiblemente no entendía lo que hacía. La maquinaria de las

hipotecas basura estaba en marcha de nuevo, como si no se hubiera estropeado la primera vez. Si el primer acto de los préstamos basura había sido extraño, este segundo resultaba aterrador. La cantidad de 30.000 millones de dólares representaba un buen año de préstamos basura a mediados de la década de 1990. En 2000 hubo 130.000 millones de dólares en préstamos hipotecarios basura, mientras que un equivalente a 55.000 millones de dólares de dichos préstamos se habían reempaquetado como bonos hipotecarios. En 2005 habría 625.000 millones de dólares en préstamos hipotecarios basura, de los cuales 507.000 millones de dólares acabaron transformados en bonos hipotecarios. Medio billón de dólares en bonos con garantía hipotecaria *subprime* en un solo año. Los préstamos basura seguían en expansión incluso cuando los tipos de interés subían, lo que no tenía ningún sentido en absoluto. Aún más sorprendente resultaba el hecho de que los términos de los préstamos cambiaran, y lo hacían de tal manera que aumentaban la probabilidad de que salieran mal. Volviendo a

1996, el 65 por ciento de los préstamos basura habían sido de interés fijo, lo que significaba que posiblemente se apretara a los habituales prestatarios *subprime*, pero al menos estos sabían con seguridad cuánto debían cada mes hasta que amortizaran el préstamo. En 2005, en cambio, el 75 por ciento de los préstamos basura tenían una u otra forma de interés variable, que por regla general se mantenía fijo únicamente durante los dos primeros años.

La oleada original de financieros *subprime* se había hundido por culpa de una pequeña fracción de los préstamos concedidos que había registrado en sus libros. El mercado tendría que haber aprendido una lección muy sencilla: no hagas préstamos a quien no puede pagarlos. En cambio, aprendió una más complicada: puedes seguir haciendo esos préstamos, pero no los registres en los libros. Haz los préstamos, luego véndelos a los departamentos de renta fija de los grandes bancos de inversión de Wall Street, que a su vez los empaquetarán en bonos y se los venderán a los inversores. Long Beach Savings fue el primer

banco que adoptó lo que se daría en llamar el modelo de «originar y vender». Este resultó tal éxito —¡Wall Street compraría tus préstamos aunque tú no lo hicieras!— que se fundó una nueva empresa, llamada B&C Mortgage, dedicada tan solo a «originar y vender». Lehman Brothers pensó que era una idea tan buena que compró B&C Mortgage. A comienzos de 2005, todos los grandes bancos de inversión de Wall Street habían entrado en el juego *subprime*. Bear Stearns, Merrill Lynch, Goldman Sachs y Morgan Stanley tenían todos ellos lo que llamaban «estanterías» para sus productos *subprime*, con extraños nombres como *heat* y *sail* y *gsamp*, que hacían un poco más difícil para la opinión pública ver que esos bonos basura estaban suscritos por los principales nombres de Wall Street.

Eisman y su equipo tenían una concepción radical tanto del mercado inmobiliario estadounidense como de Wall Street. Conocían a la mayor parte de los prestadores *subprime*, los tipos que en la práctica hacían los préstamos. Muchos eran los mismos personajes que habían creado la

debacle de finales de la década de 1990. Eisman se sentía predispuesto a sospechar lo peor con respecto a lo que pudiera estar haciendo Goldman Sachs con las deudas de los estadounidenses de clase media baja. «Hay que entender —explica— que yo hice *subprime* primero. Conviví con lo peor primero. Esos tíos mentían sin parar. Lo que yo había aprendido de aquella experiencia era que a Wall Street le importaba una mierda lo que vendía.» Lo que él no podía entender era quién estaba comprando los bonos de aquella segunda oleada de préstamos hipotecarios basura. «Ya desde el primer día dijimos: “Llegará un momento en que ganemos una fortuna vendiendo en corto ese material. Esto va a estallar. Lo único que no sabemos es cómo o cuándo”.»

Con lo de «ese material», Eisman se refería a acciones de empresas involucradas en préstamos basura. Las cotizaciones de dichas acciones podían hacer toda clase de cosas descabelladas, y él no quería vender en corto hasta que los préstamos empezaran a ir mal. A tal fin, Vinny vigiló muy de cerca el comportamiento del

prestatario de hipotecas basura estadounidense. El día 25 de cada mes llegaban a la pantalla de su ordenador los informes de remesas, y él los examinaba en busca de cualquier indicio de morosidad. «Según los movimientos cuyo rastro seguíamos —explica Vinny—, la calidad del crédito seguía siendo buena. Al menos hasta el segundo semestre de 2005.»

En la confusión de los dieciocho primeros meses gestionando su propio negocio, Eisman tuvo su epifanía, un momento concreto en el que comprendió que había estado pasando por alto algo evidente. Allí estaba él, intentando averiguar qué acciones escoger; pero el destino de dichas acciones dependía cada vez más de los bonos. En la medida en que el mercado de hipotecas basura fue creciendo, toda empresa financiera, de una forma u otra, se vio expuesta a él. «El mundo de la renta fija deja pequeño al de la renta variable —decía—. El mundo de la renta variable es como una jodida espinilla en comparación con el mercado de bonos.» Casi todos los grandes bancos de inversión de Wall Street estaban controlados en

la práctica por sus departamentos de bonos. En la mayoría de los casos —como Dick Fuld, en Lehman Brothers; John Mack, en Morgan Stanley, o Jimmy Cayne, en Bear Stearns—, el presidente de la empresa era un tipo que había trabajado en bonos. Ya desde la década de 1980, cuando la principal entidad de bonos, Salomon Brothers, había ganado tanto dinero que parecía pertenecer a un sector distinto del de las demás firmas, era en el mercado de bonos donde se hacían las grandes fortunas. «Era la regla de oro —decía Eisman—: los que tienen el oro son los que hacen las reglas.»

La mayoría de la gente no entendía cómo lo que venía a ser un auge de dos décadas en el mercado de bonos había arrollado todo lo demás. Eisman, desde luego, no lo había entendido. Pero ahora sí lo entendía. Necesitaba aprender todo lo que pudiera sobre el mundo de la renta fija. Tenía planes para el mercado de bonos. Lo que no sabía era que el mercado de bonos también tenía planes para él: estaba a punto de crear un hueco justo a la medida de Eisman.

2

En el país de los ciegos

Extender un cheque diferencia un compromiso de una conversación.

WARREN BUFFETT

A principios de 2004 otro inversor bursátil, Michael Burry, se sumergió por primera vez en el mercado de bonos. Aprendió todo lo que pudo acerca de cómo se prestaba y se tomaba prestado el dinero en Estados Unidos. No habló a nadie de lo que se convirtió en su nueva obsesión; se limitó a sentarse a solas en su oficina, en San José, California, a leer libros, artículos e informes financieros. Quería saber, sobre todo, cómo funcionaban los bonos hipotecarios basura. Un

gigantesco número de préstamos individuales se apilaban formando una alta torre. Los últimos pisos eran los primeros en recuperar su dinero, y, por lo tanto, eran los que obtenían las calificaciones más altas de Moody's y Standard & Poor's, y los tipos de interés más bajos. Los pisos bajos eran los últimos en recuperar su dinero, sufrían las primeras pérdidas, y obtenían las calificaciones más bajas de Moody's y Standard & Poor's. Dado que asumían más riesgo, los inversores de los pisos inferiores recibían un tipo de interés más alto que los inversores de los pisos superiores. Los inversores que compraban bonos hipotecarios tenían que decidir en qué piso de la torre querían invertir, pero Michael Burry no pensaba en comprar bonos hipotecarios: él se preguntaba cómo podía vender en corto bonos hipotecarios basura.

Todo bono hipotecario venía con su prospecto de 130 páginas, ofuscadoramente tedioso. Si se leía la letra pequeña, se veía que cada uno de ellos era su propia pequeña empresa. Burry pasó los últimos meses de 2004 y los primeros de 2005

explorando cientos y, de hecho, leyendo decenas de ellos, seguro de que era el único, aparte de los abogados que los habían redactado, que hacía tal cosa, a pesar de que se podían conseguir todos por 100 dólares al año en 10kwizard.com. Como él mismo explicaba en un correo electrónico:

Así que coges algo como NovaStar, que era una entidad prestadora de hipotecas basura de las de «originar y vender», un arquetipo de la época. Los nombres [de los bonos] serían NHEL 2004-1, NHEL 2004-2, NHEL 2004-3, NHEL 2005-1, etcétera. NHEL 2004-1, por ejemplo, contendría préstamos de los primeros meses de 2004 y los últimos de 2003; 2004-2 tendría préstamos de la parte media, y 2004-3 se quedaría con la última parte de 2004. Podías sacar estos prospectos y de inmediato tomar el pulso a lo que pasaba en la parte de las hipotecas basura del sector de «originar y vender». Y veías que las hipotecas de interés variable y solo intereses $2/28^*$ representaban únicamente el 5,85 por ciento del fondo a comienzos de 2004, mientras que a finales de 2004 representaban el 17,48 por ciento del fondo, y a finales de verano de 2005, el 25,34 por ciento. Sin embargo, las puntuaciones FICO [de crédito al consumo] medias para el fondo, el porcentaje de préstamo-valor No-Doc [«préstamo mentiroso»] y otros indicadores eran bastante estáticos... La clave es que esas medidas podían mantenerse más o menos estáticas, pero el fondo global de hipotecas emitidas,

empaquetadas y vendidas empeoraba en calidad, dado que, para las mismas puntuaciones FICO medias o el mismo préstamo-valor medio, obtenías un mayor porcentaje de hipotecas solo intereses.

Ya en 2004, si uno examinaba las cifras, podía ver claramente el deterioro de los estándares crediticios. En opinión de Burry, dichos estándares no solo habían caído, sino que habían tocado fondo. Y ese fondo incluso tenía un nombre: «la hipoteca de interés variable con amortización negativa y opción de pago». Al comprador de la vivienda se le daba de hecho la opción de no pagar nada en absoluto y acumular cualesquiera intereses que debiera al banco en un saldo de principal más elevado. No era difícil ver qué tipo de persona querría tener tal préstamo: alguien sin ingresos. Lo que Burry no podía entender era por qué alguien que prestaba dinero podría querer hacer un préstamo de esa clase. «A quien hay que observar es a los prestadores, no a los prestatarios —decía—. Los prestatarios siempre estarán dispuestos a sacar partido. Son los prestadores quienes han de mostrar contención, y, cuando la

pierden, ¡cuidado!» En 2003 sabía que los prestatarios ya la habían perdido. A comienzos de 2005 pudo ver que también la habían perdido los prestadores.

Muchos gestores de fondos de inversión pasaban el tiempo de cháchara con sus inversores y trataban las cartas trimestrales que les enviaban como una mera formalidad. Burry, a quien le desagradaba hablar a la gente cara a cara, pensaba en tales cartas como lo más importante que hacía para informar a sus inversores de lo que se traía entre manos. En sus cartas trimestrales acuñó una frase para describir lo que él creía que pasaba: «la extensión del crédito mediante instrumento». Es decir: había mucha gente que de hecho no podía permitirse el lujo de pagar sus hipotecas a la antigua usanza, y, en consecuencia, los prestadores se inventaban nuevos instrumentos para justificar el hecho de darles más dinero. «Era un claro signo de que los prestadores la habían perdido [la contención], degradando constantemente sus propios estándares para aumentar los volúmenes de crédito», explicaba Burry. Él supo ver por qué

lo hacían: porque luego no conservaban los préstamos, sino que los vendían a Goldman Sachs, Morgan Stanley, Wells Fargo y otras empresas, que los empaquetaban en bonos y los vendían. Y supuso que los compradores finales de hipotecas basura eran simplemente «dinero tonto». También a ellos los estudiaría, pero más tarde.

Ahora tenía un problema táctico de inversión. Los diversos pisos, o tramos, de los bonos hipotecarios basura tenían todos ellos algo en común: era imposible vender los bonos en corto. Para vender una acción o bono en corto había que tomarlo prestado, y aquellos tramos de bonos hipotecarios resultaban diminutos e imposibles de localizar. Podías comprarlos o no comprarlos, pero no podías apostar explícitamente contra ellos; el mercado de las hipotecas basura simplemente no tenía sitio para gente que lo viera con malos ojos. Podías saber con certeza que la totalidad del mercado de bonos hipotecarios basura estaba condenado al fracaso, pero no podías hacer nada al respecto. No podías vender casas en corto. Podías vender en corto las acciones de empresas

constructoras de viviendas —como, por ejemplo, Pulte Homes o Toll Brothers—, pero eso resultaba caro, indirecto y peligroso. Las cotizaciones de las acciones podían subir durante mucho más tiempo del que Burry podía mantener su solvencia.

Un par de años antes había descubierto la permuta de impago crediticio. La permuta de impago crediticio resultaba confusa sobre todo porque no era realmente una permuta en absoluto. Era una póliza de seguros, por lo general sobre un bono corporativo, con pagos de primas semestrales y un plazo fijo. Por ejemplo, podías pagar 200.000 dólares al año para comprar una permuta de impago crediticio a diez años sobre 100 millones de dólares en bonos de General Electric. Lo máximo que podías perder eran 2 millones de dólares: 200.000 dólares al año durante diez años; lo máximo que podías ganar eran 100 millones de dólares si General Electric incumplía el pago de su deuda en cualquier momento durante los diez años siguientes y los bonistas no recuperaban nada. Era una apuesta de suma cero: si ganabas 100 millones de dólares, el

tipo que te había vendido la permuta de impago crediticio perdía 100 millones de dólares. Y era también una apuesta asimétrica, como jugar dinero a un número en la ruleta. Lo máximo que podías perder eran las fichas que habías puesto en la mesa; pero si salía tu número ganabas treinta, cuarenta y hasta cincuenta veces el dinero que habías apostado. «Para mí, las permutas de impago crediticio remediaban el problema del riesgo indefinido —explicaba Burry—. Si compraba una permuta de impago crediticio, mi desventaja resultaba definida y cierta, mientras que la ventaja equivalía a muchas veces la primera.»

De hecho, él estaba ya en el mercado de permutas de impago crediticio corporativo. En 2004 empezó a comprar seguros sobre empresas que pensaba que podían sufrir en el caso de un receso inmobiliario: prestadores hipotecarios, aseguradoras hipotecarias, etcétera. Pero ello no resultaba del todo satisfactorio. Un colapso del mercado inmobiliario podía hacer que tales empresas perdieran dinero; sin embargo, no había garantía alguna de que en realidad fueran a la

quiebra. Él quería un instrumento más directo para apostar contra los préstamos hipotecarios basura. El 19 de marzo de 2005, a solas en su oficina con la puerta cerrada y las persianas echadas, y leyendo un abstruso manual sobre derivados crediticios, Michael Burry tuvo una idea: permutas de impago crediticio sobre bonos hipotecarios basura.

La idea le vino cuando leyó un libro sobre la evolución del mercado de bonos estadounidense y la creación a mediados de la década de 1990, en J. P. Morgan, de las primeras permutas de impago crediticio corporativo. Llegó a un pasaje que explicaba por qué los bancos creyeron de entrada que necesitaban permutas de impago crediticio. No era algo inmediatamente obvio; al fin y al cabo, el mejor modo de evitar el riesgo de que General Electric incumpliera el pago de su deuda no era empezar por prestarle dinero. Al principio, las permutas de impago crediticio habían sido un instrumento para equilibrar riesgos: algún banco había prestado más de lo que quería a General Electric porque esta se lo había pedido y el banco

temía perder a un cliente de muchos años; en cambio, otro banco había cambiado de opinión con respecto a la prudencia de prestar dinero a GE. Sin embargo, los nuevos derivados se convirtieron rápidamente en instrumentos de especulación: mucha gente quería apostar sobre la probabilidad de que GE incumpliera sus pagos. Eso extrañó a Burry, ya que Wall Street estaba obligado a hacer también lo mismo con los bonos hipotecarios basura. Dado lo que estaba ocurriendo en el mercado inmobiliario —y dado lo que estaban haciendo los prestadores hipotecarios *subprime*—, a la larga un montón de gente inteligente querría hacer apuestas colaterales sobre bonos hipotecarios basura. Y el único modo de hacerlo sería comprar permutas de impago crediticio.

La permuta de impago crediticio solucionaría el mayor problema de la gran idea de Mike Burry: el tiempo. Él consideraba que era casi seguro que los préstamos hipotecarios basura que se hacían a principios de 2005 irían mal. Pero dado que sus tipos de interés se habían establecido artificialmente bajos, y no se revisarían durante

dos años, pasarían dos años antes de que eso ocurriera. Las hipotecas basura casi siempre llevaban tipos de interés variable, pero la mayoría de ellas incorporaban también un interés fijo «de enganche» durante los dos primeros años. Así, una hipoteca creada a comienzos de 2005 podía tener durante dos años un tipo «fijo» del 6 por ciento, que en 2007 subiría al 11 por ciento y provocaría una oleada de impagos. El débil tictac de aquellos préstamos se iría haciendo más fuerte con el tiempo, hasta que a la larga mucha gente sospecharía, como sospechaba él, que en realidad eran bombas de relojería. Cuando ocurriera tal cosa, nadie estaría dispuesto a vender seguros sobre bonos hipotecarios basura. Tenía que poner ya sus fichas en la mesa ahora, y esperar a que el casino se despertara y cambiara las apuestas del juego. En teoría, una permuta de impago crediticio sobre un bono hipotecario basura a treinta años era una apuesta concebida para durar treinta años; él calculaba que harían falta solo tres para amortizarla.

El único problema era que no existía nada

parecido a una permuta de impago crediticio sobre un bono hipotecario basura, al menos que él supiera. Tendría que espolpear a las grandes empresas de Wall Street para crearlos. Pero ¿qué empresas? Si él tenía razón y el mercado de la vivienda se desmoronaba, seguro que esas empresas situadas en medio del mercado perderían mucho dinero. No tenía sentido comprar un seguro a un banco que iba a la quiebra en el momento en que dicho seguro adquiriría valor. Ni siquiera se molestó en llamar a Bear Stearns y Lehman Brothers, ya que estas estaban más expuestas al mercado de bonos hipotecarios que las demás firmas. Para él, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Deutsche Bank, Bank of America, UBS, Merrill Lynch y Citigroup eran las que tenían más probabilidades de sobrevivir a un descalabro. Así que las llamó a todas. Cinco de ellas no tenían ni idea de qué estaba hablando; las otras dos le respondieron diciéndole que, aunque ese mercado no existía, podría existir un día. En menos de tres años, las permutas de impago crediticio sobre bonos hipotecarios basura se convertirían en un

mercado de un billón de dólares y provocarían cientos de miles de millones de dólares en pérdidas en las grandes empresas de Wall Street. Sin embargo, cuando Michael Burry se dedicó a incordiar a las empresas a principios de 2005, solo Deutsche Bank y Goldman Sachs mostraron un verdadero interés en continuar la conversación. Nadie en Wall Street, por lo que podía deducir, veía lo que veía él.

Burry sintió que era distinto de otras personas antes de entender por qué. A los dos años de edad había desarrollado una rara forma de cáncer, y la operación para extraer el tumor le había costado el ojo izquierdo. Un niño con un solo ojo ve el mundo de manera diferente que el resto, pero no pasó mucho tiempo sin que Mike Burry pasara a ver su distinción literal en términos más figurados. Los adultos siempre le insistían en que mirara a los demás a los ojos, especialmente cuando se dirigiera a ellos. «Necesitaba toda mi energía para mirar a alguien a los ojos —explicaba—. Si miro

a alguien, entonces sé que no voy a escucharle.» Su ojo izquierdo no se alineaba con quienquiera a quien tratara de dirigirse; cuando estaba en situaciones sociales intentando charlar, la persona a la que hablaba constantemente derivaba hacia la izquierda. «La verdad es que no sé como pararlo —explicaba—, de modo que la gente sigue moviéndose hacia el lado izquierdo hasta quedar situada a mi izquierda, y yo intento no girar más la cabeza. Termino por volver el rostro hacia la derecha y mirar a la izquierda con mi ojo bueno, a través de la nariz.»

Burry suponía que su ojo de cristal era la razón de que la interacción cara a cara con otras personas casi siempre terminara con malos resultados para él. Le resultaba exasperantemente difícil leer las señales no verbales de la gente, y a menudo tomaba sus señales verbales más literalmente de lo que los demás pretendían. Con frecuencia, cuanto más se esforzaba era peor. «Mis elogios tendían a no salir bien —comentaba—. Aprendí pronto que, si elogias a alguien, siempre te sale mal.» «Para su tamaño, tiene usted buen

aspecto. Es un vestido realmente bonito: parece hecho en casa.» El ojo de cristal se convirtió en su peculiar explicación privada de por qué no encajaba realmente en los grupos. El ojo supuraba y lloraba, y requería una constante atención. No era la clase de cosa que los otros chicos te permiten olvidar. Lo llamaban bizco, aunque no lo fuera. Cada nuevo curso le pedían que se quitara el ojo de la órbita, pero cuando condescendía a hacerlo, este se volvía purulento y repugnante, y era la causa de quedar relegado al ostracismo.

En su ojo de cristal encontró también la explicación de otros rasgos peculiares suyos. Su obsesión por la equidad, por ejemplo. Cuando observó que las estrellas del baloncesto profesional tenían muchas menos probabilidades de que les señalaran pasos que los jugadores de segunda fila, no se limitó a gritar a los árbitros: dejó de ver partidos de baloncesto por completo; la injusticia de aquello mató su interés por el deporte. Aunque era muy competitivo, de complexión fuerte, físicamente valeroso y un buen atleta, no le interesaban los deportes de equipo. El

ojo ayudaba a explicar este hecho, dado que la mayoría de los deportes de equipo eran de pelota, y un chico con una mala percepción de profundidad y una visión periférica limitada no podía jugar demasiado bien a deportes de pelota. Lo intentó con todas sus fuerzas en las posiciones menos centradas en el balón del fútbol americano, pero si golpeaba a alguien demasiado fuerte se le salía el ojo artificial.

Una vez más, resultaba difícil para él ver dónde terminaban sus limitaciones físicas y empezaban las psíquicas, y suponía que el ojo de cristal estaba en el fondo de ambas. No podía soportar la injusticia de los entrenadores que favorecían a sus propios chicos. Los árbitros que omitían faltas le llevaban a mal traer. Él prefería la natación, dado que esta no requería prácticamente ninguna interacción social. Ni compañeros de equipo, ni ambigüedades. Simplemente nadabas un rato, y ni ganabas ni perdías.

Llegó un momento en que incluso dejó de resultarle sorprendente que pasara la mayor parte de su tiempo solo. Cuando se acercaba a la

treintena pensaba en sí mismo como en la clase de persona que no tenía amigos. Había pasado por el Instituto de Secundaria Santa Teresa en San José, la Universidad de California en Los Ángeles, y la Facultad de Medicina de la Universidad Vanderbilt, y no había establecido ni un solo vínculo duradero. Las amistades que tenía se habían formado y nutrido por escrito, a través del correo electrónico; a las dos personas a las que consideraba sus verdaderos amigos las conocía desde hacía veinte años, pero se había encontrado personalmente con ellas un total de ocho veces. «Mi naturaleza es la de no tener amigos —decía—. Me las apaño bien solo.» No obstante, se había casado dos veces. Su primera esposa era una mujer de ascendencia coreana que terminó viviendo en una ciudad distinta («A menudo se quejaba de que parecía gustarme la idea de una relación más que vivir la relación real»), y la segunda, con quien todavía estaba casado, era una vietnamita-americana a la que había conocido a través de Match.com. En su perfil publicado en esta web, se describía con franqueza como «un

estudiante de medicina con solo un ojo, torpes maneras sociales y 145.000 dólares en préstamos de estudios». Su obsesión por la honestidad personal iba de la mano con su obsesión por la equidad.

Un carácter obsesivo del que llegó a pensar que era otro rasgo peculiar suyo. Su mente carecía de punto medio: o se apasionaba por un tema, o no le interesaba en absoluto. Había una desventaja obvia en esta cualidad —por ejemplo, tenía más problemas que la mayoría para fingir interés en las preocupaciones y aficiones de otras personas—, pero también una ventaja. Incluso de niño poseía ya una fantástica capacidad para concentrarse y aprender, con o sin profesores. Cuando esto se sincronizaba con sus intereses, la escuela le resultaba fácil; tanto que, siendo estudiante en la Universidad de California en Los Ángeles, pudo oscilar a su antojo entre el inglés y la economía, y a la vez obtener la suficiente formación en medicina como para conseguir ser admitido en las mejores facultades de medicina del país. Él atribuía su insólito poder de concentración a su

falta de interés por la interacción humana, y su falta de interés por la interacción humana... bueno, el caso es que era capaz de argumentar que básicamente todo lo que le pasaba estaba causado, de una u otra manera, por su ojo izquierdo artificial.

Esa capacidad de trabajo y de concentración le diferenciaba incluso de otros estudiantes de medicina. En 1998, siendo residente de neurología en el hospital de Stanford, mencionó a sus superiores que, entre los turnos hospitalarios de catorce horas, se había pasado dos noches seguidas desmontando y volviendo a montar su ordenador personal en un intento de hacerlo funcionar más rápido. Sus superiores le enviaron a un psiquiatra, que le diagnosticó un trastorno bipolar. Él supo al instante que el diagnóstico era erróneo: ¿cómo podía ser bipolar si nunca estaba deprimido; o, mejor dicho, si solo se deprimía mientras hacía sus rondas y fingía estar interesado en la práctica de la medicina, y no en su estudio? Se había hecho médico no porque disfrutara de la medicina, sino porque la facultad de medicina no

le resultaba sumamente difícil. La práctica real de la medicina, por otra parte, o le aburría o le repugnaba. He aquí su primer encuentro con la anatomía macroscópica: «Una escena con gente que llevaba piernas al hombro al fregadero para lavar las heces bastó para revolverme el estómago, y me quedé hecho polvo». Y en cuanto a sus sentimientos sobre los pacientes: «Quería ayudar a la gente, pero en realidad no».

Estaba genuinamente interesado en los ordenadores, no por estos en sí, sino por el servicio que prestaban a una obsesión de toda su vida: el funcionamiento interno de la Bolsa. Ya desde la escuela primaria, cuando su padre le había mostrado las tablas de cotizaciones en la última página del periódico y le había dicho que la Bolsa era un lugar deshonesto y en el que no había que confiar nunca, y no digamos invertir, el tema le había fascinado. De niño había querido imponer la lógica a aquel mundo de números. Empezó a leer sobre el mercado como afición. Vio bastante pronto que no había una lógica en absoluto en los cuadros y gráficos, los gestos y la charla

interminable de muchos autodenominados profesionales del mercado. Entonces se produjo la burbuja de las puntocom, y de repente la Bolsa entera dejó de tener sentido. «El final de los noventa casi me obligó a identificarme como un inversor por valor, porque creía que lo que hacían todos los demás era descabellado», explicaba. Formalizada como un enfoque de los mercados financieros durante la Gran Depresión por Benjamin Graham, la «inversión por valor» requería una incansable búsqueda de empresas tan obsoletas o incomprendidas que pudieran comprarse por menos de su valor de liquidación. En su forma más simple, la inversión por valor era una fórmula, pero se había metamorfoseado en otras cosas; una de ellas era cualquier cosa que a Warren Buffett, alumno de Benjamin Graham y el más famoso inversor por valor, se le ocurriera hacer con su dinero.

Burry no pensaba que invertir pudiera reducirse a una fórmula o aprenderse de cualquier modelo a imitar. Cuanto más estudiaba a Buffett, menos pensaba que se le podía copiar; de hecho, la

lección de Buffett era: para tener éxito de una manera espectacular tienes que ser espectacularmente inusual. «Si vas a ser un gran inversor, tienes que adaptar el estilo a quien tú eres —decía Burry—. En un momento dado me di cuenta de que Warren Buffett, aunque tenía la gran ventaja de haber aprendido de Ben Graham, no copiaba a Ben Graham, sino que más bien establecía su propio camino, y gestionaba el dinero a su manera, según sus propias reglas... También interioricé de inmediato la idea de que ninguna escuela podría enseñar a nadie cómo ser un gran inversor. Si eso fuera cierto, sería la escuela más popular del mundo, con una matrícula prohibitivamente alta. De modo que no podía ser cierto.»

Invertir era algo que uno tenía que aprender a hacer por sí mismo, a su peculiar manera. Burry no tenía realmente dinero para invertir, pero sin embargo arrastró su obsesión consigo durante el instituto de secundaria, la universidad y la facultad de medicina. Había llegado al hospital de Stanford sin asistir nunca a una clase de finanzas o de

contabilidad, y no digamos trabajar para cualquier firma de Wall Street. Tenía quizá unos 40.000 dólares en efectivo, frente a los 145.000 que debía en préstamos de estudios. Había pasado los cuatro años anteriores haciendo prácticas como estudiante de medicina. Sin embargo, había encontrado tiempo para convertirse en una especie de experto financiero. «El tiempo es una variable continua», le escribía a uno de sus amigos del correo electrónico un domingo por la mañana de 1999:

Una tarde puede pasar volando o puede tardar cinco horas. Como quizá haces tú también, yo lleno productivamente los huecos que la mayoría de la gente deja como tiempo muerto. Mi impulso de ser productivo tal vez me costó mi primer matrimonio y hace unos días casi me cuesta mi prometida. Antes de que yo fuera a la universidad los militares ya decían eso de que «nosotros hacemos más antes de las nueve de la mañana que la mayoría de la gente durante todo el día», y yo solía pensar «y hacer más que los militares». Como sabes, hay algunas personas escogidas que solo hallan estímulo en ciertas actividades que desbancan a todas las demás.

Él no era bipolar. Únicamente era aislado y distinto, sin que en realidad se sintiera solo o muy infeliz. No tenía una visión trágica de sí mismo; pensaba, entre otras cosas, que su personalidad inusual le permitía concentrarse mejor que otras personas. Todo ello se derivaba, en su mente, de los efectos de deformación visual de su ojo artificial. «Por eso pensaba que la gente creía que yo era distinto —decía—. Y por eso pensaba que yo era distinto.» Al verse a sí mismo distinto, no le sorprendió lo que le pasó cuando chocó con un Wall Street ya de por sí casi igual de extraño.

Una noche de noviembre de 1996, ya tarde, mientras hacía un turno de cardiología en el hospital Saint Thomas de Nashville, Tennessee, entró en un ordenador del hospital y fue a parar a un foro llamado techstocks.com. Allí creó un enlace que tituló «inversión por valor». Después de haber leído todo lo necesario sobre inversiones, decidió aprender un poco más sobre ellas «invirtiendo en el mundo real». El mercado era presa de una auténtica fiebre por las acciones de internet. Hacia 1996, un sitio web dedicado a

inversores de Silicon Valley no era la sede natural para un inversor por valor sensato. Aun así, hubo muchos que respondieron, aportando sus propias opiniones. Unos cuantos se quejaron de que un médico tuviera algo útil que decir sobre inversiones; pero con el tiempo acabó por dominar la discusión. El doctor Mike Burry —como firmaba siempre— se percató de que los demás participantes del enlace seguían sus consejos y ganaban dinero con él.

Una vez que descubrió que ya no tenía nada que aprender de la multitud que participaba en su enlace, lo dejó para crear lo que más tarde se llamaría un blog, pero que por aquel entonces era solamente una extraña forma de comunicación. Trabajaba turnos de dieciséis horas en el hospital, limitando su actividad como bloguero principalmente a las horas comprendidas entre la medianoche y las tres de la madrugada. En el blog colgaba sus operaciones bursátiles y los argumentos en que basaba tales operaciones. La gente lo descubrió. Como dijo un gestor de cartera de un importante fondo de valor de Filadelfia: «Lo

primero que me pregunté fue: “¿Cuándo lo hace?”. El tipo era médico residente. Yo solo veía la parte no médica de su jornada, y resultaba sencillamente imponente. Él mostraba a la gente sus operaciones, y la gente las seguía en tiempo real. Estaba haciendo inversión por valor en plena burbuja de las puntocom. Compraba acciones de valor, que es lo que hacíamos nosotros. Pero nosotros perdíamos dinero; perdíamos clientes. De repente aparecía él y ganaba el 50 por ciento. Resulta extraño; él resultaba extraño. Y nosotros no éramos los únicos que le observábamos».

Mike Burry no podía ver exactamente quién seguía sus movimientos financieros, pero sí podía saber de qué dominios procedían. Al principio sus lectores venían de EarthLink y de AOL. Solo individuos al azar. Muy pronto, sin embargo, dejaron de serlo. Empezó a visitar su sitio gente de fondos mutuos como Fidelity y grandes bancos de inversión de Wall Street como Morgan Stanley. Un día arremetió contra los fondos índice de Vanguard y casi al instante recibió un requerimiento de cese de actividad de los abogados de dicha empresa.

Burry sospechaba que podía haber inversores serios que actuaran guiándose por los posts de su blog, pero no tenía una idea clara de quiénes podían ser. «El mercado le descubrió —explica el administrador del fondo mutuo de Filadelfia—. Él sabía reconocer pautas que nadie más veía.»

Cuando Burry pasó al hospital de Stanford en 1998 para realizar su residencia en neurología, el trabajo que había hecho entre la medianoche y las tres de la madrugada le había convertido en un referente, menor pero significativo, en el terreno de la inversión por valor. Por entonces la fiebre de las acciones de internet se hallaba completamente fuera de control y había contagiado a la comunidad médica de la Universidad de Stanford. «Los residentes en particular, y una parte del profesorado, se sintieron cautivados por la burbuja de las puntocom —explicaba Burry—. Una representativa minoría compraban y discutían de todo: Polycom, Corel, Razorfish, Pets.com, TIBCO, Microsoft, Dell, Intel, son las que recuerdo concretamente, pero mi cerebro filtraba muchas de ellas como nosequantospuntocom... Yo

mantenía la boca cerrada porque no quería que nadie en el hospital supiera lo que hacía por mi cuenta. Pensaba que podría tener serios problemas si los médicos del centro veían que no estaba al 110 por ciento comprometido con la medicina.»

La gente que se preocupa de parecer lo suficientemente comprometida con la medicina es probable que no esté lo suficientemente comprometida con la medicina. Cuanto más profundamente se adentraba en su carrera médica, más limitado se sentía Burry por sus problemas para relacionarse con las personas reales. Trató por un tiempo de refugiarse en la patología, donde la gente al menos estaba muerta, pero no funcionó («Gente muerta, partes muertas. Más gente muerta, más partes muertas. Pensé: “Quiero algo más cerebral”»).

Había vuelto a San José, había enterrado a su padre, se había vuelto a casar, y los expertos le habían diagnosticado erróneamente un trastorno bipolar: entonces cerró su sitio web y anunció que dejaba la neurología para convertirse en gestor de cartera. El director del Departamento de

Neurología de Stanford creyó que había perdido la cabeza y le dijo que se tomara un año para meditarlo, pero él ya lo había meditado bastante. «Me parecía fascinante y en apariencia real — explicaba— que, si podía gestionar bien una cartera, entonces podría tener éxito en la vida, y que no importaría qué clase de persona vieran en mí, por más que yo sintiera que en el fondo era una buena persona.» Sus 40.000 dólares de activo frente a los 145.000 en préstamos de estudios planteaban la pregunta de exactamente qué cartera iba a controlar. Su padre había muerto después de otro diagnóstico erróneo: un médico no había sabido detectar un cáncer con rayos X, y la familia había recibido una pequeña indemnización. El padre desaprobaba la Bolsa, pero el desembolso por su muerte financió la introducción de su hijo en ella. Su madre aportó 20.000 dólares de su indemnización, y cada uno de sus tres hermanos aportó otros 10.000. Con ese dinero, el doctor Michael Burry montó Scion Capital (el nombre se debe a que de niño le había gustado mucho el libro *The Scions of Shannara*).^{*} Creó un imponente

memorando para atraer también a personas sin relación de consanguinidad con él. «El valor neto mínimo para los inversores debía ser de 15 millones de dólares», explicaba, lo cual resultaba especialmente interesante dado que eso no solo le excluía a él mismo, sino casi a todas las personas que conocía.

Mientras se dedicaba a buscar una oficina, comprar muebles y abrir una cuenta de corretaje, recibió un par de llamadas telefónicas sorprendentes. La primera provenía de un gran fondo de inversión de la ciudad de Nueva York, Gotham Capital, fundada por un gurú de la inversión por valor llamado Joel Greenblatt. Burry había leído el libro de Greenblatt *You Can Be a Stock Market Genius* («Me horrorizó el título, pero el libro me gustó»). La gente de Greenblatt le dijo que ellos habían ganado dinero gracias a sus ideas durante un tiempo, y querían seguir haciéndolo; ¿podía considerar Mike Burry la posibilidad de permitir a Gotham invertir en su fondo? «El propio Joel Greenblatt llamó y dijo: “Estaba esperando a que dejara usted la

medicina”.» Gotham pagó el viaje en avión de Burry y su esposa a Nueva York —era la primera vez que Michael Burry volaba a Nueva York y también que volaba en primera clase—, y los alojó en una suite del hotel Intercontinental.

De camino a su reunión con Greenblatt, Burry se vio asaltado por la ansiedad que siempre le acosaba antes de un encuentro cara a cara con alguien. Le consoló un poco el hecho de que la gente de Gotham parecía haber leído mucho de lo que él había escrito. «Si una persona lee algo que he escrito antes, y luego se reúne conmigo —contaba—, la reunión va bien. Cuando la gente se reúne conmigo sin haber leído lo que he escrito, casi nunca va bien. Incluso en el instituto de secundaria era así, hasta con los profesores.» Era una especie de cata ciega andante: tenías que decidir si lo aprobabas antes de ponerle la vista encima. En este caso concreto Burry tenía además una seria desventaja, ya que no tenía ni idea de cómo vestían los gestores de cartera de alto nivel. «Me llama el día antes de la reunión —cuenta uno de sus amigos del correo electrónico, él mismo un

gestor de cartera profesional—, y me pregunta: “¿Qué debería ponerme?”. No tenía ni una corbata. Solo tenía una chaqueta deportiva azul, para los entierros.» Esa era otra rareza de Mike Burry. Cuando escribía se presentaba formalmente, hasta de una forma un tanto petulante, pero iba vestido de playa. De camino a la oficina de Gotham, le entró el pánico, se metió en una tienda Tie Rack y se compró una corbata.

Llegó a la gran firma neoyorquina de gestión de cartera atildado como nunca en su vida, y se encontró a sus colegas en camiseta y pantalones de chándal. El mundo de la Bolsa funcionaba así.

«Nos gustaría darle un millón de dólares.»

«¿Perdón?»

«Queremos comprar una cuarta parte de su nuevo fondo de inversión. Por un millón de dólares.»

«¿En serio?»

«Sí. Le ofrecemos un millón de dólares.»

«¡Pero después de impuestos!»

De algún modo, Burry había pensado que algún día quería llegar a valer un millón de dólares

después de impuestos. En cualquier caso, había dejado escapar aquella última exclamación antes de entender del todo lo que ellos pretendían. ¡Y se lo dieron! En aquel momento, gracias a lo que había escrito en su blog, pasó de ser un estudiante de medicina endeudado con un valor neto de –105.000 dólares a convertirse en un millonario con unos cuantos préstamos excepcionales. Burry no lo sabía, pero aquella era la primera vez que Joel Greenblatt hacía una cosa así. «Él era obviamente un tipo brillante, y no hay muchos así», explica Greenblatt.

Poco después de aquel extraño encuentro recibió una llamada del holding de seguros White Mountains. La empresa estaba dirigida por Jack Byrne, un miembro del círculo de allegados de Warren Buffett, y ambos habían hablado con Gotham Capital. «No sabíamos que usted vendiese partes de su empresa», le dijeron, y Burry les explicó que tampoco él se había enterado hasta unos días antes, cuando alguien le ofreció un millón de dólares, después de impuestos, por ese concepto. Resultó que también White Mountains

había seguido de cerca a Michael Burry. «Lo que más nos intrigaba era que fuera un residente de neurología —cuenta Kip Oberting, que por entonces trabajaba en White Mountains—. ¿Cuándo demonios se dedicaba a eso?» De White Mountains sacó 600.000 dólares por una parte más pequeña de su fondo, más la promesa de enviarle 10 millones de dólares para invertir. «Y desde luego —decía Oberting—, él fue la única persona que encontramos en internet a la que llamamos de buenas a primeras para darle dinero.»

En su primer año en el negocio, el doctor Mike Burry luchó brevemente con la dimensión social de manejar dinero. «En general no recaudas dinero a menos que mantengas una buena reunión con la gente —explicaba—, y en general yo no quiero estar con la gente. Y la gente que está conmigo suele entenderlo.» Asistió a una conferencia organizada por Bank of America para presentar a nuevos gestores de fondos a inversores ricos, y los que asistieron a ella también lo entendieron. Burry dio una charla en la que argumentó que el modo en que se medía el riesgo era completamente idiota.

El riesgo se medía por la inestabilidad: por cuánto había oscilado una acción o un bono en los últimos años. Pero el verdadero riesgo no era la inestabilidad: el verdadero riesgo eran las decisiones de inversión estúpidas. «En términos generales —diría más tarde—, los más ricos de entre los ricos y sus representantes han aceptado que la mayoría de los gestores se sitúan en la media, y que los mejores son capaces de lograr rendimientos medios al tiempo que exhiben una inestabilidad por debajo de la media. Según esta lógica, un dólar que se vende por cincuenta centavos un día, por sesenta centavos al día siguiente, y por cuarenta centavos al siguiente, de algún modo pasa a valer menos que un dólar que se vende por cincuenta centavos los tres días. Yo argumentaría que la capacidad de comprar a cuarenta centavos representa una oportunidad, no un riesgo, y que el dólar sigue valiendo un dólar.» Su discurso fue acogido con silencio, y después comió solo durante el almuerzo, sentado en una de las grandes mesas redondas, viendo parlotear felizmente a la gente de las otras mesas.

Cuando hablaba con otras personas cara a cara, nunca sabía qué les repugnaba más, su mensaje o su persona. Había estudiado de cerca a Warren Buffett, que de algún modo había logrado ser a la vez muy popular y sumamente exitoso. Buffett también había tenido problemas con la gente en su juventud. Había seguido un curso de Dale Carnegie para aprender a interactuar de manera más provechosa con su prójimo. Mike Burry llegó a la mayoría de edad en una cultura del dinero distinta: internet había desplazado a Dale Carnegie. Ya no tenía que reunirse con la gente. Podía explicarse online y esperar a que los inversores lo encontraran. Podía poner por escrito sus elaborados pensamientos y esperar a que la gente los leyera y le transfiriera su dinero para que lo gestionara. «Para mí, Buffett era demasiado popular —explicaba Burry—. Yo no representaría nunca la figura de un abuelo bondadoso.»

Este método de atraer fondos encajaba con Mike Burry. Y lo que es más: funcionaba. Había creado Scion Capital con poco más de un millón de dólares: el dinero de su madre y sus hermanos, y

su propio millón de dólares después de impuestos. En su primer año completo, 2001, el índice S&P 500 cayó un 11,88 por ciento. Scion, en cambio, subió un 55 por ciento. Al año siguiente, el S&P 500 cayó de nuevo, esta vez un 22,1 por ciento, y sin embargo Scion volvió a subir: un 16 por ciento. Al siguiente, 2003, finalmente hubo un cambio en la Bolsa y subió un 28,69 por ciento, pero Mike Burry la superó de nuevo: sus inversiones subieron hasta un 50 por ciento. A finales de 2004, Mike Burry gestionaba 600 millones de dólares e incluso rechazaba dinero. «Si hubiera manejado su fondo para maximizar la cantidad que tenía bajo gestión, habría gestionado muchos miles de millones de dólares —afirma un gestor de fondos de cobertura de Nueva York que observaba el rendimiento de Burry con creciente incredulidad—. Él diseñó Scion de modo que fuera malo para el negocio, pero bueno para invertir.»

«Por más que recaudar capital pueda ser un concurso de popularidad —escribía Burry a sus inversores, quizá para tranquilizarles haciéndoles

ver que no importaba que les gustara su gestor de cartera, o siquiera que lo conocieran—, la inversión inteligente es todo lo contrario.»

Warren Buffett tenía un socio mordaz, Charlie Munger, a quien era evidente que le preocupaba mucho menos que a Buffett si le gustaba o no a la gente. En 1995, Munger había dado una conferencia en la Escuela de Negocios de Harvard titulada «La psicología del error de juicio humano». Si uno quería predecir cómo iba a comportarse la gente, decía Munger, solo tenía que observar sus incentivos. FedEx no podía conseguir que su turno de noche terminara a tiempo; probaron de todo para acelerarlo, pero nada funcionó... hasta que dejaron de pagar a los trabajadores del turno de noche por horas y empezaron a pagarles por turno completo. Xerox creó una máquina nueva y mejor y se encontró con que se vendía menos que los modelos inferiores más antiguos... hasta que se dieron cuenta de que los vendedores se llevaban más comisión por vender los modelos antiguos. «Bueno, uno puede decir: “Eso lo sabe todo el mundo” —explicaba

Munger—. Pero yo creo que toda mi vida he formado parte del 5 por ciento de mi generación que mejor ha entendido el poder de los incentivos, y sin embargo toda mi vida lo he subestimado. Y no pasa un solo año sin que tenga alguna sorpresa que suba un poco más mi listón.»

Los comentarios de Munger expresaban mucho de lo que Mike Burry creía también sobre los mercados y la gente que los integraba. «Leí aquel discurso y me dije: Estoy de acuerdo con todas y cada una de sus palabras —explicaba Burry, y añadía—: Munger también tiene un ojo artificial.» Burry tenía su propio punto de vista sobre ese mismo tema, derivado del tiempo que había dedicado a la medicina. Incluso en situaciones de vida o muerte, los médicos, las enfermeras y los pacientes respondían todos ellos a los malos incentivos. En los hospitales donde, por ejemplo, los honorarios por las apendicectomías eran más elevados, los cirujanos quitaban más apéndices. La evolución de la cirugía ocular era otro gran ejemplo. En la década de 1990, los oftalmólogos basaban su carrera en operar cataratas. Tardaban

media hora o menos, y sin embargo el Estado, a través del programa de salud pública Medicare, les pagaba 1.700 dólares por ojo. A finales de dicha década, Medicare recortó los honorarios a unos 450 dólares por operación, por lo que los ingresos de los oftalmólogos dedicados a la cirugía disminuyeron. Entonces, en Estados Unidos, los oftalmólogos redescubrieron un oscuro y aventurado procedimiento denominado queratotomía radial, y la cirugía correctora de pequeños defectos de visión experimentó un auge. El procedimiento, insuficientemente estudiado, se comercializó como una cura para los problemas asociados a llevar lentes de contacto. «En realidad —cuenta Burry—, el incentivo era mantener sus elevados ingresos, a menudo de uno a dos millones de dólares, y luego se inventó una justificación. El sector se apresuró a encontrar algo menos peligroso que la queratotomía radial, y a la larga nació el Lasik.»

Así, cuando Mike Burry montó su negocio, se aseguró de tener los incentivos apropiados. Él desaprobaba las condiciones habituales del típico

gestor de fondo de cobertura. Quedarse con el 2 por ciento de los activos brutos, como hacían la mayoría, significaba que al gestor del fondo de cobertura se le pagaba por amontonar enormes cantidades de dinero de otra gente. Scion Capital cobraba a los inversores solo sus gastos reales, que normalmente eran bastante inferiores al 1 por ciento de los activos. Para ganarse sus primeras monedas para sí mismo, primero tenía que hacer crecer el dinero de los inversores. «Piense en la génesis de Scion —dice uno de sus primeros inversores—. El tío no tiene dinero, y decide renunciar a unos honorarios que cualquier otro fondo de cobertura da por sentado. Eso era algo inaudito.»

Ya desde un primer momento, Scion Capital tuvo un éxito descabellado, casi cómico. A mediados de 2005, a lo largo de un período en el que los índices bursátiles en general caían un 6,84 por ciento, el fondo de Burry aumentaba un 242 por ciento y tenía que rechazar a nuevos inversores. A su creciente público no parecía importarle si la Bolsa subía o bajaba; Mike Burry

siempre encontraba sitios donde invertir hábilmente el dinero. Prescindía del apalancamiento y evitaba vender acciones en corto. No hacía nada más prometedor que comprar acciones ordinarias, y nada más complicado que sentarse en una habitación a leer informes financieros. Por unos 100 dólares al año se hizo suscriptor de 10kwizard.com. La maquinaria de toma de decisiones de Scion Capital consistía en un tipo en una habitación, con la puerta cerrada y las persianas echadas, estudiando información y datos de dominio público en 10kwizard.com. Buscaba sentencias judiciales, firmas de acuerdos o cambios en las regulaciones del gobierno: cualquier dato que pudiera modificar el valor de una empresa.

Con frecuencia descubría lo que él denominaba inversiones «puaj». En octubre de 2001 explicó ese concepto en su carta a los inversores: «Inversiones puaj significa tomarse un especial interés analítico en aquellas acciones que inspiran una primera reacción de “¡puaj!”».

La alarmantemente llamada Avant! Corporation

era un buen ejemplo de ello. La había encontrado buscando la palabra «aceptado» en las noticias de actualidad. Él sabía que, dado que se hallaba en el margen del terreno de juego, tenía que encontrar formas heterodoxas de inclinar la balanza en su provecho, y normalmente eso significaba encontrar situaciones inusuales de las que el mundo pudiera no ser del todo consciente. «Yo no buscaba una noticia de una estafa o un fraude por sí mismos — explicaba—. Eso habría sido demasiado retrógrado, y yo buscaba encarar algo de frente. Buscaba algo que ocurriera en los tribunales que pudiera llevar a una tesis de inversión. Que el tribunal aceptara un argumento, que aceptara un alegato, que aceptara un acuerdo.» Había un tribunal que había aceptado un alegato de una empresa de software llamada Avant! Corporation. Avant! estaba acusada de haberle robado a un competidor el código de software que constituía el fundamento del propio negocio de la primera. La empresa tenía 100 millones de dólares en el banco, seguía generando 100 millones al año en reserva de fondos disponibles, ¡y tenía un valor de

mercado de solo 250 millones de dólares! Michael Burry empezó a investigar, y cuando terminó sabía más sobre Avant! Corporation que ningún otro habitante del planeta. Fue capaz de ver que, aun en el caso de que sus directivos fueran a la cárcel (como en efecto sucedió) y se pagaran las multas (como sucedió también), Avant! seguiría valiendo mucho más de lo que el mercado suponía entonces. La mayoría de sus ingenieros eran ciudadanos chinos con visados de trabajo, y, por lo tanto, estaban atrapados: no había riesgo alguno de que nadie se marchara antes de que se apagaran las luces. Para ganar dinero con las acciones de Avant!, sin embargo, probablemente tendría que asumir pérdidas a corto plazo, mientras los inversores se deshacían de sus acciones en horrorizada respuesta a la publicidad negativa.

Burry compró sus primeras acciones de Avant! en junio de 2001, a 12 dólares por acción. Entonces los directivos de Avant! aparecieron en la portada de un número de *Business Week* bajo el titular de «¿Sale a cuenta delinquir?». Las acciones se desplomaron; Burry compró más. Los

directivos de Avant! fueron a la cárcel. Las acciones cayeron un poco más; Mike Burry siguió comprando ininterrumpidamente hasta llegar a los dos dólares por acción. Se convirtió en el mayor accionista de Avant!; presionó a la dirección para que hiciera cambios. «Una vez que la aureola delictiva [del antiguo presidente] ya no forma parte de la dirección de operaciones —escribió a los nuevos jefes—, Avant! tiene la posibilidad de demostrar su preocupación por los accionistas.» En agosto, en otro correo electrónico, escribió: «Avant! todavía hace que sienta que duermo con la puta del pueblo. No importa lo bien que se cubran mis necesidades: dudo que alguna vez me jactara de ello. El factor “canguelo” no aparece en los gráficos. A veces pienso que, si presionara a Avant! con demasiada fuerza, terminaría siendo aterrorizado por la mafia china». Cuatro meses después, Avant! fue adquirida a 22 dólares por acción. «Esa era la clásica operación de Mike Burry —cuenta uno de sus inversores—. Sube diez veces, pero primero baja hasta la mitad.»

No es esta la clase de recorrido con la que

disfrutaban la mayoría de los inversores, pero Burry lo consideraba la esencia de la inversión por valor. Su trabajo consistía en discrepar ruidosamente del sentimiento popular. No podía hacerlo si estaba a merced de movimientos del mercado a muy corto plazo, de modo que no daba a sus inversores la posibilidad de retirar su dinero avisando con poca antelación, como hacían la mayoría de los fondos de cobertura. Si le dabas a Scion tu dinero para invertirlo, te quedabas al menos un año. Burry también diseñó su fondo para atraer a personas que quisieran posiciones largas en Bolsa, que quisieran apostar por acciones que suben antes que por las que bajan. «En el fondo no soy amigo de las posiciones cortas —decía—. En general no echo mano de empresas que buscan ventas en corto. Básicamente quiero que la ventaja sea mucho mayor que la desventaja.» Tampoco le gustaba la idea de asumir el riesgo de vender acciones en corto, dado que dicho riesgo era en teoría ilimitado. Solo podía disminuir a cero, pero podía aumentar a infinito.

Invertir bien consistía en que uno cobrara el

precio adecuado al riesgo asumido. Cada vez más, Burry sentía que no era su caso. El problema no se limitaba a las acciones individuales. La burbuja de internet había estallado, y sin embargo los precios de la vivienda en San José, el epicentro de la burbuja, seguían subiendo. Investigó las acciones de los promotores inmobiliarios, y luego las acciones de las empresas que aseguraban hipotecas de vivienda, como PMI. En mayo de 2003 escribió a uno de sus amigos —un inversor profesional de alto nivel de la Costa Este— diciéndole que la burbuja inmobiliaria se estaba haciendo aún mayor por culpa del comportamiento irracional de los prestadores hipotecarios que estaban ampliando el crédito fácil. «Basta esperar al nivel en el que ni siquiera un crédito casi ilimitado o inaudito puede seguir impulsando al alza el mercado [inmobiliario] —escribía—. Soy muy pesimista, y creo que las consecuencias podrían ser muy fácilmente una caída del 50 por ciento de los bienes inmuebles residenciales en Estados Unidos. [...] Una gran parte de la actual demanda [de vivienda] en precios actuales

desaparecería si la gente se convenciera de que los precios no iban a aumentar. Es probable que el daño colateral sea varias veces peor de lo que nadie considera hoy.»

Cuando se propuso apostar contra el mercado de bonos hipotecarios basura, a principios de 2005, el primer gran problema con el que se encontró fue que los bancos de inversión de Wall Street que podían venderle permutas de impago crediticio no compartían su sensación de urgencia. Mike Burry creía que tenía que hacer aquella apuesta ya, antes de que el mercado inmobiliario estadounidense se despertara y recuperara la cordura. «Yo no esperaba que el deterioro fundamental de los fondos hipotecarios subyacentes alcanzara niveles críticos —explicaba— hasta después de un par de años»; es decir, cuando los tipos de interés de enganche desaparecieran y los pagos mensuales se dispararan como un cohete. Pero él pensaba que el mercado vería inevitablemente lo mismo que él había visto y se ajustaría. Alguien en Wall Street

se percataría del fantástico aumento del riesgo de las hipotecas basura y en consecuencia aumentaría el precio de asegurarlas. «Esto va a estallar antes de que yo pueda hacer esa operación», escribió en un correo electrónico.

Dado que Burry vivía su vida a través del correo electrónico, sin querer llevaba un registro del nacimiento de un nuevo mercado desde el punto de vista de su primer cliente minorista. Visto retrospectivamente, lo asombroso fue la rapidez con la que las firmas de Wall Street pasaron de no tener ni idea acerca de qué hablaba Mike Burry cuando les llamaba y les preguntaba por las permutas de impago crediticio sobre bonos hipotecarios basura a reformular su negocio de modo que situara el nuevo derivado justo en el centro. El mercado de bonos hipotecarios original había venido al mundo de forma muy similar, de mala manera, animado a existir por el extremado interés de un pequeño número de personas situadas en los márgenes de las altas finanzas. Pero habían hecho falta años para que aquel mercado madurara; en cambio, este nuevo mercado estaría

en pleno funcionamiento, manejando riesgos por valor de decenas de miles de millones de dólares, en el plazo de unos meses.

Si pretendía comprar seguros sobre una buena cantidad de bonos hipotecarios basura, lo primero que necesitaba Mike Burry era crear una especie de contrato estándar, que contara con una aceptación generalizada. Quienquiera que le vendiera una permuta de impago crediticio sobre un bono hipotecario basura le debería un día mucho dinero. Él sospechaba que los operadores podrían intentar zafarse de pagarle. Un contrato haría que les resultara más difícil hacer tal cosa y a él le resultara más fácil venderle a un operador lo que le había comprado a otro, y así obtener mejores precios. Una organización llamada Asociación Internacional de Permutas y Derivados (ISDA, por sus siglas en inglés) tenía el cometido de formalizar los términos de los nuevos valores.* La ISDA ya tenía una serie de normas en vigor para definir los términos de las permutas de impago crediticio sobre bonos corporativos, pero el seguro sobre bonos corporativos era un asunto

relativamente simple. Había un hecho, denominado impago, que o se producía o no se producía. Si la empresa incumplía un pago de intereses, te tocaba pagar. Puede que el comprador del seguro no obtuviera 100 centavos por dólar —tal como el bonista podría no perder 100 centavos por dólar, dado que los activos de la empresa tenían algún valor—, pero un juez independiente podía decidir, de una forma que en términos generales fuera justa y satisfactoria, qué parte se recuperaría. Si los bonistas recibían 30 centavos por dólar —experimentando así una pérdida de 70 centavos—, el tipo que había comprado la permuta de impago crediticio ganaba 70 centavos.

Comprar seguros sobre un grupo de hipotecas de vivienda estadounidenses resultaba más complicado, puesto que dicho fondo no incurría en impago todo él a la vez; antes bien, era un propietario concreto el que incurría en impago en un momento dado. Los operadores —liderados por el Deutsche Bank y por Goldman Sachs— dieron con una solución inteligente: la permuta de impago crediticio de pago escalonado. El comprador de la

permuta —el comprador del seguro— no cobraría de golpe cuando el fondo entero de hipotecas quebrara —si lo hacía—, sino de manera gradual, en la medida en que diversos propietarios individuales incurrieran en impago.

El acuerdo de ISDA llevó meses de regateo entre los abogados y operadores de las grandes firmas de Wall Street que controlarían el mercado. Por alguna razón, al abogado de Burry, Steve Druskin, se le permitió fisgar las llamadas telefónicas, y hasta presentarse de vez en cuando y ofrecer el punto de vista del cliente de Wall Street. Históricamente, una empresa de Wall Street se preocupaba por la solvencia de sus clientes; pero estos a menudo solo tenían fe en que el casino sería capaz de pagar a sus ganadores. Sin embargo, Mike Burry carecía de fe. «No estoy apostando contra un bono —decía—; estoy apostando contra un sistema.» No quería comprarle un seguro de inundación a Goldman Sachs solo para encontrarse con que, cuando la inundación llegara, Goldman Sachs fuera arrastrado por la corriente y no pudiera pagarle.

Quando el valor del contrato de seguro cambiara —digamos cuando la inundación se acercara, pero antes de que destruyera realmente el edificio—, él quería que Goldman Sachs y el Deutsche Bank depositaran una fianza que reflejara el aumento de valor de lo que él poseía.

El 19 de mayo de 2005 —un mes antes de que finalizara el plazo—, Mike Burry hizo sus primeras transacciones con hipotecas basura. Compró 60 millones de dólares en permutas de impago crediticio al Deutsche Bank: 10 millones de dólares cada una sobre seis bonos diferentes. Los denominaron «los valores de referencia». No comprabas un seguro sobre todo el mercado de bonos hipotecarios basura, sino sobre un bono concreto, y Burry se había dedicado a encontrar exactamente los más adecuados para apostar en contra. Había leído decenas de prospectos y había peinado otros cientos, buscando los fondos de hipotecas más dudosos, y aun entonces seguía estando bastante seguro (y estaría seguro del todo más tarde) de que él era el único ser humano sobre la tierra que los leía, aparte de los abogados que

los redactaban. Al actuar de ese modo, probablemente se convirtió también en el único inversor que realizaba los análisis de crédito bancario a la antigua usanza sobre los préstamos de vivienda que deberían haberse realizado antes de formalizar esos últimos. Sin embargo, era lo opuesto a un banquero a la antigua usanza: él no buscaba los mejores préstamos para formalizar, sino los peores, a fin de apostar contra ellos.

Burry analizó la importancia relativa de los ratios préstamo-valor de los préstamos de vivienda, de los segundos gravámenes sobre las casas, del emplazamiento de las casas, de la ausencia de documentación crediticia y prueba de ingresos del prestatario, y aproximadamente una decena de otros factores, para determinar la probabilidad de que un préstamo de vivienda hecho en Estados Unidos en torno a 2005 fuera mal. Luego buscó los bonos respaldados por los peores préstamos. Le sorprendió comprobar que al Deutsche Bank no parecía importarle qué bonos escogía para apostar en contra. Desde su punto de vista, y por lo que él sabía, todos los bonos

hipotecarios basura eran iguales. El precio del seguro no venía dado por un análisis independiente, sino por las calificaciones otorgadas a los bonos por las agencias de calificación, Moody's y Standard & Poor's.* Si quería comprar un seguro sobre el tramo calificado como triple A, supuestamente sin riesgo, podía pagar 20 puntos básicos (un 0,20 por ciento); sobre los tramos calificados como AA, más arriesgados, podía pagar 50 puntos básicos (un 0,50 por ciento); y sobre los tramos calificados como triple B, aún menos seguros, 200 puntos básicos, es decir, un 2 por ciento (un punto básico es la centésima parte de un punto porcentual). Los tramos triple B —aquellos cuyo valor sería cero si el fondo hipotecario subyacente experimentaba una pérdida de solo un 7 por ciento — eran los que él buscaba. Consideraba que aquella era una apuesta muy conservadora, que además, a través del análisis, él era capaz de convertir en algo aún más seguro. Cualquiera que echara siquiera un vistazo a los prospectos podría ver que había muchas diferencias críticas entre un

bono triple B y el siguiente; por ejemplo, el porcentaje de préstamos solo intereses contenido en su grupo de hipotecas subyacente. Él se proponía seleccionar con cuidado los que fueran absolutamente peores, y le preocupaba un poco que los bancos de inversión descubrieran cuánto sabía sobre determinados bonos hipotecarios concretos, y ajustaran sus precios en consecuencia.

Una vez más, le dejaron tan impresionado como encantado: Goldman Sachs le envió por correo electrónico una larguísima lista de bonos hipotecarios malos para que escogiera. «Realmente me resultaba chocante —explica—. Todos tenían su precio establecido según la calificación más baja de una de las tres grandes agencias de calificación.» Podía escoger de la lista sin alertarles sobre la profundidad de sus conocimientos. Era como si se pudiera contratar un seguro contra inundaciones para una casa en el valle por el mismo precio que un seguro contra inundaciones para una casa en lo alto de la montaña.

El mercado no tenía sentido, pero eso no

impidió que otras empresas de Wall Street se incorporaran a él, en parte porque Mike Burry las estaba hostigando. Durante semanas acosó al Bank of America hasta que aceptaron venderle 5 millones de dólares en permutas de impago crediticio. Veinte minutos después de que le enviaran un correo electrónico confirmando la operación, recibieron otro de Burry: «Entonces, ¿podemos hacer otra?». En unas semanas Mike Burry compró varios cientos de millones de dólares en permutas de impago crediticio a media docena de bancos, en porciones de 5 millones de dólares. A ninguno de los vendedores parecía preocuparle demasiado qué bonos estaban asegurando. Burry encontró un fondo hipotecario integrado al cien por cien por hipotecas de interés variable con amortización negativa, donde los prestatarios podían escoger la opción de no pagar ningún interés en absoluto y limitarse a acumular una deuda cada vez mayor hasta que, presumiblemente, incurrieran en su impago. Goldman Sachs no solo le vendió el seguro sobre el fondo, sino que le envió una breve nota

felicitándole por ser la primera persona, dentro o fuera de Wall Street, que compraba un seguro sobre aquel producto concreto. «Estoy enseñando a los expertos de aquí», respondió Burry en un correo electrónico.

No perdió demasiado tiempo preocupándose acerca de por qué aquellos banqueros de inversión supuestamente astutos estaban dispuestos a venderle seguros a un precio tan barato. Le preocupaba más la posibilidad de que otros cayeran en la cuenta y su oportunidad se esfumara. «Yo me hacía bastante el tonto —decía—, haciéndoles creer que en realidad no sabía lo que estaba haciendo: “¿Cómo se puede hacer eso otra vez?”, “¡Vaya! ¿Dónde puedo encontrar esa información?”, o “¿En serio?”, cuando ellos me decían algo realmente obvio.» Era uno de los beneficios marginales de vivir durante tantos años aislado del mundo que le rodeaba: era fácil que pudiera creer que él tenía razón y el resto del mundo se equivocaba.

Cuantas más firmas de Wall Street entraban en el nuevo negocio, más fácil le resultaba colocar

sus apuestas. Durante los primeros meses podía vender en corto, como mucho, 10 millones de dólares a un tiempo. Pero más tarde, a finales de junio de 2005, recibió una llamada de alguien de Goldman Sachs preguntándole si le gustaría aumentar el tamaño de su operación a 100 millones de dólares cada vez. «Lo remarcable aquí —escribió al día siguiente, después de hacer la operación— es que son 100 millones de dólares. Esa es una cantidad de dinero demencial. Y se despilfarraba como si tuviera tres dígitos en lugar de nueve.»

Hacia finales de julio poseía permutas de impago crediticio sobre 750 millones de dólares en bonos hipotecarios basura, y en privado se jactaba de ello. «No creo que ningún otro fondo de cobertura del planeta tenga este tipo de inversión, que se aproxime ni de lejos a este nivel en relación con el tamaño de la cartera», escribió a uno de sus inversores, que se había enterado de que su gestor de fondos de cobertura utilizaba una estrategia exótica. Ahora no podía por menos de preguntarse quién estaba exactamente al otro lado

de sus operaciones: ¿qué chiflado le vendería tantos seguros sobre unos bonos que él había escogido con cuidado para reventarlos? La permuta de impago crediticio era un juego de suma cero. Si Mike Burry ganaba 100 millones de dólares cuando los bonos hipotecarios basura que tan cuidadosamente había escogido fueran objeto de impago, alguien tendría que perder esos mismos 100 millones de dólares. Goldman Sachs le dejó claro que el vendedor último no eran ellos: Goldman Sachs simplemente se limitaba a mediar entre el comprador y el vendedor de los seguros, llevándose su tajada.

La predisposición de quienquiera que fuese esa persona a venderle tan enormes cantidades de seguros baratos le dio otra idea a Mike Burry: poner en marcha un fondo dedicado en exclusiva a comprar seguros sobre bonos hipotecarios basura. En un fondo de 600 millones de dólares que estaba destinado a invertir en acciones, su apuesta resultaba ya gigantesca; pero si podía recaudar dinero explícitamente para ese nuevo objetivo ganaría muchos miles de millones más. En agosto

redactó una propuesta para un fondo al que denominó Milton's Opus («la Obra de Milton») y se la envió a sus inversores («La primera pregunta era siempre: “¿Qué es la Obra de Milton?”»); él respondía: «*El paraíso perdido*», pero habitualmente eso no hacía más que suscitar una nueva pregunta). La mayoría de ellos todavía no tenían ni idea de que su as de la inversión en acciones se había desviado tanto de su camino por culpa de aquellos esotéricos contratos de seguros denominados permutas de impago crediticio. Muchos no quisieron tener nada que ver con ello; pero unos cuantos se preguntaron si eso significaba que ya estaba haciendo ese tipo de cosas con su dinero.

Así que, en lugar de recaudar más dinero para comprar permutas de impago crediticio sobre bonos hipotecarios basura, terminó resultándole más difícil conservar los que ya poseía. Sus inversores estaban encantados de dejarle invertir en acciones en su nombre, pero casi todos ellos sin excepción dudaban de su capacidad para predecir las grandes tendencias macroeconómicas. Y, desde

luego, no veían por qué habría de tener alguna intuición especial con respecto a un mercado como el de los bonos hipotecarios basura, que movía muchos billones de dólares. Milton's Opus tuvo, pues, una muerte rápida.

En octubre de 2005, en su carta a los inversores, Burry finalmente fue del todo claro y les hizo saber que ya poseían al menos 1.000 millones de dólares en permutas de impago crediticio sobre bonos hipotecarios basura. «A veces los mercados se equivocan estrepitosamente», escribía.

Los mercados se equivocaron cuando le dieron a America Online el dinero para comprar Time Warner. Se equivocaron cuando apostaron contra George Soros y en favor de la libra esterlina. Y se equivocan ahora mismo al seguir operando como si la burbuja crediticia más importante jamás vista en la historia no existiera. Las oportunidades son raras, y las grandes oportunidades en las que se puede poner a trabajar un capital casi ilimitado con enormes rendimientos potenciales son aún más raras. Vender en corto selectivamente los valores con garantía hipotecaria más problemáticos de la historia hoy equivale a una de tales oportunidades.

En el segundo cuatrimestre de 2005, la

morosidad en tarjetas de crédito alcanzó un máximo absoluto, y ello a pesar de que los precios de la vivienda se habían disparado. Es decir, que, pese a contar con tal activo para avalar los créditos, a los estadounidenses les costaba más que nunca cumplir con sus obligaciones. La Reserva Federal había subido los tipos de interés, pero en la práctica los tipos hipotecarios seguían cayendo, dado que Wall Street seguía encontrando formas cada vez más inteligentes de permitir a la gente tomar dinero prestado. Burry tenía ahora una apuesta de más de 1.000 millones de dólares sobre la mesa, y no podía acrecentarla demasiado a menos que atrajera mucho más dinero. De modo que se lo explicó a sus inversores: el mercado estadounidense de bonos hipotecarios era enorme, mayor que el mercado de letras y bonos del Tesoro. Toda la economía se basaba en su estabilidad, y dicha estabilidad, a su vez, dependía de que los precios de la vivienda siguieran subiendo. «Es absurdo creer que las burbujas de activos solo pueden identificarse retrospectivamente —escribió—. Hay

identificadores concretos que resultan del todo reconocibles durante la inflación de la burbuja. Un indicativo de compulsión es el rápido incremento de la incidencia y la complejidad del fraude. [...] El FBI informa de que el fraude relacionado con hipotecas se ha multiplicado por cinco desde 2000.» Las malas prácticas ya no estaban en los márgenes de una economía por lo demás sana: eran su rasgo central. «La característica principal de la moderna cosecha de fraudes relacionados con la vivienda es su lugar esencial dentro de nuestras instituciones nacionales», añadió.

Eso no era tan distinto de lo que había estado diciendo en las cartas trimestrales a sus inversores durante los dos años anteriores. En julio de 2003 les había escrito un largo ensayo sobre las causas y consecuencias de lo que él consideraba que iba a ser un probable desplome de la vivienda: «Alan Greenspan nos asegura que los precios de la vivienda no son propensos a burbujas, o grandes deflaciones, a ninguna escala nacional —había dicho—. Eso es ridículo, obviamente. [...] En 1933, el cuarto año de la Gran Depresión, Estados

Unidos se encontró en medio de una crisis inmobiliaria que situó la vivienda de nueva construcción en un 10 por ciento del nivel de 1925. Aproximadamente la mitad de toda la deuda hipotecaria fue objeto de impago. Durante la década de 1930, los precios de la vivienda cayeron a escala nacional en alrededor de un 80 por ciento». Volvió a insistir de nuevo en el mismo tema en enero de 2004, y luego una vez más en enero de 2005: «¿Quiere un préstamo de 1.000.000 de dólares por solo 25 dólares al mes? Quicken Loans acaba de introducir una hipoteca de interés variable y solo intereses que da a los prestatarios seis meses con cero pagos y un tipo de interés del 0,03 por ciento, sin duda en apoyo de esa saludable tajada estadounidense que representa el comprador de vivienda con problemas de efectivo líquido a corto plazo».

Cuando sus inversores se enteraron de que su gestor de cartera en realidad había predicado con el ejemplo a la hora de invertir su dinero, no se sintieron precisamente contentos. Como dijo uno de ellos, «Mike es el mejor inversor en acciones

que nadie conoce. ¿Y está haciendo... qué?». A varios de ellos les disgustó que un tipo al que habían contratado para invertir en acciones se hubiera dedicado, en cambio, a invertir en bonos hipotecarios podridos; unos se preguntaron que, si las permutas de impago crediticio eran tan buen negocio, por qué Goldman Sachs las vendía; otros cuestionaron la prudencia de pretender hablar del techo de un ciclo inmobiliario de setenta años; algunos no entendieron exactamente qué era una permuta de impago crediticio, o cómo funcionaba. «Según mi experiencia, los pronósticos apocalípticos sobre los mercados financieros estadounidenses raras veces se cumplen dentro de unos horizontes limitados —le escribió a Burry un inversor—. Ha habido argumentos apocalípticos legítimos que esgrimir sobre los mercados financieros estadounidenses durante la mayor parte de mi carrera. Pero normalmente no se han cumplido.» Burry le contestó que, aunque era cierto que preveía un apocalipsis, no estaba apostando en base a él. Eso era lo hermoso de las permutas de impago crediticio: le permitían ganar

una fortuna simplemente con que una diminuta fracción de aquellos fondos hipotecarios dudosos fueran mal.

Sin querer, Burry había abierto un debate con sus propios inversores, algo que se contaba entre sus actividades más detestadas. «Yo odiaba discutir ideas con los inversores —explicaba—, porque entonces me convertía en un partidario de la idea, y eso influye en tus procesos de pensamiento.» Una vez que te conviertes en partidario de una idea, te cuesta más cambiar de opinión sobre ella. No tenía elección: era obvio que entre la gente que le daba el dinero existía cierto escepticismo intrínseco con respecto al denominado pensamiento macro. Podían entender por qué aquel tipo tan brillante a la hora de husmear en las declaraciones financieras podía dar con una pequeña empresa en la que no había reparado nadie más. Pero no veían por qué habría de tener un conocimiento más profundo de unas tendencias y fuerzas globales evidentes para cualquier estadounidense que echara un vistazo a un noticiario de la televisión por cable. «He oído

que White Mountains preferiría que me dedicara a lo mío —escribió con irritación a su patrocinador original—, aunque para mí no está claro que White Mountains haya entendido históricamente qué es en realidad lo mío.» Nadie parecía ser capaz de ver lo que para él era tan simple: aquellas permutas de impago crediticio eran parte todas ellas de su búsqueda global de valor. «Yo no descanso en mi búsqueda de valor —escribió a White Mountains—. No hay ni golf ni ninguna otra afición que me distraiga. Buscar valor es lo único que hago.»

Cuando puso en marcha Scion, les había dicho a sus potenciales inversores que, dado que su negocio consistía en hacer apuestas que no estaban de moda, deberían evaluarle a largo plazo, pongamos por caso al cabo de cinco años. Pero ahora estaba siendo evaluado momento a momento. «Al principio la gente invertía en mí gracias a mis cartas —decía—. Y luego, de algún modo, después de haber invertido dejaron de leerlas.» Su fantástico éxito atrajo a muchos nuevos inversores, pero estos estaban menos interesados en el espíritu de su empresa que en cuánto dinero podía hacerles

ganar rápidamente. Cada cuatrimestre, él les decía cuánto había ganado o perdido con sus inversiones en acciones. Ahora tenía que explicarles que a esa cifra habían de restarles aquellas primas de seguros sobre bonos hipotecarios basura. Uno de sus inversores de Nueva York lo llamó y le dijo amenazadoramente: «Ya sabe que mucha gente está hablando de retirarle sus fondos».

Pero como los fondos se hallaban contractualmente vinculados a Scion Capital durante cierto tiempo, el único recurso de los inversores era enviarle correos electrónicos en tono angustiado pidiéndole que justificara su nueva estrategia. «La gente se obsesiona por la diferencia entre +5 por ciento y -5 por ciento durante un par de años —le contestó Burry a un inversor que había protestado por la nueva estrategia—, cuando la verdadera cuestión es: ¿a lo largo de diez años quién mejora un 10 por ciento anual? Y creo firmemente que para alcanzar ese beneficio anual tengo que ser capaz de mirar más allá del próximo par de años. [...] Tengo que mantenerme firme ante el descontento popular si

eso es lo que me dictan los principios.» En los cinco años transcurridos desde que había empezado, el S&P 500, que utilizaba como indicador de referencia, había bajado un 6,84 por ciento; en ese mismo período, les recordó a sus inversores, Scion Capital había aumentado un 242 por ciento. Burry supuso que quizá él mismo había fabricado la cuerda con la que colgarse. Pero supuso mal. «Construyo impresionantes castillos de arena —escribió—, pero nada impide que la marea vuelva una y otra vez.»

Curiosamente, mientras los inversores de Mike Burry se impacientaban, sus homólogos de Wall Street empezaron a mostrar un nuevo y envidioso interés en lo que se traía entre manos. A finales de octubre de 2005, un operador *subprime* de Goldman Sachs le llamó para preguntarle por qué estaba comprando permutas de impago crediticio sobre aquellos tramos tan concretos de bonos hipotecarios basura. El operador dejó caer que una serie de fondos de cobertura habían estado

llamando a Goldman para preguntar «cómo hacer la operación inmobiliaria en corto que está haciendo Scion». Entre los que preguntaban se contaban algunas de las personas a las que Burry había buscado como clientes para Milton's Opus, gente que inicialmente había expresado un gran interés. «En general, aquellas personas no tenían ni idea de cómo hacer la operación, y esperaban que Goldman les ayudara a reproducirla —escribió Burry en un correo electrónico a su director financiero—. Mi sospecha es que Goldman les ayudó, aunque ellos lo nieguen.» Como mínimo, ahora entendía por qué no había podido recaudar dinero para Milton's Opus. «Si lo describo lo suficiente, parece convincente, y la gente cree que puede hacerlo por sí sola —le escribió a un amigo íntimo por correo electrónico—. Si no lo describo lo suficiente, da miedo, y entonces no logro recaudar el capital.» Él no tenía talento para la venta.

Ahora el mercado de bonos hipotecarios basura parecía aclararse. De repente, el 4 de noviembre, Burry recibió un correo electrónico del tipo que

dirigía el tema *subprime* en el Deutsche Bank, un colega llamado Greg Lippmann. Eso ocurría después de que el Deutsche Bank hubiera roto sus relaciones con Mike Burry en el mes de junio, debido a que Burry había estado, en opinión del Deutsche Bank, demasiado agresivo en sus demandas de garantías. Y ahora aquel tipo llamaba para decir que le gustaría recomprar las seis permutas de impago crediticio originales que Scion había comprado en mayo. Dado que aquellos 60 millones de dólares representaban una diminuta fracción de la cartera de Burry, y como no quería tener que ver con el Deutsche Bank más de lo que el Deutsche Bank quería tener que ver con él, se las vendió, obteniendo un beneficio con ello. Greg Lippmann le escribió de nuevo a toda prisa y de manera gramaticalmente descuidada: «¿Querría darnos otros bonos que podemos decirle que le pagaremos?».

¡Greg Lippmann, del Deutsche Bank, quería comprarle sus 1.000 millones de dólares en permutas de impago crediticio! «Gracias por su interés, Greg —le contestó Burry—. De momento

estamos bien.» Se despidió pensando: «¡Qué raro! Hace cinco meses que no trato con el Deutsche Bank. ¿Cómo sabe siquiera Greg Lippmann que poseo este gigantesco montón de permutas de impago crediticio?».

Tres días más tarde tuvo noticias de Goldman Sachs. Su representante, Veronica Grinstein, le llamó desde su teléfono móvil, que era lo que hacía cuando quería hablar sin que la grabaran (ahora las firmas de Wall Street registraban todas las llamadas hechas desde sus mesas de contratación). «Me gustaría pedirle un favor especial», le dijo. También ella quería comprar algunas de sus permutas de impago crediticio. «La dirección está preocupada», añadió. Pensaban que los operadores habían vendido todos aquellos seguros sin tener un lugar al que poder acudir para recomprarlos. ¿Podía Mike Burry venderles 25 millones de dólares de aquel producto, con precios realmente generosos, sobre los bonos hipotecarios basura que él eligiera? Solo para apaciguar a la dirección de Goldman, ya sabe. Después de colgar, tuvo una corazonada y llamó al

Bank of America para ver si querían venderle más. Le dijeron que no: también ellos pretendían comprar. Después vino Morgan Stanley, asimismo sin previo aviso. Él no había hecho muchos negocios con Morgan Stanley, pero era evidente que también Morgan Stanley quería comprarle todo lo que tuviera. Burry no sabía con exactitud por qué repentinamente todos aquellos bancos estaban tan ansiosos por comprar seguros sobre bonos hipotecarios basura, pero había una razón obvia: de pronto los préstamos habían empezado a ir mal a un ritmo alarmante. Previamente, en mayo, Mike Burry apostaba en base a su teoría del comportamiento humano: los préstamos se habían estructurado para ir mal. Ahora, en noviembre, estaban yendo mal de hecho.

A la mañana siguiente, Burry abrió el *Wall Street Journal* y se encontró con un artículo que explicaba cómo la nueva oleada de hipotecas de interés variable estaba experimentando, en sus nueve primeros meses, un volumen de impagos nunca visto. Se apuntaba directamente a la clase media baja estadounidense. Había hasta un

pequeño gráfico para ilustrar a los lectores que no tenían tiempo de leer el artículo. Burry pensó: «¡Se descubrió el pastel!». El mundo está a punto de cambiar. Los prestadores elevarán sus exigencias; las agencias de calificación observarán con más atención, y ningún operador en su sano juicio venderá seguros sobre bonos hipotecarios basura a precios remotamente parecidos a los vigentes hasta ahora.

«Creo que está a punto de encenderse la bombilla —explicaba—, y algún responsable crediticio inteligente va a decir: “¡Desháganse de esas operaciones!”.» La mayoría de los operadores de Wall Street estaban a punto de perder mucho dinero, quizá con una sola excepción. Mike Burry acababa de recibir otro correo electrónico, esta vez de uno de sus propios inversores, que sugería que el Deutsche Bank podría haber estado influenciado por su visión monocular de los mercados financieros: «Greg Lippmann, el operador jefe [de hipotecas basura] del Deutsche Bank, estuvo aquí el otro día —leyó—. Nos dijo que había vendido en corto mil

millones de dólares de este producto y que estaba a punto de ganar “océanos” de dinero (o algo por el estilo). Su euforia daba un poco de miedo».

¿Cómo puede mentir un tipo que no habla inglés?

Cuando Greg Lippmann apareció en la sala de conferencias de FrontPoint, en febrero de 2006, Steve Eisman sabía ya lo suficiente del mercado de bonos como para mostrarse cauto, mientras que Vincent Daniel sabía lo suficiente como para decidir que no se podía confiar en nadie que estuviera dentro de dicho mercado. Un inversor que pasaba del mercado de acciones al mercado de bonos era como una criatura pequeña y pachona criada en una isla sin depredadores a la que se trasladara a un hoyo lleno de serpientes pitón. En el mercado de acciones era posible que las grandes firmas de Wall Street te timaran, pero ello requería un verdadero esfuerzo. El mercado entero

operaba en pantallas, de modo que uno siempre tenía una visión clara de la cotización de las acciones de cualquier empresa. Además, el mercado de acciones no solo era transparente, sino que estaba fuertemente controlado. No podías esperar que un operador de Wall Street compartiera contigo todos sus pensamientos negativos sobre las empresas que cotizaban en Bolsa, pero sí que no se esforzara demasiado en embaucarte con mentiras directas, o que utilizara con descaro información privilegiada para operar contra ti, sobre todo porque había al menos una posibilidad de que le pillaran si lo hacía. La presencia de millones de pequeños inversores había politizado el mercado de acciones, dando lugar a leyes y regulaciones que al menos le hicieran que pareciese justo.

Dado que estaba integrado principalmente por grandes inversores institucionales, el mercado de bonos no experimentaba esa clase de presión política populista. Incluso cuando pasó a empequeñecer a la Bolsa el mercado de bonos eludió una regulación seria. Los vendedores de

bonos podían decir y hacer cualquier cosa sin temor a que se informara de ello a alguna autoridad. Los operadores podían explotar información privilegiada sin preocuparse de que les pillaran. Los técnicos en bonos podían inventarse valores cada vez más complicados sin preocuparse demasiado de la regulación estatal, una de las razones por las que tantos derivados financieros procedían precisamente, de una u otra forma, de bonos. El sector mayor y más líquido del mercado de bonos —el mercado de bonos del Tesoro estadounidenses, por ejemplo— se negociaba en pantallas, pero en muchos casos el único modo de determinar si el precio que algún operador de bonos te había dado estaba siquiera cerca de ser justo era hacer unas cuantas llamadas y confiar en encontrar a algún otro operador de bonos que creara un mercado con aquel título particularmente oscuro. La opacidad y la complejidad del mercado de bonos suponía una ventaja enorme para las grandes firmas de Wall Street. El cliente del mercado de bonos vivía en un perpetuo temor a lo que desconocía. Si los

departamentos de bonos de Wall Street constituían cada vez más la fuente de los beneficios de Wall Street, se debía en parte a esto: en el mercado de bonos todavía era posible ganar enormes sumas de dinero gracias al miedo, y la ignorancia, de los clientes.

De modo que no dice nada en contra de Greg Lippmann el hecho de que, al entrar en el despacho de Steve Eisman, chocara con un muro de recelo. «Podría haber entrado por la puerta el mismo Moisés, y, si hubiera dicho que venía de la renta fija, Vinny tampoco habría confiado en él», explicaba Eisman.

De todos modos, si un equipo de expertos se hubiera propuesto crear a un ser humano que maximizara la probabilidad de aterrorizar al cliente de Wall Street, podrían haber diseñado perfectamente a alguien como Lippmann. Este operaba con bonos para el Deutsche Bank, aunque, como la mayoría de la gente que operaba con bonos para el Deutsche Bank —o para el Credit Suisse, o UBS, o alguno de los otros grandes bancos extranjeros que se habían introducido en

los mercados financieros de Estados Unidos—, él era estadounidense. Delgado y nervudo, hablaba con demasiada rapidez como para que nadie pudiera seguir exactamente lo que decía. Llevaba el pelo alisado y peinado hacia atrás, a la manera del personaje Gordon Gekko, y las patillas largas, a la manera de un compositor romántico de la década de 1820 o de una estrella porno de la de 1970. Solía llevar corbatas chillonas, y hacía comentarios escandalosos sin mostrar aparentemente la menor conciencia de cómo sonarían si se repetían de forma poco comprensiva. Salpicaba su conversación con referencias crípticas, por ejemplo, a cuánto dinero había ganado. La gente de Wall Street hacía mucho que había aprendido que sus primas eran lo último de lo que debían hablar con la gente de fuera de Wall Street. «Pongamos que el año pasado me pagaran seis millones —solía decir Lippmann—. No digo que lo hicieran. Fue menos que eso. Pero no digo cuánto menos.» Antes de que pudieras protestar alegando «¡Pero si yo no he preguntado nada!», él añadía: «Con el año que tuve, era

imposible que me pagaran menos de cuatro millones». De modo que entonces pensabas: «Así que la cifra está entre cuatro y seis millones de dólares...». Podías empezar hablando del Ballet de Nueva York, pero terminabas jugando a los barquitos. Lippmann seguía dándote coordenadas, hasta que casi te veías obligado a identificar la posición del barco, exactamente lo que casi todo el mundo en Wall Street esperaba que no hicieras nunca.

En una nueva violación del código, Lippmann se apresuraba a hacer saber a la gente que todo lo que le había pagado su empresa no era nada en comparación con lo que se merecía. «El trabajo de los altos directivos es pagar a la gente —solía decir—. Si joden a cien tíos sacando cien de los grandes a cada uno, eso son diez millones más para ellos. Tienen cuatro categorías: feliz, satisfecho, descontento y asqueado. Si sale feliz es que la han pifiado: ellos no quieren que seas feliz. Por otra parte, tampoco quieren que te sientas tan asqueado que te vayas. El punto ideal está en algún sitio entre descontento y asqueado.» En algún

momento entre 1986 y 2006 había salido de Wall Street un memorando diciendo que, si querías seguir enriqueciéndote barajando trozos de papel sin ningún propósito social evidente, más valía que camuflaras tu auténtica naturaleza. Pero Greg Lippmann era incapaz de disfrazarse a sí mismo o de disfrazar sus motivos. «No tengo ninguna lealtad en particular al Deutsche Bank —solía decir—. Solo trabajo allí.» Esta no era una actitud inusual; lo inusual era que Lippmann lo dijera.

Lo menos controvertido que se podía decir sobre Lippmann era que él mismo era controvertido. No era simplemente un buen operador de bonos: era un gran operador de bonos. No era cruel; no era ni siquiera grosero, al menos no de manera intencionada. Simplemente suscitaba sentimientos extremos en los demás. Un operador que trabajó a su lado durante años se refería a él como «ese cabrón conocido como Greg Lippmann». Cuando le preguntaban por qué, respondía: «Lo llevaba todo demasiado lejos».

«Me gusta Greg —decía uno de sus jefes del Deutsche Bank—. No tengo nada malo que decir

de él excepto que es un jodido chiflado.» Pero cuando se desbrozaba la controversia en torno a la persona de Lippmann se podía ver que esta arraigaba en dos sencillas quejas. La primera era que se mostraba patentemente egoísta y proclive al autobombo. La segunda, que se mostraba excesivamente alerta frente al egoísmo y el autobombo de los demás. Tenía una capacidad casi extravagante para identificar motivos oscuros. Si uno acababa de donar, pongamos por caso, 20 millones de dólares a su alma máter, y sentía el fulgor de la devoción desinteresada a una causa mayor que sí mismo, Lippmann sería el primero en preguntar: «¿Así que ha dado usted veinte millones de dólares porque es el mínimo que piden para dar su nombre a un edificio, no?».

De modo que este personaje apareció de la nada para venderle a Steve Eisman lo que él afirmaba que era su propia idea brillante y original para apostar en contra del mercado de bonos hipotecarios basura. Lippmann reforzó su argumentación con una larga y complicada presentación de 42 páginas: durante los tres

últimos años los precios de la vivienda habían subido mucho más rápidamente que en los treinta anteriores; ahora dichos precios todavía no habían caído, pero habían dejado de subir; aun así, los préstamos basados en ellos se estaban viniendo abajo en su primer año a un ritmo asombroso, del 1 al 4 por ciento. ¿Quién tomaba prestado dinero para comprar una casa y dejaba de pagar en el plazo de doce meses? Siguió un poco más, y luego le mostró a Eisman un pequeño gráfico que había creado y que afirmaba que era la razón de que se hubiera interesado en el asunto. Este ilustraba un hecho asombroso: desde 2000, las personas cuya vivienda había subido en valor entre un 1 y un 5 por ciento tenían casi el cuádruple de probabilidades de incumplir el pago de sus préstamos de vivienda que aquellas cuyas casas habían subido en valor más de un 10 por ciento. Millones de estadounidenses no tenían capacidad para pagar sus hipotecas a menos que sus casas subieran drásticamente de valor, lo que les permitía tomar prestado aún más dinero.

Esta era la esencia del discurso: los precios de

la vivienda ni siquiera tenían que caer. Bastaba con que dejaran de subir al ritmo sin precedentes con que lo habían hecho en los años anteriores para que un inmenso número de estadounidenses incumplieran los pagos de sus préstamos de vivienda.

Lippmann tituló su presentación «Vender en corto tramos entresuelo de patrimonio inmobiliario». Pero «Vender en corto tramos entresuelo de patrimonio inmobiliario» no era más que una forma caprichosa de describir la idea de Mike Burry de apostar en contra de los préstamos de vivienda estadounidenses: comprar permutas de impago crediticio sobre las porciones triple B más chungas de bonos hipotecarios basura. El propio Lippmann se lo describió en términos bastante más directos a un colega del Deutsche Bank que había visto la presentación y le había comparado con el personaje Chicken Little. «Jódete —le había respondido Lippmann—. Voy a vender tu casa en corto.»

La belleza de la permuta de impago crediticio (o CDS, por sus siglas en inglés) consistía en que

solucionaba el problema del tiempo: Eisman ya no tenía que adivinar con exactitud cuándo se desplomaría el mercado de las hipotecas basura. Asimismo, le permitía hacer su apuesta sin poner dinero de entrada, y le dejaba en situación de ganar muchas veces las sumas que potencialmente podía perder. El peor de los casos sería este: los estadounidenses insolventes de algún modo se las ingeniaban para pagar sus préstamos hipotecarios basura, y uno se encontraba pagando una prima de seguro de aproximadamente un 2 por ciento anual durante un período de seis años, la más larga vida útil esperada de los supuestos préstamos a treinta años.

La presteza con la que los prestatarios *subprime* pagaban sus préstamos era otro aspecto extraño más de este mercado en expansión. Ello tenía que ver con la estructura de los préstamos, que se fijaban durante dos o tres años a un tipo de interés «de enganche» artificialmente bajo antes de subir de golpe al tipo de interés variable «de continuación». «Estaban haciendo préstamos a personas de bajos ingresos a un tipo de interés de

enganche cuando sabían que no podrían permitirse pagar el tipo de interés de continuación — explicaba Eisman—. Lo hacían para que, cuando los prestatarios llegaran al final del período de enganche, tuvieran que refinanciar, de modo que los prestadores pudieran sacarles más dinero.» Así, los préstamos a treinta años se diseñaban para ser amortizados en solo unos pocos. En el peor de los casos, si comprabas permutas de impago crediticio sobre 100 millones de dólares en bonos hipotecarios basura, podías terminar desembolsando prima durante seis años; pongamos 12 millones de dólares. En el mejor, las pérdidas en los préstamos subían del 4 por ciento actual al 8 por ciento, y ganabas 100 millones de dólares. Los corredores de apuestas te estaban ofreciendo probabilidades de entre 6:1 y 10:1, cuando las probabilidades de que el asunto saliera bien parecían estar más cerca de 2:1. Nadie que se dedicara a hacer apuestas inteligentes podía desaprovechar esta.

El corolario de la argumentación lo puso el equipo de apoyo cuantitativo de Lippmann,

integrado por una sola persona. Su nombre era Eugene Xu, pero quienes habían oído el discurso de Lippmann generalmente se referían a él como «el analista cuantitativo chino de Lippmann». Xu era un analista que trabajaba en el Deutsche Bank, pero Lippmann daba a todo el mundo la impresión de que lo tenía atado a su terminal Bloomberg como un animal doméstico. Era un auténtico chino —es decir, que ni siquiera era chino-estadounidense—, que al parecer no hablaba una palabra de inglés, solo de números. En China se celebraba una competición nacional de matemáticas, explicaba Lippmann a la gente, y Eugene había terminado el segundo; de toda China. Eugene Xu era el responsable de todos y cada uno de los datos fundamentales de la presentación de Lippmann. Una vez que se introdujo a Eugene en la ecuación, nadie volvió a importunar a Lippmann con respecto a sus cálculos matemáticos o sus datos. En palabras del propio Lippmann: «¿Cómo puede mentir un tipo que no habla inglés?».

Pero había mucho más que eso. Lippmann rebosaba de detalles fascinantes: el

comportamiento histórico del propietario de vivienda estadounidense; la estupidez y la corrupción de las agencias de calificación, Moody's y Standard & Poor's, que otorgaban una calificación triple B a bonos basura que iban mal a poco que las pérdidas en los fondos subyacentes de préstamos de vivienda alcanzaran solo el 8 por ciento;* el fraude generalizado en el mercado hipotecario; la locura de los inversores en hipotecas basura, un gran número de los cuales parecían vivir en Alemania, concretamente en Düsseldorf. «Siempre que le preguntábamos quién compraba esa mierda —decía Vinny—, él se limitaba a respondernos: “Düsseldorf”.» No importaba si Düsseldorf compraba realmente bonos hipotecarios basura en efectivo o vendía permutas de impago crediticio sobre aquellos mismos bonos hipotecarios, ya que ambos productos venían a representar lo mismo: la parte de la apuesta que operaba en largo.

Lippmann rebosaba también de Lippmann. Insinuó que Eisman podía llegar a hacerse tan rico con la operación que podría comprar todo el

equipo de Los Angeles Dodgers («No estoy diciendo que vaya usted a comprar a los Dodgers»). Eisman podía llegar a hacerse tan rico que las estrellas de cine ansiarían su cuerpo («No estoy diciendo que vaya usted a salir con Jessica Simpson»). Con una mano, Lippmann presentaba los datos de la operación; con la otra se ponía a divagar, como un zahorí que sondeara en busca de un pozo muy profundo en el carácter de Eisman.

Con un ojo puesto en Greg Lippmann y el otro en Steve Eisman, Vincent Daniel casi esperaba que la habitación estallara. En cambio, lo que ocurrió fue que Steve Eisman no encontró nada que fuera siquiera ligeramente objetable en Greg Lippmann. «¡Un gran tipo!» En realidad, Eisman solo tenía un par de preguntas. La primera: explíqueme de nuevo cómo demonios funciona eso de la permuta de impago crediticio. La segunda: ¿por qué me pide que apueste en contra de unos bonos que su propia firma está creando y se las está arreglando para que las agencias de calificación califiquen erróneamente? «En toda mi vida nunca había visto a un tipo de ventas entrar y decir: “Venta en corto

mi mercado”», explicaba Eisman. Lippmann ni siquiera era vendedor de bonos: era un operador de bonos del que cabía esperar que adoptara una posición larga sobre esos mismos bonos hipotecarios basura. «No es que desconfiara de él —decía Eisman—. Es que no le entendía. Vinny era el único que estaba seguro de que iba a jodernos de algún modo.»

Eisman no tenía ningún problema en apostar en contra de las hipotecas basura. De hecho, podía pensar en pocas cosas que le dieran tanto placer como la idea de irse a la cama cada noche, posiblemente durante los seis años siguientes, sabiendo que había adoptado una posición corta en un mercado financiero que había llegado a conocer y despreciar y del que estaba seguro que un día explotaría. «Cuando entró y dijo que podías ganar dinero vendiendo en corto títulos *subprime*, fue como ponerme delante a una supermodelo desnuda —decía Eisman—. Lo que no podía entender era por qué quería que yo lo hiciera.» Aquella pregunta resultaría ser más interesante de lo que incluso el propio Eisman sospechaba.

El mercado de las hipotecas basura estaba generando nuevos préstamos por valor de medio billón de dólares al año, pero el círculo de gente entre la que se redistribuía el riesgo de que el mercado entero se derrumbara era diminuto. Cuando la representante de Goldman Sachs llamó a Mike Burry y le dijo que su firma estaría encantada de venderle permutas de impago crediticio en fracciones de 100 millones de dólares, Burry adivinó, correctamente, que no era Goldman la que estaba en última instancia en el otro extremo de sus apuestas. Goldman nunca sería tan estúpida para apostar enormes sumas a que millones de estadounidenses insolventes lograrían amortizar sus préstamos de vivienda. No sabía quién, o por qué, o cuánto, pero sí sabía que había por ahí alguna entidad corporativa gigantesca con una calificación de triple A vendiendo permutas de impago crediticio sobre bonos hipotecarios basura. Solo una corporación con una calificación de triple A podía asumir tal riesgo sin poner

dinero y sin hacer preguntas. Burry también tenía razón en eso, pero pasarían tres años antes de que lo supiera. Quien estaba al otro lado de su apuesta contra los bonos hipotecarios basura era la compañía de seguros, con calificación de triple A, AIG (American International Group, Inc.), o, mejor dicho, una sección de AIG llamada AIG Financial Products.

AIG Financial Products (AIG FP) había sido creada en 1987 por refugiados del departamento de bonos de Michael Milken en Drexel Burnham, dirigidos por un operador llamado Howard Sosin, quien afirmaba que tenía un modelo mejor para negociar y valorar permutas de tipo de interés. Las innovaciones financieras de la década de 1980 tuvieron toda clase de consecuencias, pero una de ellas fue un auge del número de acuerdos entre grandes sociedades financieras que requerían que cada una de ellas asumiera los riesgos crediticios de las otras. Las permutas de tipo de interés —en las que una parte intercambia un tipo de interés variable por el tipo de interés fijo de la otra— eran una de tales innovaciones. En una ocasión,

Chrysler emitió un bono a través de Morgan Stanley, y los únicos que terminaron asumiendo el riesgo crediticio fueron los inversores que compraron el bono de Chrysler. Chrysler pudo vender sus bonos y simultáneamente establecer una transacción de permuta de tipo de interés a diez años con Morgan Stanley, y así, sin más, Chrysler y Morgan Stanley se expusieron la una a la otra. Si Chrysler quebraba, sus bonistas obviamente perdían; según la naturaleza de la permuta y el movimiento de los tipos de interés, Morgan Stanley podía perder también. Si Morgan Stanley iba a la quiebra, le tocaba sufrir a Chrysler, junto con cualquiera que hubiera hecho permutas de tipo de interés con Morgan Stanley. Se había creado un riesgo financiero de la nada, que requería ser honestamente considerado, o bien disfrazado.

Así que aparece Sosin, con su modelo de permuta de tipo de interés supuestamente nuevo y mejorado, aun cuando Drexel Burnham no fuera en aquel momento un líder de mercado en permutas de tipo de interés. Era un papel natural que una corporación de primer orden con la mayor

calificación crediticia se alzara en medio de permutas y opciones a largo plazo y demás innovaciones generadoras de riesgo. Las características exigidas a tal corporación eran que no fuera un banco —y, por lo tanto, no estuviera sujeta a la regulación bancaria y a la necesidad de tener reservas de capital contra los activos arriesgados—, y que estuviera dispuesta y fuera capaz de enterrar riesgos exóticos en su balance general. Tenía que estar en condiciones de asegurar 100.000 millones de dólares en préstamos hipotecarios basura, por ejemplo, sin tener que revelar a nadie que lo había hecho. No había ninguna verdadera razón por la que la empresa tuviera que ser AIG; podría haber sido cualquier entidad calificada como triple A con un balance general enorme; Berkshire Hathaway, por ejemplo, o General Electric. AIG simplemente llegó primero.

En un sistema financiero que generaba rápidamente riesgos complicados, AIG FP se convirtió en una enorme devoradora de dichos riesgos. En los primeros días debía de parecer que

se cobraba por asegurar acontecimientos que resultaba extremadamente improbable que ocurrieran, como en efecto sucedía. Su éxito generó imitadores: Zurich Re FP, Swiss Re FP, Credit Suisse FP, Gen Re FP (Re significa aquí «reaseguro»). Todos tuvieron un papel fundamental en lo que ocurrió en las dos últimas décadas; sin ellos, los nuevos riesgos que se creaban no habrían tenido un lugar donde ocultarse y habrían permanecido a plena vista de los reguladores bancarios. Con la llegada de la crisis todos esos lugares se verían arrastrados por la náusea general que se empezó a sentir en presencia de riesgos financieros complicados, pero hubo un momento en que su existencia parecía cartográficamente necesaria para el mundo financiero. Y AIG FP era el modelo de todos ellos.

Los quince primeros años de la división fueron coherente e increíblemente rentables: no había el menor indicio de que pudiera estar incurriendo en riesgos que le hicieran perder dinero, y mucho menos mutilar a su gigantesca progenitora. En 1993, cuando se marchó Howard Sosin, se llevó

conigo casi 200 millones de dólares, su parte de lo que parecía ser una fantástica máquina de hacer dinero. En 1998, AIG FP entró en el nuevo mercado de permutas de impago crediticio corporativas: vendía seguros a bancos contra el riesgo de impago por parte de un enorme número de empresas de primer orden que cotizaban en Bolsa. Las permutas de impago crediticio acababan de ser inventadas por banqueros como J. P. Morgan, que luego fueron en busca de una empresa calificada como triple A dispuesta a venderlas, y encontraron a AIG FP.* El mercado se inició, pues, con bastante inocencia para los estándares de Wall Street.

De hecho, era improbable que un gran número de empresas de primer orden de distintos países y diversos sectores dejaran de pagar su deuda al mismo tiempo. Las permutas de impago crediticio vendidas por AIG FP que aseguraban grupos de tales préstamos demostraron ser un buen negocio. En 2001, AIG FP, ahora dirigida por un tipo llamado Joe Cassano, podía contar con generar 300 millones de dólares al año, el 15 por ciento de

los beneficios de AIG.

Pero entonces, a principios de la década de 2000, los mercados financieros lanzaron su fantástico cebo en dos fases. La fase uno fue aplicar al riesgo crediticio del consumo una fórmula que se había inventado para afrontar el riesgo crediticio corporativo. Los bancos que hasta entonces utilizaban a AIG FP para asegurar montones de préstamos hechos a IBM y GE empezaron a acudir a ella para asegurar otros mucho más revueltos, que incluían deudas de tarjetas de crédito, préstamos de estudios, autopréstamos, hipotecas preferentes, alquileres de aviones, y casi todo lo que generara un flujo de efectivo. Como había muchas clases distintas de préstamos, para diferentes tipos de personas, la lógica que se había aplicado a los préstamos corporativos parecía aplicarse también a ellos: eran lo suficientemente diversos como para que resultara improbable que todos fueran mal a la vez.

La fase dos, que comenzó a finales de 2004, fue sustituir los préstamos de estudios, autopréstamos

y demás por montones más grandes integrados exclusivamente por préstamos hipotecarios basura estadounidenses. «El problema —en palabras de un operador de AIG FP— es que se nos presentó algo distinto que nosotros pensamos que era lo mismo que habíamos estado haciendo.» Los numerosos «créditos al consumo» que las firmas de Wall Street, encabezadas por Goldman Sachs, le pedían a AIG FP que asegurara pasaron de ser hipotecas basura en un 2 por ciento a serlo en un 95 por ciento. En efecto, en cuestión de meses AIG FP compró 50.000 millones de dólares en bonos hipotecarios basura calificados como triple B, asegurándolos contra el impago. Y, sin embargo, nadie dijo nada al respecto: ni el presidente de AIG, Martin Sullivan, ni el jefe de AIG FP, Joe Cassano, ni el tipo de la oficina de AIG FP en Connecticut responsable de vender los servicios de permutas de impago crediticio de su empresa a las grandes firmas de Wall Street, Al Frost. Las transacciones, a decir de todos, simplemente fueron firmadas y rubricadas en AIG FP, y luego, de nuevo, por los gerifaltes de AIG. Al parecer,

todos los implicados asumieron que estaban cobrando primas de seguros para asumir básicamente el mismo tipo del riesgo que habían estado asumiendo durante casi una década. Pero no era así. De hecho, se habían convertido en los mayores propietarios de bonos hipotecarios basura del mundo.

Greg Lippmann observó cómo sus colegas de Goldman Sachs encontraban y explotaban la predisposición de un tercero a vender enormes cantidades de seguros baratos sobre bonos hipotecarios basura, y casi al instante adivinó la identidad del vendedor. Pronto se corrió la voz en el pequeño mundo de los creadores y operadores de bonos hipotecarios basura: ahora AIG FP vendía permutas de impago crediticio sobre bonos *subprime* calificados como triple A por un mero 0,12 por ciento anual. ¡Doce puntos básicos! Lippmann no sabía exactamente cómo Goldman Sachs había persuadido a AIG FP para que proporcionara al floreciente mercado de los

préstamos hipotecarios basura el mismo servicio que ya proporcionaba al mercado de los préstamos corporativos. Todo lo que sabía era que, en rápida sucesión, Goldman creó unas cuantas transacciones multimillonarias que transferían a AIG la responsabilidad de todas las pérdidas futuras de 20.000 millones de dólares en bonos hipotecarios basura calificados como triple B. Era increíble: a cambio de unos pocos millones de dólares al año, aquella compañía de seguros asumía el riesgo, muy real, de que 20.000 millones de dólares simplemente se fueran al traste. Las transacciones con Goldman habían caído en cuestión de meses, y habían requerido los esfuerzos de solo unos cuantos cretinos en una mesa de contratación de bonos de Goldman y de un representante de Goldman llamado Andrew Davilman, quien, por sus servicios, pronto sería ascendido a director gerente. Los operadores de Goldman habían registrado beneficios de entre 1.500 y 3.000 millones de dólares; una suma impresionante hasta para los estándares del mercado de bonos.

Y de paso, Goldman Sachs creaba un título bursátil tan opaco y complejo que sería eternamente incomprendido tanto por los inversores como por las agencias de calificación: la obligación de deuda garantizada (CDO, por sus siglas en inglés) sintética respaldada por bonos hipotecarios basura. Como la permuta de impago crediticio, la CDO se había inventado para redistribuir el riesgo de impago de bonos corporativos y del Estado, y ahora se reajustaba para enmascarar el riesgo de los préstamos hipotecarios basura. Su lógica era exactamente la de los bonos hipotecarios originales. En un bono hipotecario se juntaban miles de préstamos y, asumiendo que resultaba extremadamente improbable que todos ellos fueran mal a la vez, se creaba una torre de bonos en la que tanto el riesgo como el rendimiento disminuían conforme uno iba subiendo. En una CDO se juntaba un centenar de bonos hipotecarios distintos —por lo general, los pisos inferiores, más arriesgados, de la torre original— y se usaban para erigir una torre de bonos completamente nueva. Un observador

inocente podría preguntarse con razón: ¿qué sentido tiene usar pisos de una torre de deuda simplemente para crear otra torre de deuda? La respuesta corta es que están demasiado cerca del suelo, son más propensos a inundaciones —los primeros en sufrir pérdidas—, y tienen una calificación crediticia inferior: triple B. Los bonos calificados como triple B resultaban más difíciles de vender que los calificados como triple A, situados en los pisos superiores, más seguros, del edificio.

La respuesta larga era que había enormes sumas de dinero a ganar si se lograba de algún modo que se recalificaran como triple A, reduciendo así su riesgo percibido, por más que deshonesto y artificialmente. Esto era lo que Goldman Sachs había hecho inteligentemente. La que pronto consideraría todo el mundo su ingeniosa solución al problema de vender los pisos inferiores parece hoy, en retrospectiva, casi mágica. Tras juntar cien plantas bajas de cien edificios hipotecarios basura distintos (esto es, cien bonos distintos calificados como triple B), persuadieron a las agencias de

calificación de que no eran, como pudiera parecer, todos ellos exactamente iguales: ¡eran otra cartera diversificada de activos! Tal cosa era absurda. Los cien edificios ocupaban la misma llanura aluvial; en caso de inundación, las plantas bajas de todos ellos se hallaban igualmente expuestas. Pero dio igual: las agencias de calificación, que cobraban pingües honorarios de Goldman Sachs y otras firmas de Wall Street por cada transacción que calificaban, declararon que el 80 por ciento de la nueva torre de deuda era triple A.

La CDO era, de hecho, un servicio de «lavado de crédito» para los residentes de la clase media baja estadounidense. Y para Wall Street era una máquina que convertía el plomo en oro.

En la década de 1980, el originario propósito declarado del bono con garantía hipotecaria había sido redistribuir el riesgo asociado a los préstamos hipotecarios de vivienda. Los préstamos hipotecarios podían llegar a manos de los inversores del mercado de bonos dispuestos a pagar lo máximo por ellos. En consecuencia, el tipo de interés pagado por el propietario de la

vivienda caería. El objetivo de la innovación, en breve, era hacer los mercados financieros más eficientes. Ahora, de algún modo, se había puesto el mismo espíritu innovador al servicio del propósito contrario: ocultar el riesgo haciéndolo más complicado. El mercado pagaba a los operadores de bonos de Goldman Sachs para hacerlo menos eficiente. Con unos salarios estancados y un consumo en auge, las masas estadounidenses escasas de fondos tenían una demanda de préstamos prácticamente ilimitada, pero una capacidad incierta de amortizarlos. La apuesta que se había hecho con ellos, desde el punto de vista de los ingenieros financieros de Wall Street, era que sus destinos financieros podían tergiversarse como no correlacionados. Dando por sentado que un montón de préstamos hipotecarios basura no estaban expuestos a las mismas fuerzas que otros —que un bono hipotecario basura con préstamos fuertemente concentrados en Florida no se parecía mucho a un bono hipotecario basura más concentrado en California—, los ingenieros crearon una ilusión de

seguridad. Y AIG FP aceptó esa ilusión como realidad.

Las personas que trabajaban en la mesa de contratación de bonos hipotecarios relevante de Goldman Sachs eran todas ellas sumamente inteligentes. A todas les había ido muy bien en la escuela y habían ido a las universidades más prestigiosas de Estados Unidos. Pero no se requería ninguna clase de genio para ver la fortuna que se podía ganar con el lavado de bonos triple B para convertirlos en bonos triple A. Lo que sí requería genio era encontrar 20.000 millones de dólares en bonos triple B para lavar. En la torre de préstamos originaria —el bono hipotecario original— solo había un piso calificado como triple B. Mil millones de dólares en préstamos de vivienda malos podían producir solo 20 millones de dólares de tramos malos triple B. Dicho de otro modo, para crear una CDO de 1.000 millones de dólares integrada únicamente por bonos hipotecarios basura triple B había que prestar 50.000 millones de dólares en efectivo a seres humanos reales. Eso exigía tiempo y esfuerzo,

mientras que una permuta de impago crediticio no exigía ni lo uno ni lo otro.

Había más de un modo de concebir la compra por parte de Mike Burry de 1.000 millones de dólares en permutas de impago crediticio. La primera era como un simple, y hasta inocente, contrato de seguros. Burry efectuaba sus pagos semestrales de primas y, a cambio, obtenía protección contra el impago de bonos por valor de 1.000 millones de dólares. O bien no cobraba nada, si los bonos triple B que había asegurado resultaban ser buenos, o bien cobraba 1.000 millones de dólares, si dichos bonos triple B iban mal. Pero, obviamente, Mike Burry no poseía ningún bono hipotecario basura triple B ni nada por el estilo. No tenía ninguna propiedad que «asegurar»; era como si hubiera contratado un seguro de incendio para algún suburbio que había sido ya pasto de las llamas. Para él, como para Steve Eisman, una permuta de impago crediticio no era un seguro en absoluto, sino una apuesta completamente especulativa contra el mercado, y ese era el segundo modo de concebirla.

Había también un tercer modo, todavía más alucinante, de concebir el nuevo instrumento financiero: como una réplica casi perfecta de un bono hipotecario basura. Los flujos de efectivo de las permutas de impago crediticio de Mike Burry clonaban los flujos de efectivo del bono hipotecario basura triple B contra el que apostaba. El 2,5 por ciento anual en primas que pagaba Mike Burry imitaba el margen sobre el LIBOR* que los bonos hipotecarios basura triple B pagaban a un inversor real. Los 1.000 millones de dólares que quienquiera que había vendido a Mike Burry sus permutas de impago crediticio podía perder si los bonos iban mal clonaban las potenciales pérdidas de un propietario de bono real.

A primera vista, el floreciente mercado de apuestas colaterales sobre bonos hipotecarios basura parecía ser el equivalente financiero del fútbol de fantasía: un benigno, por más que tonto, facsímil de la inversión. Pero, por desgracia, había una diferencia entre el fútbol de fantasía y las finanzas de fantasía: cuando un equipo de fútbol de fantasía recluta a un jugador estrella para

formar parte de él, no crea una réplica de dicho jugador. Cuando Mike Burry compraba una permuta de impago crediticio basada en un bono *subprime* respaldado, por ejemplo, por Long Beach Savings, permitía a Goldman Sachs crear otro bono idéntico al original en todos los aspectos salvo en uno: no había ningún préstamo de vivienda o comprador de vivienda real. Solo las pérdidas y ganancias de la apuesta colateral sobre los bonos eran reales.

Así, para generar 1.000 millones de dólares en bonos hipotecarios basura triple B, Goldman Sachs no necesitó crear 50.000 millones de dólares en préstamos de vivienda. Bastó con que engatusara a Mike Burry, o a algún otro pesimista con respecto al mercado, para que escogiera 100 bonos triple B distintos y comprara 10 millones de dólares en permutas de impago crediticio sobre cada uno de ellos. Una vez que tuvo este paquete (lo llamaron «CDO sintética», que era el término elegante para denominar a una CDO integrada exclusivamente por permutas de impago crediticio), lo llevaron a Moody's y a Standard &

Poor's. «Las agencias de calificación en realidad no tenían un modelo propio de CDO —explicaba un antiguo operador de Goldman—. Los bancos enviaban su modelo a Moody's y preguntaban: "¿Qué les parece?"» De algún modo, alrededor del 80 por ciento de lo que habían sido bonos triple B de alto riesgo ahora parecían bonos triple A. El 20 por ciento restante, con calificaciones crediticias más bajas, en general resultaba más difícil de vender, pero ellos, increíblemente, se limitaron a apilarlos en otro montón y procesarlos de nuevo para convertirlos en nuevos bonos triple A. La máquina que convertía un 100 por ciento de plomo en un mineral compuesto de un 80 por ciento de oro y un 20 por ciento de plomo aceptaba asimismo el plomo residual y convertía también un 80 por ciento de este en oro.

Los detalles eran complejos, pero no así la idea esencial de esta nueva máquina de hacer dinero: convertía un montón de préstamos arriesgados en una pila de bonos, la mayoría de los cuales se calificaban como triple A, y a continuación cogía los peor calificados de entre los bonos restantes y

convertía la mayoría de ellos en CDO triple A. Y luego —puesto que no podía extender los préstamos de vivienda lo bastante rápido como para crear un número suficiente de bonos de baja calificación— utilizaba permutas de impago crediticio para clonar los peores de entre los bonos existentes, y hacerlo varias veces. Goldman Sachs mediaba entre Michael Burry y AIG. Michael Burry pagaba 250 puntos básicos (un 2,5 por ciento) para tener permutas de impago crediticio sobre los bonos más malos, los triple B, y AIG cobraba solo 12 puntos básicos (un 0,12 por ciento) por vender permutas de impago crediticio sobre aquellos mismos bonos, filtrados a través de una CDO sintética y calificados como triple A. Había muchos más detalles sucios* —parte del plomo se vendía directamente a inversores alemanes en Düsseldorf—, pero cuando todo terminó Goldman Sachs se había llevado alrededor del 2 por ciento del tramo superior, libre de riesgo, reservándose todo el beneficio por adelantado. No había necesidad para ninguna de las partes —la posición larga o la corta— de que

hubiera dinero que cambiara de manos. Ambas partes podían hacer una transacción con Goldman Sachs firmando un documento. Los préstamos hipotecarios de vivienda originales sobre cuya suerte apostaban las dos partes no volvieron a desempeñar ningún otro papel. De un modo algo cómico, existieron solamente para que se pudiera apostar sobre su destino.

El mercado de «sintéticos» eliminó cualquier restricción sobre el tamaño del riesgo asociado al préstamo de hipotecas basura. Para hacer una apuesta de 1.000 millones de dólares ya no hacía falta acumular préstamos hipotecarios reales por valor de 1.000 millones de dólares. Lo único que había que hacer era encontrar a alguien más en el mercado dispuesto a aceptar la otra parte de la apuesta.

No tiene nada de asombroso que de repente Goldman Sachs se mostrara tan ansiosa por vender permutas de impago crediticio de Mike Burry en gigantescas porciones de 100 millones de dólares, o que el operador de bonos de Goldman Sachs se hubiera mostrado sorprendentemente indiferente a

cuáles eran con exactitud los bonos basura contra los que apostaba Mike Burry. El seguro que compraba Mike Burry se insertaba en una CDO sintética y se pasaba a AIG. Los aproximadamente 20.000 millones de dólares en permutas de impago crediticio vendidas por AIG a Goldman Sachs significaron alrededor de 400 millones de dólares de beneficios libres de riesgo para esta última. Cada año. Las transacciones duraron lo que los bonos subyacentes, que tenían una vida esperada de unos seis años, lo cual, haciendo los cálculos pertinentes, implicaba un beneficio para el operador de Goldman de 2.400 millones de dólares.

Aquella última técnica de Wall Street para extraer ganancias de los mercados de bonos debería haber planteado unas cuantas preguntas: ¿por qué unos operadores supuestamente sofisticados en AIG FP hacían tal cosa? Si las permutas de impago crediticio eran seguras, ¿por qué no estaban reguladas como tales? ¿Por qué, por ejemplo, no se exigió a AIG una reserva de capital para garantizarlas? ¿Por qué, para el caso,

Moody's y Standard & Poor's estuvieron dispuestas a bendecir el 80 por ciento de un conjunto de préstamos hipotecarios arriesgados con la misma calificación triple A que otorgaban a la deuda del Tesoro estadounidense? ¿Por qué no hubo alguien, quien fuese, de Goldman Sachs que se levantara y dijera: «Esto es obsceno; es evidente que las agencias de calificación, que establecen el precio último de todos esos préstamos hipotecarios basura, no entienden el riesgo, y su estupidez está creando una receta segura para la catástrofe»? Al parecer, ninguna de estas preguntas acudió a la mente de los conocedores del mercado tan rápidamente como esta otra: ¿cómo hago yo también lo que acaba de hacer Goldman Sachs? El Deutsche Bank, en especial, sintió algo parecido a una especie de vergüenza de que Goldman Sachs hubiera sido la primera en encontrar aquel filón. Junto con Goldman, el Deutsche Bank era el principal creador de mercado en derivados hipotecarios abstrusos. Düsseldorf jugaba un papel en el nuevo mercado. Si había alemanes estúpidos dispuestos a

comprar derivados hipotecarios basura estadounidenses, el Deutsche Bank debería haber sido el primero en encontrarlos.

Nada de todo eso representaba una preocupación para Greg Lippmann. Este no controlaba el negocio de CDO del Deutsche Bank; era un colega llamado Michael Lamont quien lo hacía. Lippmann era simplemente el operador responsable de comprar y vender bonos hipotecarios basura y, por extensión, permutas de impago crediticio sobre bonos hipotecarios basura. Pero con tan pocos inversores dispuestos a hacer una apuesta directa contra el mercado de bonos basura, los jefes de Lippmann le pidieron que se sacrificara por la empresa: de hecho, que actuara como un doble de Mike Burry e hiciera una apuesta explícita contra el mercado. Si Lippmann compraba permutas de impago crediticio al departamento de CDO del Deutsche Bank, también ellos podían hacer esas transacciones con AIG antes de que AIG se despertara y dejara de hacerlas. «Obligaron a Greg a vender en corto CDO —explica un antiguo miembro veterano del

equipo de CDO del Deutsche Bank—. Digo obligaron, pero en realidad no se puede obligar a Greg a hacer nada.» Hubo un tira y afloja con la gente que dirigía las operaciones con CDO de su empresa, pero finalmente Lippmann se encontró en la incómoda posición de vender en corto bonos hipotecarios basura.

Lippmann tenía al menos una buena razón para no presentar batalla: había un mercado increíblemente rentable esperando a ser creado. Los mercados financieros se reducen a una serie de argumentaciones. Cuanto menos transparente sea el mercado y más complicados los valores, más dinero pueden ganar las mesas de contratación de las grandes firmas de Wall Street con la argumentación. La constante argumentación sobre el valor de las acciones de alguna importante empresa que cotice en Bolsa tiene muy poca utilidad, dado que tanto el comprador como el vendedor puede ver el precio justo de la acción en los teletipos, y la comisión del agente de Bolsa se ha visto reducida por la competencia. En cambio, la argumentación sobre el valor de las permutas de

impago crediticio sobre bonos hipotecarios basura —un título complejo cuyo valor se derivaba del de otro título complejo— podía ser una mina de oro. El otro operador que creaba mercado en serio en el ámbito de las permutas de impago crediticio era Goldman Sachs, de modo que en un principio había poca competencia de precios. La oferta, gracias a AIG, era prácticamente ilimitada. El problema era la demanda: inversores que quisieran hacer la misma transacción que Mike Burry. Increíblemente, en aquella coyuntura crítica de la historia financiera, después de la cual cambiarían tantas cosas y tan rápido, la única restricción en el mercado de las hipotecas basura era que había pocas personas dispuestas a apostar contra este.

Para vender a los inversores la idea de apostar contra los bonos hipotecarios basura —comprando su montón de permutas de impago crediticio—, Greg Lippmann necesitaba una argumentación nueva y mejor. Y aquí es donde interviene el gran analista cuantitativo chino. Lippmann le pidió a Eugene Xu que estudiara el efecto de la

apreciación del precio de la vivienda en los préstamos hipotecarios basura. Eugene Xu se fue, hizo lo que haría el segundo hombre más inteligente de China, y por fin volvió con un gráfico que ilustraba las tasas de impago en varios escenarios posibles de precios de la vivienda: los precios de la vivienda suben, los precios de la vivienda se mantienen, y los precios de la vivienda bajan. Lippmann lo examinó... y volvió a examinarlo de nuevo. Las cifras le sorprendieron. Los precios no tenían por qué caer: bastaba con que dejaran de subir tan rápido. Los precios de la vivienda seguían subiendo, y, sin embargo, las tasas de impago se acercaban al 4 por ciento; si subían solo un 7 por ciento, los bonos de peor calidad, calificados como triple B menos, pasaban a tener un valor cero; si subían un 8 por ciento, pasaban a tener un valor cero los siguientes bonos en valor, los calificados como triple B.

En aquel momento —noviembre de 2005—, Greg Lippmann comprendió que no había de preocuparle poseer un montón de permutas de impago crediticio sobre bonos hipotecarios

basura. No eran un seguro: eran una apuesta; y las probabilidades le gustaban. Ahora sí quería vender en corto.

Eso era algo nuevo. Greg Lippmann llevaba operando con bonos respaldados por diversos créditos al consumo —autopréstamos, préstamos de tarjetas de crédito, préstamos respaldados por capital inmobiliario— desde 1991, cuando se licenció en la Universidad de Pensilvania y entró a trabajar en el Credit Suisse. Nunca antes había podido venderlos en corto, puesto que resultaba imposible tomarlos prestados. La única decisión que él y todos los demás operadores de bonos respaldados por activos habían tenido que tomar nunca era si les gustaban o les gustaban mucho, dado que no tenía sentido la opción de odiarlos. Ahora sí podía hacerlo, y lo hizo. Pero odiarlos le diferenciaba de las masas, y para Greg Lippmann eso representaba un nuevo riesgo profesional. Tal como él mismo les dijo a otros: «Si estás en un negocio donde solo puedes hacer una cosa y eso no funciona, es difícil que tus jefes se pongan furiosos contigo». Ahora era posible hacer más de

una cosa, pero si apostaba contra los bonos hipotecarios basura y resultaba que se equivocaba, a sus jefes les resultaría fácil ponerse furiosos con él.

Con el espíritu ético de un hombre que lleva una verdad incómoda, Greg Lippmann, con una copia de «Vender en corto tramos entresuelo de patrimonio inmobiliario» bajo el brazo, se lanzó a la inversión bursátil institucional. Podría haber comenzado su investigación del mercado de las hipotecas basura con el espíritu de un vendedor de Wall Street, buscando menos la verdad que un discurso que sonara persuasivo. Ahora, de manera chocante, creía que tenía un plan ingenioso para hacer ricos a sus clientes. Él les cobraría unos honorarios elevados por entrar y salir de sus permutas de impago crediticio, desde luego; pero estos resultarían irrisorios en comparación con las fortunas que podían ganar. Ya no estaba vendiendo: estaba haciendo favores. «Tenga. Un regalo mío para usted.»

Los inversores institucionales no supieron qué hacer con él, por lo menos al principio. «Creo que

tiene alguna clase de trastorno de la personalidad narcisista», decía un gestor de cartera que escuchó el discurso de Lippmann pero no participó en su operación. «Ha hecho que nos muramos de miedo —declaraba otro—. Llega y describe esa brillante operación. Tiene sentido cabal. Pero para nosotros el riesgo era: lo hacemos, funciona, ¿y entonces qué? ¿Cómo nos salimos? Él controla el mercado; puede que sea el único al que podamos vender. Y él va y dice: “Ustedes no tienen manera de salir de esta piscina si no es por mí, y cuando me pidan la toalla les voy a arrancar los ojos”. Realmente dijo eso, que nos iba a arrancar los ojos. El tío era del todo transparente.»

En cierto sentido eso les gustaba, pero decidieron que no querían experimentar la emoción de que les arrancaran los ojos. «Lo que perjudicaba a Greg —decía el gestor de fondos— es que era demasiado sincero.»

Lippmann afrontó las objeciones habituales que cualquier cliente de bonos de Wall Street expresa a cualquier vendedor de bonos de Wall Street —«Si es una operación tan buena, ¿por qué me la

ofrece a mí?»—, pero también otras, menos usuales. Comprar permutas de impago crediticio significaba pagar primas de seguros quizá durante años mientras uno aguardaba a que los propietarios de viviendas estadounidenses incumplieran sus pagos. Los inversores del mercado de bonos, como los operadores del mercado de bonos, se oponían visceralmente a cualquier operación en la que tuvieran que pagar dinero por permanecer en ella, e instintivamente buscaban operaciones que les pagaran a ellos solo por aparecer cada mañana. (Un gran inversor del mercado de bonos bautizó su yate como *Rendimiento positivo*.) Las operaciones donde uno tiene que aflojar más del 2 por ciento anual solo por permanecer en ellas eran anatema. Otros tipos de inversores encontraron otra clase de objeciones. «Yo no puedo explicar las permutas de impago crediticio a mis inversores», era una respuesta común al discurso de Greg Lippmann. O bien: «Tengo un primo que trabaja en Moody's y dice que este producto [los bonos hipotecarios basura] es todo bueno». O bien: «Fui a Bear

Stearns y me dijeron que estaba usted loco». Lippmann pasó veinte horas con un tipo de un fondo de cobertura y creyó que tenía vendido el producto, pero luego el tipo llamó a su antiguo compañero de habitación en la residencia universitaria, que trabajaba para un promotor inmobiliario, y cambió de opinión.

Sin embargo, la respuesta más común de todos los inversores que escuchaban la argumentación de Lippmann era: «Estoy convencido. Tiene usted razón. Pero mi trabajo no consiste en vender en corto en el mercado *subprime*».

«Precisamente por eso existe esta oportunidad —contestaba Lippmann—. Porque no es el trabajo de nadie.»

Tampoco era el de Lippmann. Él pretendía ser la garita de peaje, cobrando un poco a compradores y vendedores al pasar por sus libros de operaciones. Tenía ahora una relación distinta, más dogmática, con su mercado y con su empresa. Puede que hubieran obligado a Lippmann a adoptar una posición corta, pero a finales de 2005 la había hecho suya, y la había aumentado a 1.000

millones de dólares. Dieciséis pisos por encima de él en la sede central del Deutsche Bank en Wall Street, varios cientos de empleados muy bien pagados compraban préstamos hipotecarios basura, los empaquetaban en bonos y los vendían. Otro grupo empaquetaba los tramos más repelentes e invendibles de los bonos, junto con CDS sobre dichos bonos, en CDO. Cuanto mayor se hacía la posición corta de Lippmann, mayor era su expresión implícita de desprecio hacia aquella gente y su sector, un sector que se estaba convirtiendo rápidamente en el negocio más rentable de Wall Street. El coste de mantenimiento, en primas pagadas a Lippmann, era de decenas de millones de dólares al año, y sus pérdidas parecían aún mayores. El comprador de una permuta de impago crediticio aceptaba pagar primas durante toda la vida útil del bono hipotecario subyacente. Mientras los bonos subyacentes estuvieran pendientes de pago, tanto el comprador como el vendedor de la permuta de impago crediticio estaban obligados a depositar avales en respuesta a sus movimientos de precio.

Asombrosamente, los precios de los bonos hipotecarios basura subían. Al cabo de unos meses, la posición de Lippmann en permutas de impago crediticio hubo de rebajarse en 30 millones de dólares. Sus superiores le pedían repetidamente que explicara por qué estaba haciendo lo que estaba haciendo. «Mucha gente se preguntaba si aquel era el mejor uso del tiempo de Greg y de nuestro dinero», decía un alto directivo del Deutsche Bank que observaba el creciente conflicto.

Lejos de ceder a las presiones, Lippmann tuvo en cambio una idea para hacerlas desaparecer: matar el nuevo mercado. AIG era casi el único comprador de CDO calificadas como triple A (es decir, de bonos hipotecarios basura calificados como triple B reempaquetados en CDO calificados como triple A). AIG era, en última instancia, la otra parte de las permutas de impago crediticio que compraba Mike Burry. Si AIG dejaba de comprar bonos (o, más exactamente, dejaba de asegurarlos contra el impago), todo el mercado de bonos hipotecarios basura podría derrumbarse, y

las permutas de impago crediticio de Lippmann valdrían una fortuna. A finales de 2005, Lippmann voló a Londres para intentar hacer que eso ocurriera. Allí se reunió con un empleado de AIG FP llamado Tom Fewings, que trabajaba directamente para el jefe de la empresa, Joe Cassano. Lippmann, que constantemente añadía nuevos datos a su presentación, preparó su última versión de «Vender en corto tramos entresuelo de patrimonio inmobiliario» y explicó en detalle su argumentación a Fewings. Este no le puso ninguna objeción seria, y Lippmann dejó la oficina londinense de AIG convencido de que había convertido a Fewings a su causa. En efecto, poco después de la visita de Lippmann, AIG FP dejó de vender permutas de impago crediticio. Es más: la empresa incluso insinuó que en realidad podría querer *comprar* algunas permutas de impago crediticio. En previsión de tener que vender algunas de ellas, Lippmann acumuló todavía más.

Por un momento, Lippmann creyó que él solo había cambiado el mundo. Había ido a AIG FP y les había mostrado cómo el Deutsche Bank, junto

con todas las demás firmas de Wall Street, les tomaban por tontos; y ellos lo habían entendido.

Cómo explotar a un trabajador inmigrante

Pero no era así. En realidad no. La primera persona de AIG FP que se dio cuenta de lo descabellado del comportamiento de su empresa, e hizo sonar la alarma, no fue Tom Fewings, que no tardó en olvidar su reunión con Lippmann, sino Gene Park. Este trabajaba en la oficina de AIG FP en Connecticut, y se sentaba lo bastante cerca de los operadores de las permutas de impago crediticio como para tener una idea general de lo que se traían entre manos. A mediados de 2005 leyó una noticia de primera página en el *Wall Street Journal* sobre la entidad de préstamo hipotecario New Century. Observó lo elevados que eran los dividendos de la empresa y se

preguntó si debía comprar algunas de sus acciones para sí mismo. Sin embargo, al investigar un poco más sobre New Century, Park descubrió que poseían un gran número de hipotecas basura, y pudo ver por sus propias declaraciones que la calidad de tales préstamos era sumamente pobre. Poco después de su investigación privada sobre New Century, Park recibió una llamada telefónica de un antiguo amigo de la universidad que estaba sin dinero y sin empleo, y a quien los bancos le habían ofrecido varios préstamos para comprar una casa que no podía permitirse. Fue entonces cuando se le encendió la bombilla: Park había visto un clip de su colega, Al Frost, anunciando transacciones de permutas de impago crediticio con grandes firmas de Wall Street. Un año antes, Frost podía estar haciendo una transacción de 1.000 millones de dólares cada mes; ahora hacía veinte, todas ellas asegurando montones supuestamente diversificados de créditos al consumo. «Hacíamos toda clase de transacciones con toda clase de firmas de Wall Street, excepto Citigroup —cuenta un operador—. Citigroup

decidió que le gustaba el riesgo y lo mantuvo en sus libros. Nosotros nos quedamos con todo el resto.» Cuando los operadores le preguntaban a Frost por qué en Wall Street se mostraban de repente tan ansiosos por hacer negocios con AIG, en palabras de uno de ellos «él respondía que les gustábamos porque podíamos actuar con rapidez». Park sumó dos y dos, y adivinó que la naturaleza de aquellos montones de créditos al consumo asegurados por AIG FP estaba cambiando, que contenían muchas más hipotecas basura de lo que nadie sabía, y que, si los propietarios de viviendas estadounidenses empezaban a incumplir sus pagos en cantidades realmente importantes, AIG no tenía ni de lejos el capital necesario para cubrir las pérdidas. Cuando planteó esto en una reunión, su recompensa fue ser arrastrado a una sala aparte por Joe Cassano, quien le dijo a voz en grito que no sabía de lo que estaba hablando.

El hecho de que Joe Cassano, el jefe de AIG FP, fuera hijo de un policía y se hubiera especializado en ciencias políticas en el Brooklyn College parece, visto en retrospectiva, mucho menos

relevante que su necesidad de obediencia y control total. Había pasado la mayor parte de su carrera, primero en Drexel Burnham y luego en AIG FP, no como operador de bonos, sino trabajando en la parte administrativa. Entre todo el personal de AIG FP, la opinión sobre el jefe resultaba extraordinariamente constante: Cassano era un tipo con una tosca percepción del riesgo financiero, pero un auténtico talento para intimidar a la gente que dudaba de él. «AIG FP se convirtió en una dictadura —cuenta un operador de Londres—. Joe intimidaba a todos los que estaban a su alrededor. Los humillaba, y luego trataba de hacer las paces con ellos dándoles enormes cantidades de dinero.»

«Un día me llamó por teléfono cabreado por una transacción en la que se había perdido dinero —explica un operador de Connecticut—. Me dijo: “Cuando usted pierde dinero, es mi puto dinero”. Dígalo. Yo le pregunté: “¿El qué?”.

»¡Diga: “Joe, es su puto dinero”! Entonces yo dije: “Es su puto dinero, Joe”.»

«Cambió la cultura de la empresa —afirma un tercer operador—. Había tanto miedo que, cuando

hacíamos las reuniones matinales, presentabas lo que hacías para no contrariarlo. Y si eras crítico con la organización se armaba la gorda.» Un cuarto operador comenta: «Joe siempre decía: “Esta es mi empresa. Ustedes trabajan para mi empresa”. Si te veía con una botella de agua, venía y decía: “Esta es mi agua”. El almuerzo era gratis, pero Joe siempre hacía que te sintieras como si él lo hubiera comprado». Y un quinto: «Bajo la dirección de Joe, el debate y la discusión que eran comunes bajo la de Tom [Savage, el anterior presidente] cesaron. Yo [a Tom] le decía lo mismo que puedo decirle a usted. Pero con Joe ibas de público». Y un sexto: «El modo en que tratabas con Joe era empezar siempre diciendo: “Tiene usted razón, Joe”».

Incluso para los estándares de los villanos de Wall Street, cuyos defectos de carácter terminan siendo exagerados para adecuarlos a su delito, Cassano, cuando se hablaba de él, se convertía en una especie de monstruo de cómic. «Un día llegó y vio que alguien había dejado las pesas en la máquina Smith, en el gimnasio —cuenta una

séptima fuente, de Connecticut—. Fue literalmente de un lado a otro en busca de gente que pareciera aficionada, intentando encontrar al tipo que lo había hecho. Iba gritando: “¿Quién ha dejado las putas pesas en la puta máquina Smith? ¿Quién ha dejado las putas pesas en la puta máquina Smith?”.»

Extrañamente, era tan probable que Cassano dirigiera su cólera hacia los operadores rentables como hacia los no rentables, ya que lo que suscitaba dicha cólera no eran las pérdidas financieras, sino el más ligero tufillo a insurrección. Y aún más extraño, su cólera no tenía ningún efecto en la paga del destinatario: un operador podía encontrarse con que era rutinariamente maltratado por su jefe y, aun así, quedar encantado con su prima de fin de año, determinada por aquel mismo jefe. Una de las razones de que ninguno de los operadores de AIG FP intentara darle un puñetazo a Joe Cassano antes de coger la puerta y largarse era que el dinero resultaba demasiado bueno. Un hombre que valoraba la lealtad y la obediencia por encima de

todo lo demás no tenía ningún otro instrumento de mando que el dinero. Pero el dinero funcionaba como instrumento de gestión solo hasta cierto punto. Si ibas a estar al otro lado de una transacción con Goldman Sachs, más valía que supieras bien qué se traía entre manos Goldman Sachs. AIG FP podía atraer a personas sumamente brillantes que fueran muy capaces de estar al nivel de sus colegas de Goldman Sachs. Sin embargo, se veían constreñidas por un jefe con un conocimiento imperfecto de los matices de su propio negocio, y cuya capacidad de juicio se veía nublada por su inseguridad.

Hacia finales de 2005, Cassano ascendió a Al Frost, y luego fue en busca de alguien que le sustituyera como embajador en las mesas de contratación de bonos de Wall Street. El trabajo, de hecho, consistía en decir que «sí» cada vez que algún operador de Wall Street le preguntara si querría asegurar —y por tanto, en la práctica, comprar— un paquete de 1.000 millones de dólares de bonos respaldados por créditos al consumo. Por una serie de razones, Gene Park era

un probable candidato, de modo que decidió examinar un poco más de cerca aquellos préstamos que AIG FP estaba asegurando. La magnitud del equívoco le impresionó: los supuestamente diversificados montones de créditos al consumo consistían ahora casi íntegramente en hipotecas basura estadounidenses. Park llevó a cabo una investigación privada. Preguntó a las personas más directamente involucradas en la decisión de vender permutas de impago crediticio sobre créditos al consumo qué porcentaje de dichos créditos eran hipotecas basura. Se lo preguntó a Gary Gorton, un profesor de Yale que había construido el modelo que utilizaba Cassano para poner precio a las permutas de impago crediticio: Gorton suponía que los paquetes no tenían más de un 10 por ciento de *subprime*. Se lo preguntó a un analista de riesgo de Londres, que calculó un 20 por ciento. «Ninguno de ellos sabía que era el 95 por ciento —explica un operador—. Y estoy seguro de que Cassano tampoco lo sabía.» Vista retrospectivamente, la ignorancia de todos ellos parece increíble; pero entonces había todo un

sistema financiero que se basaba en dicha ignorancia, y que les pagaba por ese talento.

Cuando Joe Cassano invitó a Gene Park a Londres para asistir a la reunión en la que sería «ascendido» a responsable de crear todavía más de aquellas bombas de relojería, Park ya sabía que no quería formar parte de aquello. Si le obligaban a aceptar el puesto, dijo, se marcharía. Esto, por supuesto, enfureció a Joe Cassano, que acusó a Park de ser un vago, de inventarse motivos para no tener que hacer transacciones que requirieran un papeleo complicado. Cuando se vio enfrentado al nuevo hecho —que en la práctica su empresa estaba vendiendo en largo 50.000 millones de dólares en bonos hipotecarios basura triple B enmascarados de fondos diversificados de créditos al consumo triple A—, al principio Cassano trató de racionalizarlo. Evidentemente pensaba que cualquier dinero que recibiera por vender seguros de impago sobre bonos de alta calificación era dinero gratis. Para que los bonos fueran objeto de impago, afirmaba ahora, los precios de todas las viviendas estadounidenses

tenían que caer, y Joe Cassano no creía que los precios de la vivienda pudieran caer nunca en todo el país al mismo tiempo. ¡Al fin y al cabo, tanto Moody's como Standard and Poor's habían calificado ese producto como triple A!

No obstante, Cassano acordó reunirse con todas las grandes firmas de Wall Street y tratar de la lógica de sus transacciones: investigar cómo un puñado de préstamos precarios podía transformarse en bonos triple A. Junto con Gene Park y otras personas, organizó una serie de reuniones con operadores del Deutsche Bank y Goldman Sachs, entre otros, todos los cuales argumentaron lo improbable que era que los precios de la vivienda cayeran a la vez. «Todos afirmaban lo mismo —explicaba uno de los operadores presentes en las reuniones—. Se remontaban a los precios inmobiliarios históricos durante sesenta años y decían que nunca habían caído a escala nacional, todos a la vez.» (Dos meses después de su reunión con Goldman Sachs, uno de los operadores de AIG FP se tropezó con el tipo de Goldman que había dado ese argumento,

que entonces le dijo: «Entre usted y yo, tiene razón. Todo esto va a estallar».) A los operadores de AIG FP allí presentes les chocó la poca reflexión o análisis que parecía sustentar la maquinaria de las hipotecas basura: simplemente se apostaba por que los precios de la vivienda nunca caerían. Una vez que entendió esto, y una vez que pudo interpretarlo como una idea propia, Joe Cassano cambió su punto de vista. A comienzos de 2006 se mostró abiertamente de acuerdo con Gene Park: AIG FP no debía asegurar ni una más de aquellas transacciones, aunque mantendría las que ya había asegurado.

En aquel momento, esta decisión realmente no parecía tener demasiada importancia para AIG FP. La división estaba generando casi 2.000 millones de dólares anuales en beneficios. En su punto máximo, el negocio de las permutas de impago crediticio aportaba solo 180 millones de dólares de ese total. Al parecer, Cassano se había disgustado con Park, y había tardado en cambiar de opinión, sobre todo porque Park había osado contradecirle.

El único operador de Wall Street que había intentado persuadir a AIG FP para que dejara de apostar sobre el mercado de bonos hipotecarios basura no presencié ninguna de aquellas políticas internas. Greg Lippmann simplemente supuso que la fuerza de su argumento les había convencido, aunque solo hasta cierto punto. Él nunca entendió por qué AIG FP cambió de opinión pero permaneció tan expuesta. No vendió más permutas de impago crediticio a Wall Street, pero no hizo nada para compensar las que había vendido ya por valor de 50.000 millones de dólares.

Lippmann creía que incluso eso podía hacer que el mercado se desplomara. Si AIG FP se negaba a asumir la parte larga de la transacción, pensaba, nadie lo haría, y el mercado de hipotecas basura se cerraría. Sin embargo —y ahí residía el principio de un gran misterio—, el mercado apenas experimentó un parpadeo. Las firmas de Wall Street encontraron nuevos compradores de CDO *subprime* triple A —nuevos lugares donde meter

los tramos triple B más arriesgados de los bonos hipotecarios basura—, aunque durante un tiempo no estuvo del todo claro quiénes eran, ni siquiera para Greg Lippmann.

La maquinaria de las hipotecas basura seguía rugiendo. Los préstamos que se hacían a seres humanos reales eran cada vez más malos, pero, extrañamente, el precio de asegurarlos —el precio de comprar permutas de impago crediticio— bajaba. En abril de 2006, los superiores de Lippmann en el Deutsche Bank le pedían que defendiera su quijotesca apuesta. Querían que ganara dinero simplemente sentándose en medio de aquel mercado nuevo, tal como hacía Goldman Sachs, y poniendo en contacto a compradores y vendedores. Llegaron a un acuerdo: Lippmann podía mantener su costosa posición corta mientras pudiera demostrar que, si tenía que venderla, habría otros inversores dispuestos a quitársela de las manos con poca antelación. Es decir, que tenía que favorecer un mercado más activo de permutas de impago crediticio; si quería mantener su apuesta, tenía que encontrar a otros que se unieran

a ella.

En el verano de 2006, Greg Lippmann tenía una nueva metáfora en su cabeza: el juego de tira y afloja con una cuerda. La maquinaria de los préstamos hipotecarios basura —incluida la empresa donde él mismo trabajaba, el Deutsche Bank— tiraba de un extremo de la cuerda, mientras que él, Greg Lippmann, tiraba del otro. Necesitaba que otros se unieran a él. Tirarían todos juntos. Sus compañeros de equipo le pagarían unos honorarios por estar a su lado, pero también ellos se harían ricos.

Lippmann pronto descubrió que las personas que él esperaba que con más probabilidad vieran la fea verdad del mercado de las hipotecas basura —la gente que controlaba fondos especializados en operaciones con bonos hipotecarios— eran en realidad quienes menos probabilidades tenían de ver nada más que lo que habían visto durante años. Era un hecho extraño, pero real: cuanto más cerca estabas del mercado, más difícil resultaba percibir su locura. Al darse cuenta de ello, Lippmann fue en busca de inversores en acciones con mucha

exposición a la caída de los precios de la vivienda, o la caída de las cotizaciones de las acciones inmobiliarias, y les mostró su idea como una cobertura. «Fíjese, usted gana una fortuna mientras esto sigue subiendo. ¿Por qué no invertir un poco en cubrirse ante un posible colapso?» La avaricia no había funcionado, así que probó con el miedo. Obtuvo una lista de todos los grandes accionistas de New Century, la gran entidad emisora de préstamos basura. En un puesto destacado de la lista había un fondo de cobertura llamado FrontPoint Partners. Llamó al vendedor pertinente del Deutsche Bank para concertar una reunión. El vendedor no advirtió que había más de un fondo de cobertura dentro de FrontPoint —no era un solo fondo, sino un conjunto de fondos de cobertura gestionados de forma independiente—, y que el fondo que operaba en largo con las acciones de New Century era un pequeño grupo con sede en la Costa Oeste estadounidense.

Cuando Greg Lippmann llegó a la sala de conferencias de Steve Eisman, en el centro de Manhattan, Eisman le sorprendió diciéndole:

«Nosotros no somos el FrontPoint que opera en largo con las acciones de New Century. Somos el FrontPoint que opera en corto con las acciones de New Century». Por entonces Eisman ya estaba apostando contra las acciones de empresas que, como New Century e IndyMac Bank, originaban préstamos basura, junto con las empresas que construían las casas que se compraban con dichos préstamos, como Toll Brothers. Esas apuestas no resultaban del todo satisfactorias porque no eran apuestas contra las empresas, sino contra la opinión del mercado sobre dichas empresas. Asimismo, las apuestas eran caras de mantener. Las empresas pagaban dividendos elevados, y con frecuencia resultaba costoso tomar prestadas sus acciones: New Century, por ejemplo, pagaba un dividendo del 20 por ciento, y tomar prestadas sus acciones costaba un 12 por ciento anual. Por el placer de vender en corto 100 millones de dólares en acciones de New Century, Steve Eisman estuvo dispuesto a aflojar 32 millones de dólares al año.

En su búsqueda de inversores del mercado de acciones a los que pudiera aterrorizar con su

escenario apocalíptico, Lippmann había tenido un golpe de suerte: había tropezado con un inversor bursátil que tenía una visión aún más sombría que él del mercado de las hipotecas basura. Eisman sabía más sobre aquel mercado, sus personajes y sus depravaciones que nadie con quien Lippmann hubiera hablado nunca. Si alguien podía hacer una apuesta drástica contra los productos *subprime*, pensó, ese era Eisman; por ello se quedó perplejo al ver que Eisman no la hacía. Pero todavía se quedó más perplejo cuando, varios meses después, el nuevo operador jefe de Eisman, Danny Moses, y su encargado de investigación, Vinny Daniels, le pidieron que volviera para explicárselo de nuevo.

El problema de alguien que resulta transparentemente egoísta es que el alcance de sus intereses nunca está claro. Danny desconfió de Lippmann a primera vista. «El jodido Lippmann», lo llamó, como cuando decía: «El jodido Lippmann nunca te mira a los ojos cuando te habla. Y eso me molesta un huevo». Vinny no podía creer que el Deutsche Bank dejara a aquel tío ir corriendo de un lado a otro y torpedear su

mercado, a no ser que aquello sirviera a los mezquinos intereses del Deutsche Bank. Para Danny y Vinny, Greg Lippmann era la encarnación andante del mercado de bonos, que era como decir que había venido al mundo para desplumar a los clientes.

Tres veces, en otros tantos meses, Danny y Vinny le llamaron, y Lippmann volvió; pero tal hecho solo aumentó sus recelos hacia él. Desde luego, no iba desde Wall Street hasta el centro de la ciudad para promover la paz mundial. Entonces, ¿por qué estaba allí? En cada ocasión Lippmann hablaba sin parar, y Danny y Vinny le observaban con asombro. Sus reuniones adquirieron el talante de un puzle literario posmoderno: la historia parecía verdadera por más que el narrador pareciera alguien absolutamente poco fiable. En algún momento durante cada una de aquellas sesiones, Vinny le interrumpía para preguntarle: «Greg, intento entender por qué está usted aquí siquiera». Aquella era una señal para bombardear a Lippmann con preguntas acusatorias:

«Si es una idea tan buena, ¿por qué no deja el Deutsche Bank, monta un fondo de cobertura y gana una fortuna por sí mismo?»

«Necesitaría seis meses para montar un fondo de cobertura, y el mundo podría despertar de esta locura la semana que viene. Tengo que jugar la mano que me han repartido.»

«Si es una idea tan buena, ¿por qué nos la regala?»

«Yo no regalo nada. La oferta es infinita.»

«Sí. Pero ¿por qué molestarse siquiera en decírnoslo?»

«Les cobraré por entrar y salir. Tengo que pagar las facturas de electricidad.»

«Esto es un [juego de] suma cero. ¿Quién está al otro lado? ¿Quién es el idiota?»

«Düsseldorf. Alemanes estúpidos. Se están tomando en serio a las agencias de calificación. Ellos creen en las reglas.»

«¿Por qué el Deutsche Bank le permite cargarse un mercado en el que ellos ocupan el lugar central?»

«Yo no tengo una particular lealtad al Deutsche Bank... Simplemente trabajo allí.»

«¡Y un cuerno! Ellos le pagan. ¿Cómo sabemos que la gente que dirige su maquinaria de CDO no está utilizando su entusiasmo para vender en corto su propio mercado a fin de explotarnos?»

«¿Conoce usted a la gente que dirige nuestra maquinaria de CDO?»

En un momento dado, Danny y Vinny incluso

dejaron de fingir que simplemente estaban buscando nueva información sobre permutas de impago crediticio y bonos hipotecarios basura. Solo esperaban que el tipo metiera la pata de algún modo que viniera a confirmar que, en efecto, era el cabronazo mentiroso de Wall Street que ellos suponían que era. «Tratamos de entender dónde encajamos nosotros en esta historia —decía Vinny—. No creo que nos necesite porque tiene demasiado de ese material. Entonces, ¿por qué lo hace?» Lippmann, por su parte, se sentía como un testigo objeto de interrogatorio: aquellos tipos intentaban que se derrumbara. Unos meses después expuso su idea a Phil Falcone, que gestionaba un gigantesco fondo de cobertura llamado Harbinger Capital. Falcone compraría miles de millones de dólares en permutas de impago crediticio prácticamente en el acto. Sabía solo una décima parte de lo que sabían aquellos tipos sobre el mercado de las hipotecas basura, pero Falcone confió en Lippmann, y ellos no. En su última reunión, Vinny finalmente dejó las cosas claras: «Greg —dijo—. No se lo tome a mal, pero solo

trato de entender cómo va usted a joderme».

En realidad nunca terminaron de sondear a Greg Lippmann. Lejos de ello, se vieron interrumpidos por dos noticias urgentes. La primera llegó en mayo de 2006: Standard & Poor's anunció sus planes de cambiar el modelo utilizado para calificar los bonos hipotecarios basura. El modelo, decía el anuncio, se cambiaría el 1 de julio de 2006, pero todos los bonos basura emitidos antes de esa fecha se calificarían según el modelo antiguo, presumiblemente menos riguroso. Al instante, la creación de bonos basura se disparó drásticamente. «Estaban saturando el mercado —decía Vinny—, sacando toda la mierda para que se la calificara según el modelo antiguo.» El temor a unas calificaciones nuevas y mejores sugería que incluso las grandes firmas de Wall Street sabían que los bonos que habían estado creando se habían sobrevalorado.

La otra noticia concernía a los precios de la vivienda. Eisman hablaba a menudo con una analista del mercado inmobiliario del Credit Suisse llamada Ivy Zelman. La medida más simple

del nivel de sensatez de los precios de la vivienda, argumentaba Zelman, era la proporción entre el precio de la vivienda media y la renta media. Históricamente, en Estados Unidos, esta oscilaba en torno a 3:1; a finales de 2004 había aumentado a escala nacional, pasando a 4:1. «Toda esa gente decía que en algunos otros países era casi igual de alta —explica Zelman—. Pero el problema no era solo que fuera de cuatro a uno. En Los Ángeles era de diez a uno, y en Miami, de ocho coma cinco a uno. Y eso lo relacionabas con los compradores: no eran verdaderos compradores; eran especuladores.»* El número de letreros de «Se vende» empezó a aumentar a mediados de 2005 y no se detuvo. En el verano de 2006, el índice de precios inmobiliarios Case-Shiller alcanzó su punto máximo, y los precios de la vivienda en todo Estados Unidos empezaron a caer. Durante ese año caerían un 2 por ciento a escala nacional.

Cada una de estas dos noticias —el incremento de los estándares de calificación o la caída de los precios de la vivienda— debería haber trastornado el mercado de los bonos basura y

haber hecho que el precio de asegurar dichos bonos subiera. Pero en lugar de ello, el precio de asegurar los bonos cayó. El seguro sobre el tramo más malo de un bono hipotecario basura, el triple B, ahora costaba menos del 2 por ciento anual. «Finalmente hicimos una operación con Lippmann —cuenta Eisman—. Luego tratamos de entender qué habíamos hecho.»

En cuanto hicieron su primera operación, pasaron a unirse a la larga y creciente lista de correo electrónico de Greg Lippmann. Hasta el mismo instante en que se produjera el colapso, Lippmann les acribillaría con propaganda sobre el mercado de la vivienda y sus propias ideas acerca de contra qué bonos hipotecarios basura habían de apostar sus clientes. «Cada vez que Lippmann nos ofrecía papel, Vinny y yo nos mirábamos el uno al otro y decíamos: “No”», contaba Danny Moses. Seguían los consejos de Lippmann, pero solo hasta cierto punto. Continuaban sin poder confiar en nadie de dentro de un departamento de bonos de Wall

Street; en cualquier caso, evaluar los bonos individuales era su trabajo, no el de Lippmann.

Michael Burry se centraba, de manera abstracta, en la estructura de los préstamos, y apostaba sobre fondos con altas concentraciones de los tipos que él creía que estaban destinados a fallar. Eisman y sus socios, en cambio, se centraban en concreto en la gente que hacía y tomaba los préstamos. El mercado *subprime* explotaba a un segmento social estadounidense que normalmente no tenía nada que ver con Wall Street: el tramo comprendido entre el percentil 5.º y 29.º de sus calificaciones crediticias. En otras palabras, los prestadores hacían préstamos a personas cuya solvencia era inferior a la del 71 por ciento de la población. ¿Cuáles de aquellos estadounidenses pobres probablemente iban a salirse por la tangente con sus finanzas? ¿Cuántos de los precios de sus viviendas tenían que caer para que sus préstamos saltaran por los aires? ¿Qué emisores de hipotecas eran los más corruptos? ¿Qué firmas de Wall Street creaban los bonos hipotecarios más deshonestos? ¿Qué clase de gente, y en qué partes

del país, exhibía el más alto grado de irresponsabilidad financiera? La tasa de impago en Georgia era cinco veces superior a la de Florida, a pesar de que los dos estados tenían la misma tasa de paro. ¿Por qué? Indiana tenía una tasa de impago del 25 por ciento; California, solo del 5 por ciento, pese a que los californianos eran mucho menos responsables fiscalmente frente a ella. ¿Por qué? Vinny y Danny viajaron a Miami, donde recorrieron barrios vacíos contruidos con préstamos basura, y vieron con sus propios ojos lo mal que iban las cosas. «Me llamaron y me dijeron: “¡Dios mío, esto es un desastre!”», recuerda Eisman.

En resumen, realizaron la clase de análisis crediticio básico de los préstamos hipotecarios que debería haberse realizado antes de que dichos préstamos se emitieran siquiera ya de entrada. Luego trataron de averiguar quiénes eran los timadores y quiénes los primos. «La primera vez que fui consciente de lo mal que estaba el asunto —explicaba Eisman— fue cuando le dije a Lippmann: “Envíeme una lista de las transacciones

de 2006 con préstamos No-Doc”.)» Eisman, predispuesto a sospechar fraude en el mercado, quería apostar contra los estadounidenses a los que se había prestado dinero sin exigírseles que presentaran pruebas de ingresos o de empleo. «Yo calculaba que Lippmann me enviaría transacciones que tuvieran un 20 por ciento de No-Doc. Nos envió una lista, y ninguna de ellas tenía menos del 50 por ciento.»

Llamaron a las mesas de contratación de Wall Street y pidieron los menús de los bonos hipotecarios basura a fin de encontrar los más podridos y comprar el seguro más inteligente. Las ventas en corto más juiciosas —las de los bonos respaldados en última instancia por las hipotecas con más probabilidades de impago— tenían varias características. En primer lugar, los préstamos subyacentes estaban fuertemente concentrados en lo que la gente de Wall Street denominaba ahora «estados de arena»: California, Florida, Nevada y Arizona. Los precios de la vivienda en los estados de arena habían crecido más rápidamente durante el auge, y, por lo tanto, era probable que también

se desplomaran más deprisa en un descalabro; y cuando lo hicieron, las bajas tasas de impago de California se dispararían. En segundo lugar, quienes habían hecho los préstamos eran sin duda los prestadores hipotecarios más dudosos. Long Beach Savings, íntegramente propiedad de Washington Mutual, era un destacado ejemplo de incontinencia financiera. Long Beach Savings había sido la primera en abrazar el modelo de «originar y vender», y ahora daba dinero a espuestas a nuevos compradores de viviendas tan rápido como podía, sin apenas hacer preguntas. En tercer lugar, los fondos debían tener un número de préstamos Low-Doc o No-Doc* más alto que la media; es decir, que tenían más probabilidades de ser fraudulentos. A Eisman y sus compañeros les pareció que Long Beach Savings se especializaba en pedir a propietarios de viviendas con mala calificación crediticia y sin ninguna prueba de ingresos que aceptaran hipotecas de interés variable, sin entrada, y con los pagos de los intereses diferidos a voluntad. Los blogs inmobiliarios del sur de California estaban

plagados de historias de abusos financieros posibilitados por esas hipotecas denominadas de interés variable con opción de pago a treinta años. En Bakersfield, California, un recolector de fresas mexicano con una renta de 14.000 dólares y que ni siquiera hablaba inglés recibió hasta el último céntimo del dinero que necesitaba para comprar una casa de 724.000 dólares.

Cuanto más examinaban los bonos individuales, más capaces eran de ver en los préstamos una serie de pautas que podían explotarse para obtener beneficios. Por ejemplo, la nueva afición a prestar enormes sumas de dinero a inmigrantes pobres. Un día, el ama de llaves de Eisman, una mujer sudamericana, le dijo que planeaba comprarse una casa pareada en Queens. «El precio era absurdo, y ellos le daban la opción de una hipoteca sin entrada y con el tipo de interés variable», cuenta Eisman, que le habló de la posibilidad de pedir una hipoteca de interés fijo convencional. Más tarde, la niñera a la que había contratado en 2003 para que cuidara de sus gemelas recién nacidas le llamó por teléfono. «Era una mujer encantadora de

Jamaica —explica—. Me dijo que ella y su hermana tenían seis casas pareadas en Queens. Yo le dije: “Corinne, pero ¿cómo es posible?”» Era posible porque, después de comprar la primera, y de que subiera el valor de esta, los prestadores le sugirieron que la refinanciara y sacara 250.000 dólares, que emplearon en comprar otra. Entonces subió también el precio de esta, y repitieron el experimento. «Cuando quisieron darse cuenta tenían cinco de ellas, el mercado caía, y no podían hacer ninguno de los pagos.»

La repentina capacidad de obtener préstamos de su niñera no era casual: como buena parte de lo que ocurría entre los prestatarios y prestadores de hipotecas basura, se derivaba de los defectos de los modelos utilizados para evaluar los bonos hipotecarios basura por parte de las dos principales agencias de calificación, Moody’s y Standard & Poor’s.

Las grandes firmas de Wall Street —Bear Stearns, Lehman Brothers, Goldman Sachs, Citigroup y otras— tenían el mismo objetivo que cualquier empresa fabril: pagar lo menos posible

por las materias primas (préstamos de vivienda) y cobrar lo máximo posible por su producto final (bonos hipotecarios). El precio del producto final venía dado por los modelos utilizados por Moody's y Standard & Poor's. Oficialmente, el funcionamiento interno de dichos modelos era un secreto: Moody's y Standard & Poor's afirmaban que eran imposibles de trampear. Pero todo el mundo en Wall Street sabía que la gente que controlaba los modelos estaba dispuesta a beneficiarse de ello. «Los tipos que no pueden conseguir un trabajo en Wall Street lo consiguen en Moody's», decía un operador de Goldman Sachs reconvertido en gestor de fondos de cobertura. Dentro de la agencia de calificación había otra jerarquía, aún menos halagüeña para los responsables de calificar los bonos hipotecarios basura. «En las agencias de calificación el personal de crédito corporativo es el menos malo —dice un analista cuantitativo que diseñaba bonos hipotecarios para Morgan Stanley—. Después viene el de las hipotecas preferentes. Luego está el de los [valores] respaldados por activos, que

viene a ser idiota.»* Las mesas de contratación de bonos de Wall Street, integradas por personal que ganaba sueldos de siete cifras al año, trataron de engatusar a los idiotas que los ganaban de cinco para que dieran las calificaciones más altas posibles a los peores préstamos posibles. Y realizaron la tarea con una meticulosidad y eficiencia propias de las universidades de élite estadounidenses. Así, por ejemplo, descubrieron enseguida que la gente de Moody's y Standard & Poor's en realidad no evaluaba cada préstamo de vivienda individualmente, o al menos tanto como a ellos les parecía. Lo que ellos y sus modelos veían, y evaluaban, eran las características generales de los grupos de préstamos.

Su manejo de las puntuaciones FICO era un ejemplo de ello. Las puntuaciones FICO — llamadas así porque fueron inventadas, en la década de 1950, por la empresa Fair Isaac Corporation— servían supuestamente para medir la solvencia de los prestatarios individuales. La puntuación FICO más alta posible era 850; la más baja, 300; y la mediana estadounidense era 723.

Las puntuaciones FICO eran muy simplistas: por ejemplo, no tenían en cuenta la renta del prestatario. Y también podían amañarse. Un supuesto prestatario podía aumentar su puntuación FICO pidiendo un préstamo con su tarjeta de crédito y devolviéndolo de inmediato. Pero daba igual: el problema de las puntuaciones FICO quedaba empequeñecido por el mal uso que se hacía de ellas por parte de las agencias de calificación. Moody's y Standard & Poor's pedían a los que empaquetaban préstamos no una lista de las puntuaciones FICO de todos los prestatarios, sino la puntuación FICO media del fondo. Para cumplir con los estándares de las agencias de calificación —y maximizar el porcentaje de bonos triple A creados a partir de cualquier grupo de préstamos dado—, la puntuación FICO media de los prestatarios del fondo tenía que situarse en torno a 615. Había más de una forma de llegar a esa puntuación media. Y ello ofrecía una gran oportunidad. Un grupo de préstamos compuesto por prestatarios todos los cuales tuvieran una puntuación FICO de 615 era mucho menos

probable que sufriera pérdidas enormes que un grupo de préstamos compuesto por prestatarios la mitad de los cuales tuvieran puntuaciones FICO de 550 y la otra mitad de 680. Era prácticamente seguro que una persona con una puntuación FICO de 550 incumpliría sus pagos, de modo que nunca se le habría tenido que prestar el dinero ya de entrada. Pero el agujero en el modelo de las agencias de calificación permitía que se hiciera el préstamo con tal de que se pudiera encontrar a un prestatario con una puntuación FICO de 680 para compensar al moroso y mantener la media en 615.

¿Dónde encontrar prestatarios con puntuaciones FICO altas? Aquí las mesas de contratación de bonos de Wall Street explotaron otro punto débil de los modelos de las agencias de calificación. Aparentemente, las agencias no captaban la diferencia entre una puntuación FICO «de expediente fino» y una puntuación FICO «de expediente grueso». Una puntuación FICO «de expediente fino» implicaba, como su propio nombre sugiere, un historial de crédito breve. El expediente del prestatario era fino porque apenas

se le habían hecho préstamos. Así, había inmigrantes que nunca habían dejado de pagar una deuda porque nunca se les había hecho un préstamo, y que a menudo exhibían puntuaciones FICO de expediente fino sorprendentemente altas. Así, cuando se les filtraba a través de los modelos de Moody's y Standard & Poor's, una niñera jamaicana o un recolector de fresas mexicano con una renta de 14.000 dólares que querían pedir un crédito de tres cuartos de millón de dólares se volvían de repente más provechosos a la hora de amañar créditos. Puede que realmente mejoraran la calidad percibida del grupo de préstamos e incrementaran el porcentaje que podía declararse triple A. El mexicano explotaba las fresas; Wall Street explotaba su puntuación FICO.

Los modelos utilizados por las agencias de calificación estaban plagados de esa clase de oportunidades. El truco consistía en encontrarlas antes de que lo hicieran otros, descubriendo, por ejemplo, que tanto Moody's como Standard & Poor's favorecían las hipotecas de interés variable con tipos bajos «de enganche» por encima de las

de interés fijo. O que no les importaba si un préstamo se había hecho en un mercado inmobiliario en auge o en uno tranquilo. O que parecían no ser conscientes del fraude implícito en los préstamos No-Doc. O que estaban ciegos a la presencia de las denominadas «segundas silenciosas»: segundas hipotecas que dejaban al propietario sin patrimonio alguno en su vivienda y, en consecuencia, sin ningún incentivo financiero para no entregar las llaves al banco y largarse. Cada vez que algún inteligente empaquetador de bonos hipotecarios de Wall Street descubría un nuevo ejemplo de la estupidez o la negligencia de las agencias de calificación, pasaba a tener ventaja en el mercado: los grupos de préstamos más malos eran más baratos de comprar que los menos malos. Los grupos de préstamos «en forma de pesas», con un montón de puntuaciones FICO muy bajas y muy altas en su dos extremos, eran una ganga en comparación con los grupos «en forma de racimo» en torno a la puntuación media de 615; al menos hasta que el resto de Wall Street advirtiera la laguna en el razonamiento de las agencias de

calificación y subiera sus precios. Pero antes de que eso sucediera, la firma de Wall Street disfrutaba de un monopolio perverso. Telefoneaban a una entidad emisora y decían: «No se lo diga usted a nadie, pero, si me trae un grupo de préstamos con altas puntuaciones FICO de expediente fino, le pagaré por él más que nadie». Cuanto más notorios eran los errores de las agencias de calificación, mayores eran las oportunidades para las mesas de contratación de Wall Street.

A finales de verano de 2006, Eisman y sus socios no sabían nada de esto. Lo único que sabían era que los bancos de inversión de Wall Street parecían emplear a gente que se dedicaba exclusivamente a trampear con los modelos de las agencias de calificación. En un mercado racional, a los bonos respaldados por los grupos de préstamos más débiles se les habría puesto un precio más bajo que a los bonos respaldados por préstamos más fuertes. En cambio, los precios de los bonos hipotecarios basura se ponían en función de las clasificaciones otorgadas por Moody's. Los

tramos triple A se negociaban todos ellos a un precio, y los triple B se negociaban todos ellos a otro, a pesar de que había importantes diferencias de un tramo triple B a otro. Dado que los precios de todos los bonos se ponían en función de la clasificación de Moody's, los bonos cuyo precio resultaba más desorbitado eran aquellos cuya calificación se había puesto de la manera más inepta. Y los bonos cuya calificación se había puesto de la manera más inepta eran aquellos con respecto a los cuales las firmas de Wall Street habían engañado a las agencias de calificación precisamente para que los calificaran de la manera más inepta. «¡Joder, no puedo creer que se permita algo así! —decía Eisman—. Debo de haberlo dicho un millar de veces.»

Eisman no sabía exactamente cómo se había trampeado a las agencias de calificación. Tenía que enterarse. Así comenzó una búsqueda de varios meses por parte de su equipo para encontrar los bonos más sobrevalorados en un mercado integrado ya de por sí por bonos sobrevalorados. Cuando había transcurrido más o menos un mes,

después de que hubieran comprado sus primeras permutas de impago crediticio sobre bonos hipotecarios basura de Lippmann, Vincent Daniel y Danny Moses viajaron a Orlando para celebrar lo que venía a ser una especie de conferencia sobre bonos hipotecarios basura. Esta tenía un título opaco —ABS East—, pero de hecho era una feria de muestras para un sector restringido: los tipos que daban origen a hipotecas basura, las firmas de Wall Street que empaquetaban y vendían hipotecas basura, los gestores de fondos que invertían exclusivamente en bonos con garantía hipotecaria basura, las agencias que calificaban bonos hipotecarios basura y los abogados que hacían lo que fuera que hiciesen como abogados. Daniel y Moses creían que hacían una visita de cortesía a un sector «casero», pero la casa era en realidad un castillo. «Había muchas personas alimentadas por este sector —decía Daniel—. Fue entonces cuando comprendimos que los departamentos de renta fija de las agencias de Bolsa se basaban en esto.»

Y fue también cuando realizaron su primer contacto cara a cara con las agencias de

calificación. La gente de Greg Lippmann lo organizó para ellos, a condición de que no mencionaran que apostaban en contra de los bonos hipotecarios basura y no a favor de ellos. «Se suponía que nuestro objetivo —decía Moses— era exclusivamente: “Estamos aquí para comprar esos valores”. Y se suponía que la gente pensaría: “¡Ah!, quieren comprar papel porque se está poniendo a niveles atractivos”.» En una pequeña sala del hotel Ritz-Carlton de Orlando, se reunieron tanto con Moody's como con Standard & Poor's. Vinny y Danny ya sospechaban que el mercado *subprime* había subcontratado sus análisis crediticios a personas que ni siquiera hacían análisis crediticios. Nada de lo que descubrieron aquel día aligeró sus sospechas. La gente de Standard & Poor's era reservada, pero la mujer de Moody's se mostró sorprendentemente franca. Les dijo, por ejemplo, que aunque ella era responsable de evaluar bonos hipotecarios basura, sus jefes no le permitían que simplemente degradara los que ella creía que merecían ser degradados. Tenía que someter la lista de los

bonos que ella deseaba degradar a la aprobación de sus superiores, y en respuesta recibía otra lista con aquellos que se le permitía degradar. «Nos dijo que, si enviaba una lista con un centenar de bonos, recibía otra con veinticinco, sin ninguna explicación de por qué», explicaba Danny.

Vinny, el analista, era quien formulaba la mayoría de las preguntas, pero Danny escuchaba con creciente interés. «Vinny tiene una frase —contaba Moses—. Cuando se emociona se pone la mano sobre la boca, apoya el codo en la mesa y dice: “Permítame que le haga una pregunta sobre esto...”. Cuando veía que se llevaba la mano a la cara sabía que andaba detrás de algo.»

«Esto es lo que no entiendo —dijo Vinny, con la mano en la barbilla—. Usted tiene dos bonos que parecen idénticos. ¿Cómo es que uno de ellos es triple A y el otro no?»

«No soy yo quien toma esas decisiones —respondió la mujer de Moody's, que, sin embargo, se sentía visiblemente incómoda.»

«He aquí otra cosa que no entiendo —prosiguió Vinny—. ¿Cómo puede usted calificar una parte de un bono integrada exclusivamente por hipotecas *subprime* como triple A?»

«Esa es una buena pregunta...»

¡Bingo!

«Ella estuvo fenomenal —explicaba Moses— porque no sabía lo que nos traíamos entre manos.»

Llamaron a Eisman desde Orlando y le dijeron: por muy corrupta que creas que es esta industria, es aún peor. «La de Orlando ni siquiera fue una conferencia de equipos titulares —explicaba Daniel—. La de Orlando fue una conferencia de alevines. Los equipos titulares se reunieron en Las Vegas. Le dijimos a Steve: “Tienes que ir a Las Vegas. Solo para verlo”.» Creían de verdad que tenían un secreto. Durante todo el verano y comienzos del otoño de 2006, se comportaron como si se hubieran tropezado con el mapa de un fantástico tesoro, aunque solo con unas cuantas indicaciones difusas. Ahora Eisman llegaba a casa por las noches de mejor humor del que su esposa le había visto desde hacía mucho tiempo. «Yo era feliz —cuenta Valerie—. Pensaba: “Agradezco a Dios que haya un lugar donde aparcar toda esa entusiástica tristeza”. Él decía: “He encontrado esto. Es una mina de oro. Y nadie más lo sabe”.»

Capitalistas accidentales

Lo que había encontrado Eisman era, sin duda, una mina de oro, pero no era cierto que nadie supiera de su existencia. En el otoño de 2006, Greg Lippmann había expuesto su argumentación probablemente a unos 250 grandes inversores en privado, y a varios centenares más en conferencias de venta o en teleconferencias del Deutsche Bank. A finales de 2006, y según un estudio sobre fondos de cobertura realizado por la empresa PerTrac, había 13.675 fondos de cobertura que declaraban resultados, y miles de otros tipos de inversores institucionales que tenían la posibilidad de invertir en permutas de impago crediticio. De una forma u otra, el discurso de Lippmann llegó a muchos de ellos. Sin embargo, solo alrededor de un centenar

se interesaron en el nuevo mercado de permutas de impago crediticio sobre bonos hipotecarios basura. La mayoría de ellos compraron este seguro sobre hipotecas basura no como una apuesta directa en contra de estas últimas, sino como una cobertura contra lo que constituía su apuesta implícita en favor de ellas: sus carteras de acciones o bonos relacionados con la propiedad inmobiliaria estadounidense. Un grupo más reducido utilizó las permutas de impago crediticio para hacer lo que a menudo resultaron ser apuestas espectacularmente desastrosas sobre el valor relativo de bonos hipotecarios basura, comprando un bono hipotecario basura a la vez que se vendía otro. Así, por ejemplo, apostaban a que los bonos con un gran número de préstamos hechos en California tendrían un rendimiento peor que los que contuvieran muy pocos préstamos de California. O que el piso superior, el calificado como triple A, de algún bono hipotecario basura tendría un rendimiento mejor que el inferior, el calificado como triple B. O que los bonos emitidos por Lehman Brothers o Goldman Sachs

(ambos notorios por empaquetar los peores préstamos de vivienda de Estados Unidos) tendrían un rendimiento peor que los empaquetados por J. P. Morgan o Wells Fargo (que de hecho parecían preocuparse un poco acerca de qué préstamos empaquetaban en bonos).

Un número menor de inversores —más de diez y menos de veinte— hicieron una apuesta directa contra la integridad del multibillonario mercado de las hipotecas basura y, por extensión, el sistema financiero global. En sí, este era un hecho notable: la catástrofe resultaba previsible, pero solo unos pocos inversores lo advirtieron. Entre ellos un fondo de cobertura de Mineápolis llamado Whitebox, un fondo de cobertura de Boston llamado The Baupost Group, un fondo de cobertura de San Francisco llamado Passport Capital, un fondo de cobertura de Westchester (Nueva York) llamado Elm Ridge, y unos cuantos fondos de cobertura de la ciudad de Nueva York: Elliott Associates, Cedar Hill Capital Partners, QVT Financial y Philip Falcone's Harbinger Capital Partners. Lo que la mayoría de estos

inversores tenían en común era que habían escuchado, directa o indirectamente, la argumentación de Greg Lippmann. En Dallas (Texas), un antiguo vendedor de bonos de Bear Stearns llamado Kyle Bass montó un fondo de cobertura llamado Hayman Capital a mediados de 2006, y poco después compraba permutas de impago crediticio sobre bonos hipotecarios basura. Bass había oído la idea de boca de Alan Fournier, de Pennant Capital, en New Jersey, quien a su vez la había oído de boca de Lippmann. Un rico inversor inmobiliario estadounidense llamado Jeff Greene compró permutas de impago crediticio sobre bonos hipotecarios basura por valor de varios miles de millones de dólares, después de haber oído hablar de ello a un gestor de fondos de cobertura neoyorquino, John Paulson. También Paulson había escuchado el discurso de Greg Lippmann, y, a la hora de adoptar una posición masiva en permutas de impago crediticio, utilizó a este último como su caja de resonancia. Un operador de Goldman Sachs en Londres informó de que su operador en el Deutsche Bank de Nueva

York estaba ofreciendo una argumentación convincente, cruzó el Atlántico para reunirse con Lippmann y volvió a casa en posesión de permutas de impago crediticio sobre bonos hipotecarios basura por valor de 1.000 millones de dólares. Un inversor de fondos de cobertura griego llamado Theo Phanos oyó a Lippmann exponer su idea en una conferencia del Deutsche Bank en Phoenix, Arizona, y de inmediato hizo su propia apuesta. Si se trazara un gráfico de la propagación de la idea tal como se haría con un virus, la mayoría de las líneas apuntarían hacia Lippmann: él era el «paciente cero». Solo uno de los portadores de la enfermedad podía afirmar, de manera verosímil, que le había infectado a él primero. Pero Mike Burry se mantenía oculto en su oficina de San José, California, y no hablaba con nadie.

Este pequeño mundo de inversores que hicieron grandes apuestas contra bonos hipotecarios basura contenía en sí mismo un mundo aún más pequeño: el de las personas para las que aquella operación se convirtió en una auténtica obsesión. Un reducido número de inversores percibieron lo que

le estaba ocurriendo no solo al sistema financiero, sino al conjunto de la sociedad a la que este había de servir, e hicieron inversiones contra dicho sistema que resultaban tan cuantiosas, en relación con su capital, que en la práctica renunciaron a ser gestores de cartera convencionales para convertirse en algo más. John Paulson era, con mucho, quien más dinero tenía para jugar, de modo que resultaba el ejemplo más evidente de ello. Nueve meses después de que Mike Burry fracasara en su intento de montar un fondo para dedicarse exclusivamente a comprar permutas de impago crediticio sobre bonos hipotecarios basura, Paulson sí pudo lograrlo, presentando el asunto a los inversores, no como una catástrofe que iba a ocurrir casi con certeza, sino como una cobertura barata contra la remota posibilidad de dicha catástrofe. Paulson tenía quince años más que Burry y en Wall Street era mucho más conocido, pero en algunos aspectos seguía siendo ajeno a Wall Street. «Llamé a Goldman Sachs para preguntarles sobre Paulson —explicaba un hombre rico al que Paulson había pedido fondos a

mediados de 2006—. Me dijeron que era un tipo de fondos de cobertura de tercera que no sabía de lo que hablaba.» Paulson recaudó varios miles de millones de dólares de inversores que consideraron su fondo como una póliza de seguros sobre sus carteras de acciones y bonos relacionados con la propiedad inmobiliaria. Decía que lo que le predispuso a ver lo que estaba ocurriendo en el mercado de bonos hipotecarios fue su experiencia profesional buscando bonos sobrevalorados para apostar contra ellos. «Me gustaba la idea de vender un bono en corto porque sus desventajas eran limitadas —me explicaba—. Es una apuesta asimétrica.» Le chocó que resultara mucho más fácil y barato comprar una permuta de impago crediticio que vender en corto un bono real dinerario, a pesar de que ambos representaban exactamente la misma apuesta. «Ganaba quinientos millones. Ellos decían: “¿Le gustaría ganar mil millones?”. Y yo me decía: “¿Por qué darle largas al asunto?”. Bastaron dos o tres días para colocar veinticinco mil millones.» Paulson nunca había encontrado un mercado en el que un inversor

podiera vender en corto 25.000 millones de dólares en acciones o bonos sin hacer que su precio variara, o incluso se desplomara. «Y podríamos haber ganado cincuenta mil millones de haber querido.»

Todavía en el verano de 2006, cuando los precios de la vivienda empezaban a caer, había que ser una persona hecha de una pasta especial para ver los hechos más feos y reaccionar a ellos; para distinguir, en el perfil de la hermosa damisela, el rostro de la vieja bruja. Cada una de esas personas te decía algo sobre el estado del sistema financiero, del mismo modo que las personas que sobreviven a un accidente de avión te dicen algo sobre el accidente, y también sobre la naturaleza de las personas que sobreviven a los accidentes. Todas ellas eran, casi por definición, raras. Pero no eran todas raras de la misma manera. John Paulson estaba raramente interesado en apostar contra préstamos dudosos, y era extrañamente persuasivo a la hora de convencer a otros para que lo hicieran con él. Mike Burry era raro en su deseo de permanecer aislado de la

opinión pública, e incluso del contacto humano directo, y centrarse en cambio en los datos fácticos y los incentivos que guían el comportamiento financiero humano futuro. Steve Eisman era raro en su convicción de que el apalancamiento de la clase media estadounidense era un acontecimiento corrupto y corruptor, y que el mercado de las hipotecas basura en particular era un vehículo de explotación y, en última instancia, de destrucción. Cada uno de ellos llenaba un hueco; cada uno de ellos proporcionaba una perspectiva que faltaba, una actitud frente al riesgo que, de haber sido más preponderante, podría haber evitado la catástrofe. Pero había al menos un profundo hueco que no llenaba ningún inversor profesional de alto nivel; quien vino a llenarlo fue, en cambio, Charlie Ledley.

Charlie Ledley —un Charlie Ledley curiosamente inseguro— era raro en su creencia de que la mejor forma de ganar dinero en Wall Street era buscar todo aquello que Wall Street consideraba menos probable que ocurriera, y apostar a que ocurriría. Charlie y sus socios

habían hecho esto lo bastante a menudo, y habían tenido el suficiente éxito, como para saber que los mercados tenían tendencia a subestimar la probabilidad de un cambio drástico. Aun así, en septiembre de 2006, mientras examinaba un documento que le había enviado un amigo, una presentación sobre la venta en corto de bonos hipotecarios basura por parte de un tipo del Deutsche Bank llamado Greg Lippmann, el primer pensamiento de Ledley fue: «Esto es demasiado bueno para ser verdad». Nunca había operado con bonos hipotecarios, no sabía básicamente nada sobre propiedad inmobiliaria, se sentía desconcertado por la jerga del mercado de bonos, y ni siquiera estaba seguro de si el Deutsche Bank o quien fuese le permitiría comprar permutas de impago crediticio sobre bonos hipotecarios basura, ya que ese era un mercado para inversores institucionales, y él y sus dos socios, Ben Hockett y Jamie Mai, eran lo menos parecido a una institución de lo que se podría pensar. «Pero yo solo lo miraba y me decía: “¿Cómo puede ser siquiera posible?”.» Luego envió la idea a sus

socios junto con la pregunta: «¿Por qué no hay alguien más inteligente que nosotros haciendo esto?».

Todo negocio nuevo resulta intrínsecamente poco plausible, pero a comienzos de 2003 la idea de Jamie Mai y Charlie Ledley de una sociedad de gestión de cartera rozaba el absurdo: un par de tipos de treinta años con una cuenta en Schwab con 110.000 dólares que ocupaban un cobertizo detrás de la casa de un amigo en Berkeley, California, y se autodenominaban Cornwall Capital Management. Ninguno de ellos tenía razón alguna para creer que tenía el menor talento para la inversión. Ambos habían trabajado brevemente para la sociedad de capital privado neoyorquina Golub Associates como machacas encadenados a sus escritorios, pero ninguno de ellos había tomado verdaderas decisiones de inversión. Jamie Mai era alto y notablemente apuesto, de modo que, casi por definición, tenía el aspecto de un hombre que manda... hasta que abría la boca y le

traicionaba su falta de confianza en todo, desde la salida del sol mañana hasta el futuro de la raza humana. Jamie tenía el hábito de detenerse a mitad de una frase y empezar a tartamudear —«Esto... esto... esto...»— como si de algún modo se sintiera inseguro de su propio pensamiento. Charlie Ledley era aún peor: tenía la palidez de un director de pompas fúnebres y las maneras de un hombre inclinado a aplazar, por el mayor tiempo posible, cualquier acción definida. Cuando se le formulaba una sencilla pregunta se quedaba mirando silenciosamente al infinito, asintiendo con la cabeza y parpadeando como un actor que hubiera olvidado su texto, hasta que, cuando finalmente abría la boca, el sonido que surgía le hacía a uno dar un bote en su silla: «¡Si resulta que habla!».

Sus contemporáneos les veían a ambos como personas amables, desorganizadas, inquisitivas, brillantes, pero carentes de una orientación obvia... la clase de tipos que podían presentarse en la reunión de decimoquinto año de antiguos alumnos del instituto con un sorprendente vello

facial y una historia vital complicada. Charlie dejó el Amherst College después del primer año para ofrecerse como voluntario en la inicial campaña presidencial de Bill Clinton, y, aunque más tarde acabó volviendo, siguió estando mucho más interesado en su propio idealismo que en ganar dinero. El primer trabajo de Jamie fuera de la Universidad Duke había consistido en entregar veleros a gente rica de un extremo a otro de la Costa Este («Fue entonces cuando vi claro que... esto... esto... esto... iba a tener que adoptar alguna profesión»). A los veintiocho años de edad se había tomado dieciocho meses «sabáticos», viajando alrededor del mundo con su novia. Había ido a Berkeley, no buscando un terreno fértil en el que ganar dinero, sino porque su novia deseaba trasladarse allí. Charlie, por su parte, ni siquiera quería realmente estar en Berkeley: él se había criado en Manhattan, y se había convertido en calabaza al llegar al otro lado de un puente o un túnel. Se había trasladado a Berkeley solo porque la idea de ganar dinero juntos, y los 110.000 dólares, eran de Jamie. Y también era de Jamie el

garaje en el que ahora dormía Charlie.

En lugar de dinero o plausibilidad, lo que tenían era una idea de los mercados financieros. O, más bien, un par de ideas relacionadas. Su paso por el negocio del capital privado —en el que las firmas compran y venden empresas enteras que no cotizan en Bolsa— les llevó a creer que los mercados de acciones privados podían ser más eficientes que los públicos. «En las transacciones privadas —decía Charlie— habitualmente tienes a un asesor por ambas partes que es bastante sofisticado. No tienes a gente que básicamente desconoce cuál es el valor de algo. En los mercados públicos tienes a gente centrada en los ingresos trimestrales antes que en las franquicias comerciales. Tienes a gente que hace cosas por toda clase de razones descabelladas.» Ellos creían, además, que los mercados financieros públicos carecían de inversores interesados en ver el panorama general. Los tipos del mercado de acciones estadounidense tomaban decisiones en el ámbito del mercado de acciones estadounidense; los tipos del mercado de bonos japonés tomaban decisiones en el ámbito

del mercado de bonos japonés, y así sucesivamente. «En realidad hay gente que no hace otra cosa que invertir en deuda de atención sanitaria europea de capitalización media — explicaba Charlie—. No creo que el problema sea específico de las finanzas. Pienso que el provincialismo es común en la vida intelectual moderna. No hay ningún intento de integrarse.» Los mercados financieros pagaban muy bien a muchas personas por tener una pericia limitada, y mal a unas pocas por tener las grandes visiones globales que necesitabas si pretendías colocar capital en mercados diversos.

A comienzos de 2003, Cornwall Capital acababa de iniciar su actividad mercantil, lo que significaba que Jamie y Charlie pasaban aún más horas de su jornada que antes sentados en el garaje de Berkeley —el dormitorio de Charlie— hablando sin parar sobre el mercado. Decidieron que Cornwall Capital no se limitaría a buscar ineficiencias del mercado, sino que las buscaría a escala global, es decir, en todos los mercados: acciones, bonos, divisas, mercancías... A estas

dos ambiciones nada sencillas añadieron pronto una tercera, todavía menos sencilla, cuando tropezaron con su primera gran oportunidad: una entidad emisora de tarjetas de crédito llamada Capital One Financial.

Capital One era un raro ejemplo de una empresa que parecía haber encontrado un modo inteligente de prestar dinero a los estadounidenses con malas puntuaciones crediticias. Su negocio eran las tarjetas de crédito, no los préstamos de vivienda, pero trataba con la misma clase socioeconómica de personas cuyo préstamo de vivienda terminaría en catástrofe tan solo unos años después. Durante la década de 1990 y hasta bien entrada la de 2000 la empresa afirmó, y el mercado se creyó, que poseía mejores instrumentos que otras empresas para analizar la solvencia de los usuarios de tarjetas de crédito *subprime* y para cuantificar el riesgo de prestarles dinero. A finales de la década de 1990 había resistido una mala racha para su sector, durante la cual varios de sus competidores se habían hundido. Pero entonces, en julio de 2002, sus acciones se desplomaron, cayendo un 60

por ciento en dos días, después de que la dirección de Capital One revelara voluntariamente que estaban en un contencioso sobre la cantidad de reservas de capital de las que debían disponer para hacer frente a potenciales pérdidas *subprime* con sus dos reguladores estatales, la Oficina de Supervisión de Entidades de Ahorro y la Reserva Federal.

De repente, el mercado temió que Capital One no fuera en realidad más inteligente que el resto de su sector a la hora de hacer préstamos, sino que fuera simplemente más hábil a la hora de ocultar sus pérdidas. El mercado sospechó que los reguladores habían descubierto un fraude y estaban a punto de sancionar a Capital One. Las pruebas circunstanciales se amontonaron en lo que parecía ser un caso irrefutable. Por ejemplo, la Comisión del Mercado de Valores anunció que estaba investigando al director financiero de la empresa, que acababa de dimitir, por vender sus acciones de la empresa dos meses antes de que esta anunciara su contencioso con los reguladores y su cotización se desplomara.

Durante los seis meses siguientes, la empresa siguió ganando dinero a un ritmo impresionante. Afirmaba que no había hecho nada mal y que los reguladores estaban siendo antojadizos, y no anunció ninguna pérdida especial en su cartera de 20.000 millones de dólares en préstamos basura. La cotización de sus acciones seguía aún baja. Charlie y Jamie estudiaron el asunto, lo que equivale a decir que fueron a conferencias del sector y llamaron a toda clase de personas a las que no conocían dándoles la lata para que les facilitaran información: vendedores en corto, antiguos empleados de Capital One, consultores de dirección que habían asesorado a la empresa, competidores e incluso reguladores estatales. «Lo que quedó claro —explicaba Charlie— era que por ahí había una cantidad limitada de información y nosotros teníamos la misma información que los demás.» Decidieron que Capital One probablemente sí tenía mejores instrumentos para hacer préstamos basura. Solo quedaba una pregunta: ¿estaba gestionada por granujas?

Esa no era una pregunta que dos treintañeros

aspirantes a inversores profesionales de Berkeley, California, con 110.000 dólares en una cuenta de Schwab, tuvieron que sentirse obligados a responder. Pero lo hicieron. Fueron a la caza de personas que hubieran ido a la universidad con el presidente de Capital One, Richard Fairbank, y recopilaron referencias sobre su carácter. Jamie repasó el formulario 10-K* de Capital One en busca de alguien dentro de la empresa a quien pudiera pedir de manera plausible que se reuniera con ellos. «Si hubiéramos pedido una reunión con el presidente, ni siquiera habríamos llegado a verle», explicaba Charlie. Al final descubrieron a un tipo de rango inferior llamado Peter Schnall, que casualmente era el vicepresidente responsable de la cartera *subprime*. «Tuve la impresión de que era como si dijeran: “¿A quién le da por llamar y preguntar por Peter Schnall?” —decía Charlie—. Porque cuando pedimos hablar con él fue como si dijeran: “¿Y por qué no?”.» Se presentaron gravemente como Cornwall Capital Management, pero se abstuvieron de mencionar qué era exactamente Cornwall Capital Management. «Es

gracioso —explica Jamie—. La gente no se siente cómoda preguntándote cuánto dinero tienes, de modo que no tienes por qué decírselo.»

Le preguntaron a Schnall si podían ir a verle para hacerle unas cuantas preguntas antes de realizar una inversión. «Lo único que realmente queríamos hacer —decía Charlie— era ver si tenía aspecto de granuja.» Lo encontraron muy persuasivo. Curiosamente, estaba comprando acciones de su propia empresa. Se marcharon de allí pensando que el contencioso de Capital One con sus reguladores era trivial y que la compañía era básicamente honesta. «Concluimos que quizá fueran granujas —contaba Jamie—, pero que tal vez no lo eran.»

Lo que pasó a continuación les llevó, casi por casualidad, al insólito enfoque de los mercados financieros que pronto les haría ricos. Durante los seis meses transcurridos después de la noticia de sus problemas con la Reserva Federal y la Oficina de Supervisión de Entidades de Ahorro, las acciones de Capital One se cotizaron en una estrecha franja en torno a los 30 dólares por

acción. Esa estabilidad, obviamente, enmascaraba una profunda incertidumbre. Era evidente que 30 dólares por acción no era el precio «correcto» de Capital One. O bien la empresa era un fraude, en cuyo caso el valor de sus acciones probablemente era igual a cero, o bien era tan honesta como les parecía a Charlie y Jamie, en cuyo caso el precio de sus acciones era de unos 60 dólares. Jamie Mai acababa de leer *You Can Be a Stock Market Genius*, el libro de Joel Greenblatt, el mismo colega que había apostado por el fondo de cobertura de Mike Burry. Hacia el final de su libro, Greenblatt describía cómo había ganado mucho dinero utilizando un valor derivado llamado LEAPS (por las siglas en inglés de «valores de anticipación de capital a largo plazo»), unas opciones que otorgaban a su titular el derecho a comprar acciones a un precio fijo durante un tiempo determinado. Había veces, explicaba Greenblatt, en que tenía más sentido comprar opciones sobre acciones que las propias acciones. En el mundo de los inversores por valor de Greenblatt, tal cosa era una herejía. Los

anticuados inversores por valor evitaban las opciones porque estas suponían la capacidad de programar los movimientos de precio de las acciones infravaloradas. El sencillo argumento de Greenblatt era: cuando el valor de una acción giraba obviamente en torno a algún acontecimiento inminente cuya fecha se conociera de antemano (la fecha de una fusión, por ejemplo, o una fecha relacionada con los tribunales), el inversor por valor podía en conciencia emplear opciones para expresar sus puntos de vista. Esto le dio una idea a Jamie: comprar una opción a largo plazo sobre acciones de Capital One. «Fue como decir, ¡vaya!, hemos tenido una visión: estas acciones ordinarias parecen interesantes; pero, ¡ostias!, ¡mira los precios de esas opciones!»

El derecho a comprar acciones de Capital One por 40 dólares en cualquier momento de los dos años y medio siguientes costaba un poco más de 3 dólares. Eso no tenía sentido. Los problemas de Capital One con los reguladores se resolverían o no en los meses siguientes. Una vez resueltos, las acciones o se desplomarían a cero, o se

dispararían a 60 dólares. Examinando esto un poco más de cerca, Jamie descubrió que el modelo utilizado por Wall Street para fijar los precios de los LEAPS, el denominado modelo de fijación de precios de opciones Black-Scholes, partía de algunos presupuestos extraños. Por ejemplo, suponía una distribución normal, acampanada, para las futuras cotizaciones de las acciones. Si Capital One cotizaba a 30 dólares por acción, el modelo asumía que durante los dos años siguientes era más probable que las acciones se cotizaran a 35 dólares que a 40; que era más probable que se cotizaran a 40 dólares que a 45, y así sucesivamente. Este presupuesto tenía sentido solo para quienes no sabían nada de la empresa. Pero en este caso el modelo estaba fuera de lugar: cuando las acciones de Capital One variaran, como seguramente harían, era más probable que variaran por mucho que por poco.

Cornwall Capital Management compró rápidamente 8.000 LEAPS. Sus potenciales pérdidas se limitaban a los 26.000 dólares que pagaron por su opción para comprar acciones,

mientras que sus potenciales beneficios eran teóricamente ilimitados. Poco después de que Cornwall Capital pusiera sus fichas sobre la mesa, Capital One se veía refrendada por los reguladores, la cotización de sus acciones se disparaba, y la opción de 26.000 dólares de Cornwall Capital pasaba a valer 526.000 dólares. «Estábamos bastante entusiasmados», comenta Charlie.

«No podíamos creer que la gente nos vendiera aquellas opciones a largo plazo tan baratas —decía Jamie—. Fuimos en busca de opciones a más largo plazo.»

Esta se reveló enseguida una estrategia increíblemente provechosa: empezar con lo que parecía ser una opción barata para comprar o vender acciones coreanas, o tripa de cerdo, o alguna divisa del Tercer Mundo —de hecho, algo con un precio que pareciera estar destinado a experimentar algún cambio drástico—, y luego retrotraerse al producto que la opción te permitía comprar o vender. Las opciones se adecuaban a la personalidad de los dos hombres, ya que nunca

tenían que estar seguros de nada. Ambos se sentían predispuestos a creer que la gente, y por extensión los mercados, estaban demasiado seguros de cosas intrínsecamente inciertas. Ambos consideraban que la gente, y por extensión los mercados, tenían dificultades para asignar las probabilidades apropiadas a unos acontecimientos sumamente improbables. Ambos tenían problemas para generar convicción en sí mismos, pero ninguno en absoluto para reaccionar a lo que ellos veían como la falsa convicción de otros. Cada vez que se tropezaban con una apuesta seductora, uno de ellos se ponía a trabajar en una argumentación para defenderla, en una elaborada presentación, incluyendo su pase de diapositivas de PowerPoint. En realidad no tenían a nadie a quien pudieran pasar la presentación. Las creaban solo para escuchar cuán plausibles sonaban cuando se lanzaban sus discursos unos a otros. Entraban en los mercados solo porque pensaban que quizá algo dramático estaba a punto de ocurrir en ellos, y sobre lo que pudieran hacer una pequeña apuesta con muchas probabilidades que les compensara a

lo grande. No tenían ni la menor idea sobre acciones coreanas o divisas del Tercer Mundo, pero en realidad tampoco lo necesitaban. Si encontraban lo que parecía ser una apuesta barata sobre los movimientos de las cotizaciones de cualquier valor, podían contratar a un experto para que les ayudara a solucionar los detalles. «Esa ha sido nuestra pauta —decía Jamie Mai—. Confiar en el trabajo de gente inteligente que sabe más que nosotros.»

A su éxito con Capital One les siguió un éxito similar con una empresa europea de televisión por cable con dificultades llamada United Pan-European Cable (UPC). Esta vez, dado que tenían más dinero, compraron 500.000 dólares en opciones de compra, obtenidas a un precio muy alejado del valor de mercado. Cuando UPC se recuperó, se encontraron con un rápido beneficio de 5 millones de dólares. «En ese momento estábamos muy excitados», cuenta Jamie. Luego apostaron por una empresa que llevaba bombonas de oxígeno directamente a personas enfermas a su domicilio. Aquella apuesta, de 200.000 dólares, se

convirtió rápidamente en 3 millones. «Habíamos acertado tres de tres —decía Charlie—. Lo encontrábamos gracioso. Por primera vez podía verme a mí mismo haciendo esto durante un período realmente largo.»

Se habían tropezado o bien con un grave defecto de los modernos mercados financieros, o bien con un gran golpe de fortuna. De manera característica en ellos, no estaban seguros de lo que era. Como señalaba Charlie, «es difícil saber cuándo tienes suerte y cuándo eres inteligente». Eran conscientes de que, cuando tuvieran un historial estadísticamente válido, ya estarían muertos, o casi, de modo que no dedicaron demasiado tiempo a preocuparse acerca de si habían tenido suerte o eran inteligentes. Fuera como fuese, se daban cuenta de que no sabían tanto como deberían saber, especialmente sobre opciones financieras. Así que contrataron a un estudiante de doctorado del Departamento de Estadística de la Universidad de California en Berkeley para que les ayudara; pero este se marchó después de que le pidieran que estudiara el mercado de futuros de la tripa de

cerdo. «Resultó que era vegetariano —explicaba Jamie—. Tenía un problema con el capitalismo en general, pero la tripa de cerdo fue la gota que colmó el vaso.» Así que tuvieron que luchar por sí solos con una complicada teoría financiera. «Pasamos mucho tiempo construyendo nuestros propios modelos Black-Scholes, y viendo lo que ocurría cuando cambiabas diversos presupuestos en ellos», decía Jamie. Lo que más les chocó fue de qué manera tan barata los modelos permitían a una persona especular sobre situaciones que probablemente terminarían de una o dos formas dramáticas. Si al año siguiente unas determinadas acciones fueran a valer o cero o 100 dólares cada una, era absurdo para cualquiera vender una opción a un año para comprar dichas acciones a 50 dólares cada una por 3 dólares. Y, sin embargo, el mercado a menudo hacía algo exactamente igual a eso. El modelo utilizado por Wall Street para fijar el precio de billones de dólares en derivados concebía el mundo financiero como un proceso ordenado y continuo. Pero el mundo no era continuo; cambiaba de manera discontinua, y a

menudo por accidente.

«Inversión basada en eventos»: ese fue el nombre que o bien acuñaron o bien robaron para designar lo que estaban haciendo, y que hacía que sonara mucho menos divertido de lo que en realidad era. Un día, Charlie se sintió intrigado por el mercado de futuros del etanol. Él no sabía mucho sobre el etanol, pero sí podía ver que disfrutaba de una subvención del gobierno estadounidense de 50 centavos por galón (3,79 litros); por lo tanto, se suponía que se cotizaba con una prima de 50 centavos por galón en relación con la gasolina, y siempre había sido así. Pero a comienzos de 2005, cuando él se interesó por el asunto, se cotizó, brevemente, con un descuento de 50 centavos en relación con la gasolina. Él no sabía por qué, y nunca se preocupó de averiguarlo; lejos de ello, Charlie compró futuros por valor de dos vagones de mercancías de etanol, saltando a los titulares del *Ethanol Today*, una revista de cuya existencia no había sabido hasta entonces. Para mayor irritación del agente de Cornwall, terminaron teniendo que aceptar los vagones

cargados de etanol en algún almacén de Chicago, para ganar una suma de dinero que le sorprendió por lo absurdamente reducida. «La complejidad administrativa de lo que hacíamos era desproporcionada para nuestros activos — explicaba Charlie—. La gente de nuestro tamaño no operaba a través de diversas clases de activos.»

«Hacíamos el tipo de cosas que podían hacer que tus inversores te gritaran —decía Jamie—, pero a nosotros no nos gritaban los inversores porque no teníamos inversor alguno.»

En realidad, pensaban en entregar sus ganancias a algún inversor certificado, cualificado, aséptico y cien por cien profesional para que gestionara el dinero en su nombre. Durante varias semanas recorrieron Nueva York entrevistando a gestores de fondos de cobertura. «Todos parecían fantásticos cuando les escuchabas —explicaba Jamie—, pero luego examinabas sus cifras y eran siempre flojas.» Así que decidieron seguir invirtiendo su dinero por sí mismos. Dos años después de que abrieran el negocio gestionaban 12

millones de dólares propios, y se habían trasladado ellos y su sede central del cobertizo de Berkeley a una oficina en Manhattan, en una planta del estudio en Greenwich Village del artista Julian Schnabel.

También habían trasladado su cuenta de Schwab a Bear Stearns. Ansiaban tener una relación con alguna gran firma de Wall Street, y le mencionaron ese deseo a su contable. «Él nos dijo que conocía a Ace Greenberg y que nos lo podía presentar, y nosotros le respondimos que sería fantástico», explicaba Charlie. Greenberg, ex presidente y director general de Bear Stearns, además de toda una leyenda en Wall Street, todavía mantenía un despacho en la empresa y actuaba como agente para un reducido número de inversores, cabía suponer que especiales. En efecto, cuando Cornwall Capital trasladó sus activos a Bear Stearns, sus declaraciones de corretaje pronto volvieron con el nombre de Ace Greenberg en la parte superior.

Como casi todo lo que les ocurría en los mercados financieros, su primer encuentro con una

gran firma de Wall Street fue deliciosamente extraño, pero en última instancia inexplicable. Así como quien no quiere la cosa, sin haber visto nunca a Ace Greenberg, ahora eran sus clientes. «Era como si pensáramos: “Pero ¿cómo es que Ace Greenberg es nuestro agente?” —explicaba Charlie—. Quiero decir, que nosotros no éramos nadie. Y en realidad no conocíamos de nada a Ace Greenberg.» El misterio aumentaba con cada nuevo intento de hablar con Greenberg. Ellos tenían lo que suponían que era su número de teléfono, pero cuando llamaban siempre respondía alguien distinto de Greenberg. «Era algo completamente rocambolesco —decía Charlie—. De vez en cuando el propio Ace Greenberg cogía el teléfono. Pero todo lo que decía era: “Un momento”. Entonces se ponía un secretario y tomaba nota de nuestro recado.»

Por fin lograron tener un encuentro cara a cara con la leyenda de Wall Street. Sin embargo, dicho encuentro fue tan breve que honestamente no pudieron decir si habían conocido a Ace Greenberg o a un actor que le representaba. «Nos

hicieron pasar durante treinta segundos — literalmente treinta segundos—, y luego nos hicieron salir de nuevo sin ceremonias», cuenta Jamie. Ace Greenberg siguió siendo su agente, pero no hubo manera de hablar con él.

«Todo ese asunto de Ace Greenberg sigue sin tener sentido para nosotros», afirma Charlie.

El hombre al que ellos pasaron ahora a referirse como «el actor que representaba a Ace Greenberg» no logró resolver lo que consideraban su mayor problema. Ellos dos eran pequeños inversores privados. Las firmas de Wall Street eran en gran parte un misterio para ambos. «En realidad nunca he estado dentro de un banco —decía Charlie—. Solo puedo pensar en lo que ocurre dentro imaginándomelo a través de los ojos de otro.» Para hacer la clase de operaciones que querían hacer, necesitaban que las grandes firmas de Wall Street les confundieran con inversores que conocían todos los entresijos de una gran firma de Wall Street. «Como inversor privado eres un ciudadano de segunda —decía Jamie—. Los precios que obtienes son peores, el servicio es

peor, todo es peor.»

La idea había ganado fuerza con ayuda del nuevo vecino de Jamie en Berkeley, Ben Hockett. Este, también de treinta y pocos años, había pasado nueve vendiendo y luego operando con derivados para el Deutsche Bank en Tokio. Como Jamie y Charlie, desprendía esa fragancia fuerte y perfumada que caracteriza a las personas que han abandonado los estudios. «Cuando empecé era soltero y tenía veintidós años —explicaba—. Pero ahora tenía una esposa, un bebé y un perro. Estaba harto del trabajo. No me gustaba en qué me había convertido cuando llegaba a casa de trabajar. No quería que mi hijo creciera con ese padre. Pensaba: “Tengo que salir de aquí”.» Cuando les dijo que se iba, sus jefes en el Deutsche Bank le insistieron en que les hiciera una lista de sus quejas. «Les dije que no me gustaba ir a la oficina. Que no me gustaba llevar traje. Y que no me gustaba vivir en una gran ciudad. Y ellos me respondieron: “De acuerdo”.» Le dijeron que podía vestir como quisiera, vivir donde quisiera y trabajar donde quisiera, y hacer todo eso sin dejar

de ser empleado del Deutsche Bank.

Ben se trasladó de Tokio al área de la bahía de San Francisco, acompañado de 100 millones de dólares en dinero del Deutsche Bank que pasaría a gestionar desde la comodidad de su nueva casa en Berkeley Hills. Sospechaba, no sin razón, que podía ser la única persona en Berkeley que buscaba oportunidades de arbitraje en el mercado de los derivados crediticios. La existencia justo calle abajo de un tipo que recorría mentalmente el planeta tratando de comprar opciones a largo plazo sobre el drama financiero le cogió por sorpresa. Ben y Jamie sacaban a pasear a sus perros juntos. Jamie trataba de sonsacarle información a Ben sobre el funcionamiento de las grandes firmas de Wall Street y los esotéricos mercados financieros, y finalmente le espoleó para que dejara su verdadero trabajo y se uniera a Cornwall Capital. «Después de tres años solo en una habitación, pensé que sería agradable trabajar con más gente», explicaba Ben. Así que dejó el Deutsche Bank para unirse a la feliz búsqueda del accidente y el desastre, pero al poco tiempo se

encontró trabajando solo de nuevo: Charlie volvió a Manhattan en cuanto pudo permitirse comprar el billete, y, cuando la relación con su novia terminó, Jamie le siguió con impaciencia.

La suya era una unión de personas de mentalidad igualmente extraña. Ben compartía la opinión de Charlie y de Jamie de que la gente, y los mercados, tendían a subestimar la probabilidad de un cambio extremo; pero él llevaba esa idea un poco más lejos. Charlie y Jamie se interesaban principalmente en las probabilidades de que se produjeran desastres en los mercados financieros. Ben, en cambio, andaba por ahí con una parte muy diminuta de su mente alerta a las probabilidades de desastres en la vida real. Él creía que la gente subestimaba también estos últimos porque no quería pensar en ellos. Existía la tendencia, tanto en los mercados como en la vida, a que la gente respondiera a la posibilidad de acontecimientos extremos de una de estas dos maneras: lucha o huida. «La lucha es: “Voy a coger mis armas” — explicaba—. La huida es: “Estamos todos condenados, de modo que no puedo hacer nada al

respecto”.)» Charlie y Jamie eran tipos predispuestos a la huida. Cuando él les mencionaba la posibilidad de que, por ejemplo, el calentamiento global pudiera hacer que los niveles del mar subieran más de cinco metros, ellos se limitaban a encogerse de hombros y decir: «Yo no puedo hacer nada al respecto, así que ¿para qué preocuparse?». O bien: «Si eso ocurre, no quiero estar vivo de todos modos».

«Ellos son dos tipos solteros en Manhattan —decía Ben—. Y es como si dijeran: “Si no podemos vivir en Manhattan, no queremos vivir en absoluto”.)» Le sorprendió que Charlie y Jamie, ambos tan atentos a la posibilidad de un cambio drástico en los mercados financieros, se mostraran menos alertas y sensibles a las posibilidades que pudiera haber fuera de dichos mercados. «Trato de prepararme yo y de preparar a mis hijos para un entorno que resulta imprevisible», decía Ben.

Charlie y Jamie preferían que Ben se guardara su charla apocalíptica para sí, ya que hacía que la gente se sintiera incómoda. No había razón alguna para que nadie tuviera que saber, por ejemplo, que

Ben había comprado una pequeña granja en el campo, al norte de San Francisco, en un lugar remoto sin acceso por carretera, y había plantado fruta y verdura suficientes para alimentar a su familia, por si acaso se producía el fin del mundo tal como lo conocemos. A Ben, sin embargo, le resultaba difícil guardarse su visión del mundo para sí mismo, especialmente teniendo en cuenta que esta era prima hermana de su estrategia de inversión: la posibilidad de accidentes y de desastres nunca estaba demasiado lejos de sus conversaciones. Un día que hablaba por teléfono con Ben, Charlie le dijo: «Tú odias asumir incluso riesgos remotos, pero vives en una casa que está encima de una montaña situada sobre una falla geológica, en un mercado inmobiliario que está en un máximo absoluto». «Él se limitó a decirme: “Tengo que irme”, y colgó —recordaba Charlie—. Tuvimos problemas para localizarle durante algo así como dos meses.»

«Solté el teléfono —explicaba Ben—, y pensé: “Tengo que vender mi casa. Ahora mismo”.» Su casa valía un millón de dólares y tal vez más, pero

se alquilaba por menos de 2.500 dólares al mes. «Se cotizaba a más de treinta veces el alquiler bruto —decía Ben—. Lo normal es que compres a diez y vendas a veinte.» En octubre de 2005 trasladó a su familia a una vivienda de alquiler, lejos de la falla geológica.

Ben veía a Charlie y Jamie, más que como gerentes de cartera profesionales, como diletantes, o, según sus propias palabras, «un par de tipos inteligentes que se limitan a apostar aquí y allá en los mercados». Pero su estrategia de comprar billetes baratos para algún ansiado drama financiero halló eco en él. Esta no tenía nada de infalible; lejos de ello, era casi seguro que fallaba más veces de las que acertaba. A veces el ansiado drama nunca ocurría; otras veces no sabían de hecho lo que estaban haciendo. En cierta ocasión, Charlie encontró lo que él creía que era una extraña discrepancia de precios en el mercado de futuros de la gasolina, y rápidamente compró un contrato de gasolina, vendió otro, e hizo lo que él interpretó como un beneficio libre de riesgo, solo para descubrir, como diría Jamie, que «una era

gasolina sin plomo y la otra era más bien gasoil». En otra ocasión la premisa fue correcta, pero la conclusión resultó errónea. «Un día Ben me llama y me dice: “Tío, creo que va a haber un golpe en Tailandia”», explicaba Jamie. No había salido nada en los periódicos sobre un golpe en Tailandia, de modo que aquello era un auténtico pelotazo. «Yo le dije: “¡Venga, Ben, estás loco, no va a haber ningún golpe! Además, ¿cómo puedes saberlo? ¡Tú estás en Berkeley!”». Ben juró que había hablado con un tipo con el que solía trabajar en Singapur, y que estaba al corriente de todo lo de Tailandia. Fue tan insistente que acudieron al mercado de divisas tailandés y compraron lo que parecían ser *puts* (opciones de venta) increíblemente baratas sobre el baht tailandés. Al cabo de una semana, los militares tailandeses derrocaron al primer ministro electo. El baht tailandés no se movió. «Predijimos un golpe, pero perdimos dinero», explicaba Jamie.

Lo hacían de tal manera que las pérdidas no fueran excesivas, puesto que formaban parte del plan. Perdían más apuestas de las que ganaban,

pero sus pérdidas, el coste de las opciones, habían sido triviales comparadas con sus ganancias. Había una explicación posible de su éxito, que Charlie y Jamie solo habían intuido, pero que Ben, que había trabajado fijando precios de opciones para una gran firma de Wall Street, se apresuró a aclarar: el precio de las opciones financieras se fijaba sistemáticamente mal. El mercado a menudo subestimaba la probabilidad de movimientos extremos en los precios. Y el mercado de opciones también tendía a presuponer que el futuro lejano se parecería al presente más de lo que por regla general solía suceder. Por último, el precio de una opción estaba en función de la inestabilidad de las acciones o monedas o mercancías subyacentes, y el mercado de opciones tendía a confiar en el pasado reciente para determinar cuán inestable podía ser una acción o moneda o mercancía. Cuando las acciones de IBM se cotizaban a 34 dólares cada una y habían subido y bajado sin orden ni concierto durante el año anterior, una opción para comprarlas por 35 dólares cada una en un futuro próximo raras veces resultaba ser

demasiado barata. En cambio, cuando el oro se había cotizado a unos 650 dólares la onza durante los dos años anteriores, una opción para comprarlo por 2.000 dólares la onza en cualquier momento durante los próximos diez años bien podría resultar con mucho excesivamente barata. Cuanto más a largo plazo fuera la opción, más absurdos eran los resultados generados por el modelo de fijación de precios de opciones Black-Scholes y mayores las oportunidades para la gente que no lo utilizaba.

Curiosamente, era Ben, la persona menos convencional de los tres, quien creaba la ilusión óptica de hacer que Cornwall Capital les pareciera a los extraños un gestor de cartera institucional convencional. Él conocía bien los parques de Wall Street, y, por lo tanto, también sabía hasta qué punto Charlie y Jamie se veían penalizados por el hecho de que las grandes firmas de Wall Street los percibieran no precisamente como unos inversores muy serios, sino, en palabras de Ben, como «un fondo de cobertura de andar por casa». Las opciones más largas

disponibles para los inversores individuales en mercados de valores públicos eran los LEAPS, que eran opciones a dos años y medio sobre acciones ordinarias. «Ya sabéis —les decía Ben a Charlie y Jamie— que, si os establecéis como inversores institucionales serios, podríais telefonar a Lehman Brothers o a Morgan Stanley y comprar opciones a ocho años sobre lo que queráis. ¿Os gustaría eso?»

¡Desde luego que sí! Querían desesperadamente poder tratar de manera directa con la fuente de lo que ellos percibían como las opciones cuyo precio resultaba más excesivamente barato: las mesas de contratación cuantitativa más sofisticadas de Goldman Sachs, Deutsche Bank, Bear Stearns y demás. «La licencia de caza», la llamaban. Esa licencia de caza tenía un nombre: ISDA. Eran las mismas transacciones, ideadas por la Asociación Internacional de Permutas y Derivados (ISDA, por sus siglas en inglés), que Mike Burry aseguró antes de comprar sus primeras permutas de impago crediticio. Si consigues tu ISDA, en teoría puedes operar con las grandes firmas de Wall Street, si no

como un igual, al menos como un «adulto». El problema era que, pese a su éxito gestionando dinero, ellos todavía no tenían demasiado. Peor aún, solo tenían el suyo propio. Dentro de Wall Street se les clasificaba, a lo sumo, como «individuos de alto valor neto». Como ricos. Los ricos recibían un mejor servicio de Wall Street que las personas de clase media, pero seguían siendo ciudadanos de segunda clase en comparación con los gestores de cartera institucionales. Mejor dicho, normalmente a los ricos no se les invitaba a comprar y vender valores esotéricos, tales como permutas de impago crediticio, ni operaban en mercados de valores abiertos. Y precisamente esos valores se estaban convirtiendo, cada vez más, en el corazón de Wall Street.

A principios de 2006, Cornwall Capital había aumentado sus reservas a casi 30 millones de dólares, pero incluso esta, para los despachos de las firmas de Wall Street que vendían permutas de impago crediticio, era una suma risiblemente pequeña. «Llamamos a Goldman Sachs —decía Jamie— y de inmediato quedó claro que no les

interesaba nuestro negocio. Lehman Brothers se rió de nosotros. Había una fortaleza impenetrable que, o la escalabas, o cavabas por debajo.» «J. P. Morgan de hecho nos despidió como cliente —contaba Charlie—. Dijeron que éramos un problema.» ¡Y vaya si lo eran! Estaban en posesión de sumas de dinero pueriles, pero querían ser tratados como adultos. «Queríamos comprar opciones sobre el platino del Deutsche Bank —explicaba Charlie—, y ellos venían a decirnos: “Lo sentimos, no podemos hacer eso con ustedes”.» Wall Street te hacía pagar que gestionaras tu propio dinero en lugar de pagar a alguien de Wall Street para que lo hiciera por ti. «Nadie iba a hacernos caso —decía Jamie—. Hicimos varias llamadas, y hacían falta cien millones de dólares, como mínimo, para resultar creíbles.»

Cuando llamaron a UBS, el gran banco suizo, sabían ya lo bastante como para no contestar cuando el tipo del otro extremo de la línea les preguntó cuánto dinero tenían. «Aprendimos a esquivar la cuestión», explicaba Jamie. Como

resultado, UBS tardó un poco más que los otros en rechazarles. «Nos preguntaron: “¿Cuánto venden en corto?” —recordaba Charlie—. Y nosotros respondimos que no mucho. Así que preguntaron: “¿Con qué frecuencia operan?”. Nosotros respondimos que no demasiada. Se hizo un largo silencio. Y luego: “Déjenme que hable con mi jefe”. Y nunca volvimos a saber de ellos.»

No tuvieron mejor suerte con Morgan Stanley, Merrill Lynch y los demás. «Ellos nos decían: “Enséñennos sus materiales de marketing” —explicaba Charlie—, y nosotros les respondíamos: “Esto... no tenemos”. Nos decían: “De acuerdo, pues enséñennos sus documentos de oferta”. Pero nosotros no teníamos ningún documento de oferta porque no era el dinero de otra gente. Entonces decían: “De acuerdo, pues enséñennos solo su dinero”. Nosotros decíamos: “Esto... tampoco es que tengamos exactamente el suficiente”. Y ellos decían: “De acuerdo, pues enséñennos solo sus currículos”.» Si Charlie y Jamie hubieran tenido alguna conexión con el mundo de la gestión de cartera —pongamos por caso, un antiguo empleo

—, ello podría haber dado cierta credibilidad a su solicitud, pero no era así. «Al final siempre terminaban preguntándonos: “Entonces, ¿qué tienen ustedes?”.»

Tenían descaro. Más 30 millones de dólares con los que podían y estaban dispuestos a hacer lo que quisieran. Más un antiguo operador de derivados con cierta vena apocalíptica que sabía cómo funcionaban aquellas grandes firmas de Wall Street. «Jamie y Charlie llevaban dos años pidiendo un ISDA, pero en realidad no sabían ni cómo solicitarlo —explicaba Ben—. De hecho, ni siquiera conocían el término “ISDA”.»

Charlie nunca pudo entender del todo cómo se las arregló Ben, pero de algún modo este persuadió al Deutsche Bank, que requería de un inversor para controlar 2.000 millones de dólares que habían de tratarse como institución, de que aceptara a Cornwall Capital en su «plataforma institucional». Ben afirmaba que en realidad era solo cuestión de conocer a la gente adecuada a la que había que llamar y el lenguaje con el que había que abordar sus intereses. Antes de que se dieran

cuenta, un equipo del Deutsche Bank acordó hacer una visita a Cornwall Capital para determinar si merecían la distinción de cliente institucional del Deutsche Bank. «Ben se entiende bien con los bancos», comentaba Charlie.

El Deutsche Bank tenía un programa que denominaba CSC («Conozca a Su Cliente»), el cual, aunque no implicaba algo tan radical como conocer realmente a sus clientes, sí exigía reunirse con ellos, en persona, al menos una vez. Al enterarse de que iban a estar en el punto de mira del CSC, a Charlie y Jamie se les ocurrió, por primera vez, que verles trabajar en el estudio de Julian Schnabel, en la parte fea de Greenwich Village, podría plantear más preguntas que soluciones. «Teníamos un problema evidente», recordaba Jamie con sutileza. Del piso de arriba llegaba olor a pintura fresca; del de abajo, donde estaban los solitarios lavabos, el ruido de una fábrica de mala muerte. «Antes de que llegaran — explicaba Charlie—, recuerdo que pensé: “Si alguien tiene que ir al baño tendremos un problema”.» El propio y reducido espacio que

Cornwall Capital ocupaba dentro del espacio general tenía un encantador aspecto nada financiero: una sala oscura en la parte de atrás, con paredes de ladrillo rojo, que daba a un pequeño jardín parecido a una selva donde resultaba más fácil imaginar una escena de seducción que la compra de una permuta de impago crediticio. «Hubo un momento complicado o dos debido al hecho de que en nuestras oficinas había un sastre que trabajaba en el piso de abajo, y ellos le oyeron», contaba Jamie. Pero nadie del Deutsche Bank tuvo que ir al baño, y Cornwall Capital Management consiguió su ISDA.

Este acuerdo, en su letra pequeña, resultaba pródigo a la hora de especificar los deberes de Cornwall Capital para con el Deutsche Bank y parco a la hora de especificar los del Deutsche Bank para con Cornwall Capital. Si Cornwall Capital hacía una apuesta con el Deutsche Bank y esta terminaba «en dinero», el Deutsche Bank no tenía obligación de depositar un aval: Cornwall simplemente tendría que confiar en que el Deutsche Bank podría saldar sus deudas. Si, por

otra parte, la operación iba en contra de Cornwall Capital, a ellos sí que se les requeriría que depositaran a diario la cantidad desembolsada. Por entonces, a Charlie, Jamie y Ben no les preocupó demasiado esa disposición, ni otras similares que contenía el ISDA que obtuvieron de Bear Stearns. Estaban contentos solo con que se les permitiera comprar permutas de impago crediticio a Greg Lippmann.

¿Y ahora qué? Ellos eran jóvenes y tenían prisa—no podían creer que aquella operación existiera y no sabían cuánto más iba a durar—, pero pasaron varias semanas discutiendo entre ellos sobre el tema. El discurso comercial de Lippmann les resultaba tan ajeno como intrigante. Cornwall Capital nunca había comprado ni vendido un bono hipotecario, pero ellos podían ver perfectamente que en realidad una permuta de impago crediticio era solo una opción financiera: tú pagas una pequeña prima, y, si hay un número suficiente de prestatarios *subprime* que incumplan los pagos de sus hipotecas, te haces rico. En este caso, sin embargo, les ofrecían una entrada barata para

asistir a un drama que parecía prácticamente seguro que iba a acontecer. Elaboraron otra presentación, esta vez para sí mismos. «Observábamos la operación —explicaba Charlie — y pensábamos que era demasiado buena para ser verdad. ¿Por qué demonios iba yo a poder comprar CDS sobre triples B [permutas de impago crediticio sobre tramos triple B de bonos hipotecarios basura] a esos niveles? ¿Quién en su sano juicio dice: “¡Vaya!, creo que voy a aceptar doscientos puntos básicos por asumir ese riesgo”? Parece un precio ridículamente bajo. No tiene sentido.» Eso sucedía a principios de octubre de 2006. Unos meses antes, en junio, los precios de la vivienda habían empezado a caer por primera vez a escala nacional en Estados Unidos. Al cabo de cinco semanas, el 29 de noviembre, el índice de los bonos hipotecarios basura, el denominado ABX, presentaba su primer déficit de tipo de interés. Los prestatarios no estaban haciendo los suficientes pagos de intereses para amortizar los bonos basura de mayor riesgo. Los préstamos hipotecarios subyacentes ya se estaban echando a

perder, y, sin embargo, los precios de los bonos respaldados por dichos préstamos no se habían movido. «Esa era la parte que resultaba más extraña —decía Charlie—. Ya habían empezado a ir mal. Nosotros seguíamos preguntando: “¿Quién demonios está al otro lado de esta operación?”. Y la respuesta que nos seguía llegando era: “Son las CDO”.» Lo cual, obviamente, no hacía sino plantear una nueva pregunta: ¿quién, o qué, era una CDO?

Normalmente, cuando entraban en un nuevo mercado —porque habían hallado algún potencial accidente esperando a que ocurriera y sobre el que parecía que valía la pena apostar—, encontraban a un experto que les sirviera como guía en la selva. Pero este mercado se hallaba tan alejado de su experiencia que les costó más tiempo del habitual encontrar ayuda. «Yo tenía una vaga idea de lo que era un ABS [siglas en inglés de los valores respaldados por activos] —contaba Charlie—. Pero no tenía ni idea de lo que era una CDO.» A la larga descubrieron que en el mercado de bonos el lenguaje servía a un propósito distinto que en el

mundo exterior. La terminología del mercado de bonos se había diseñado no tanto para transmitir significado como para desconcertar a las personas ajenas a él. Los bonos con un precio excesivo no eran «caros»: eran «ricos», lo que hacía que casi sonaran como algo que uno debía comprar. Los «pisos» de los bonos hipotecarios basura no se llamaban «pisos» ni ninguna otra cosa que pudiera llevar al comprador de bonos a formarse una imagen concreta en su mente, sino «tramos». El tramo inferior —la planta baja, la más arriesgada— no se llamaba planta baja, sino «entresuelo», lo que hacía que sonara menos como una inversión peligrosa que como un asiento muy apreciado en un estadio deportivo. Una CDO integrada exclusivamente por el nivel entresuelo de hipotecas *subprime* —el de mayor riesgo— no se denominaba CDO con garantía *subprime*, sino «CDO de finanzas estructuradas». «Había mucha confusión en torno a los distintos términos —explicaba Charlie—. Al tratar de entenderlos, comprendimos que había una razón por la que carecían de sentido para nosotros. Era porque no

tenían sentido en absoluto.»

El mercado de las hipotecas basura tenía un talento especial para oscurecer lo que tenía que ser clarificado. Un bono respaldado íntegramente por hipotecas basura, por ejemplo, no se denominaba bono hipotecario basura; se denominaba ABS, o valor respaldado por activos. Cuando Charlie preguntó al Deutsche Bank exactamente qué activos respaldaban un valor respaldado por activos, le entregaron listas con abreviaturas y más siglas —RMBS, HEL, HELOC, Alt-A—, junto con categorías de crédito que ni siquiera sabía que existían (las denominadas *midprime*). Los RMBS eran valores respaldados por hipotecas residenciales. HEL significaba préstamo respaldado por capital inmobiliario. HELOC significaba línea de crédito respaldada por capital inmobiliario. Alt-A era simplemente como llamaban a los préstamos hipotecarios malos para los que ni siquiera se habían molestado en adquirir los documentos apropiados, por ejemplo, para verificar los ingresos del prestatario. «A» era la designación vinculada a los prestatarios más

solventes; Alt-A, que venía a significar «Alternativa a la categoría A», designaba una alternativa a dichos prestatarios más solventes, lo que, desde luego, suena mucho más capcioso expresado de ese modo. Por regla general, cualquier préstamo que se hubiera convertido en una sigla o abreviatura podría denominarse, más claramente, «préstamo *subprime*», pero el mercado de bonos no pretendía ser claro. El término *midprime* venía a ser un triunfo del lenguaje sobre la verdad. Alguna persona astuta del mercado de bonos había examinado en toda su extensión las hipotecas basura, tal como un promotor inmobiliario ambicioso podría haberle echado el ojo, por ejemplo, a la ciudad de Oakland, en California, y había encontrado la oportunidad de renombrar una parte del territorio. En la linde de Oakland había un barrio, que aparentaba ser una ciudad completamente independiente, llamado Rockridge; simplemente por el hecho de negarse a que se le denominara Oakland, Rockridge disfrutaba de unos valores de propiedad más elevados. Dentro del mercado de

las hipotecas basura había ahora un barrio similar conocido como *midprime*. *Midprime* era *subprime*, al mismo tiempo que, de algún modo inefable, no lo era. «Tardé un tiempo en entender que todo ese material de dentro de los bonos era exactamente lo mismo —decía Charlie—. Las firmas de Wall Street solo lograban que las agencias de calificación aceptaran diferentes nombres para él, de modo que pudieran hacer que pareciera un fondo de activos diversificado.»

Charlie, Jamie y Ben entraron en el mercado de las hipotecas basura asumiendo que querían hacer lo que habían hecho ya Mike Burry y Steve Eisman, y encontrar también los peores bonos basura para apostar contra ellos. Enseguida se pusieron al día con las puntuaciones FICO y las ratios préstamo-valor, las «segundas silenciosas» y la «locura especial» de California y Florida, y la estructura terriblemente optimista de los propios bonos: el tramo triple B menos —la planta baja del edificio— requería unas pérdidas de solo el 7 por ciento en el fondo subyacente para tener un valor igual a cero. Pero luego terminaron haciendo

algo del todo distinto —y, en última instancia, más provechoso— de lo que hacían todos los que apostaban en contra del mercado de las hipotecas basura: apostaron contra los pisos inmediatamente superiores —los tramos doble A— de las CDO.

Una vez hecho se dieron cuenta de que habían tenido dos ventajas. La primera era que habían entrado en el mercado muy tarde, justo antes de su desplome, y después de unos cuantos gestores de cartera. «Una de las razones por las que nosotros pudimos movernos tan rápido —decía Charlie— fue que accedimos a un montón de fascinantes análisis que no tuvimos que crear desde cero.» La otra ventaja era su enfoque quijotesco de los mercados financieros, ya que ellos buscaban conscientemente apuestas arriesgadas. Peinaban los mercados en busca de apuestas cuyas probabilidades reales fueran de 10:1, pero cuyo precio se correspondiera con unas probabilidades de 100:1. «Buscábamos un apalancamiento sin recurso —decía Charlie—. El apalancamiento se traduce en un aumento del efecto. Si tienes una palanca, y ejerces una pequeña presión, la

conviertes en una gran presión. Nosotros tratábamos de situarnos en una posición donde los pequeños cambios en los estados del mundo crearán cambios enormes en los valores.»

Es aquí donde entra en juego la obligación de deuda garantizada o CDO. Puede que ellos no supieran qué era una CDO, pero sus mentes estaban preparadas para ello, puesto que un pequeño cambio en el estado del mundo creaba un cambio enorme en el valor de una CDO. En su opinión, una CDO era básicamente solo un montón de bonos hipotecarios triple B. Las firmas de Wall Street habían conspirado con las agencias de calificación para representar el montón como una serie diversificada de activos, pero cualquiera con ojos en la cara podía ver que, si una hipoteca basura triple B iba mal, la mayoría de ellas irían mal, puesto que todas eran vulnerables a las mismas fuerzas económicas. Los préstamos hipotecarios basura de Florida serían objeto de impago por las mismas razones, y al mismo tiempo, que los préstamos hipotecarios basura de California. Y, sin embargo, nada menos que un 80

por ciento de las CDO integradas exclusivamente por bonos triple B tenían una calificación superior a la triple B: triple A, doble A, o A. Para aniquilar cualquier bono triple B —la planta baja del edificio— bastaba una pérdida del 7 por ciento en el fondo subyacente de préstamos de vivienda. Así pues, esa misma pérdida del 7 por ciento eliminaría por completo cualquier CDO integrada por bonos triple B, independientemente de la calificación que se les hubiera asignado. «Tardamos semanas en comprenderlo de verdad debido a lo extraño que era —explicaba Charlie—. Pero cuanto más veíamos lo que era realmente una CDO, más nos decíamos: “¡Mierda! Es una jodida chaladura. Es un fraude”. Quizá no se pueda demostrar en un tribunal. Pero es un fraude.»

Sin embargo, era también una sensacional oportunidad, ya que el mercado parecía creerse su propia mentira. Cobraba mucho menos por asegurar una porción supuestamente segura de una CDO calificada como triple A que por asegurar unos bonos claramente arriesgados calificados como triple B. ¿Por qué pagar un 2 por ciento

anual por apostar directamente contra bonos triple B cuando podían pagar un 0,5 por ciento anual por hacer en la práctica la misma apuesta contra la porción doble A de la CDO? Si pagaban cuatro veces menos por hacer lo que en la práctica era la misma apuesta contra bonos hipotecarios basura triple B, podían permitirse el lujo de multiplicar dicha apuesta por cuatro.

Hicieron varias llamadas a grandes firmas de Wall Street para ver si alguna podía disuadirles de comprar permutas de impago crediticio sobre el tramo doble A de las CDO. «Realmente parecía demasiado bueno para ser verdad —explicaba Jamie—. Y cuando parece demasiado bueno para ser verdad, intentamos averiguar por qué.» Un colega del Deutsche Bank llamado Rich Rizzo, que trabajaba para Greg Lippmann, les dio una pista. Rizzo les explicó que el acuerdo ISDA que estandarizaba las CDS sobre CDO (un acuerdo distinto del acuerdo ISDA que había estandarizado las CDS sobre bonos hipotecarios) se había creado apenas unos meses antes, en junio de 2006. Nadie había comprado aún permutas de impago

crediticio sobre la porción doble A de una CDO, lo que significaba que no era probable que hubiera un mercado líquido para ellas. Sin un mercado líquido, no tenían la seguridad de que pudieran venderlas cuando quisieran, o de que obtuvieran un precio justo.

«Otra cosa que dijo —recordaba Charlie— era que [las cosas] nunca irían tan mal como para que las CDO fueran mal.»

Cornwall Capital discrepaba. Ellos no sabían con certeza si los préstamos basura serían objeto de impago en un número suficiente para hacer que las CDO se desplomaran. Lo único que sabían era que el Deutsche Bank tampoco lo sabía, ni lo sabía tampoco nadie más. Puede que ciertamente hubiera un precio «justo» por asegurar las primeras pérdidas sobre fondos de bonos respaldados por grupos de préstamos dudosos, pero, desde luego, este no era de la mitad de un 1 por ciento.

Obviamente, si vas a apostar sobre una CDO, ayuda bastante saber qué hay exactamente dentro de una CDO, y ellos todavía no lo sabían. La mera dificultad que tenían para obtener la información

sugería que la mayoría de los inversores simplemente se saltaban esa fase de su diligencia. Cada CDO contenía porciones de un centenar de bonos hipotecarios distintos, los cuales, a su vez, albergaban miles de préstamos diferentes. Era imposible, o casi, averiguar qué porciones, o qué préstamos. Ni siquiera las agencias de calificación, que en principio ellos supusieron que serían la fuente mejor informada, tenían el menor indicio. «Llamé a Standard & Poor's y les pregunté si podían decirme qué había en una CDO —explicaba Charlie—. Y me respondieron: “¡Ah, sí!, estamos trabajando en ello”.» Moody's y Standard & Poor's estaban amontonando aquellos bonos triple B, presuponiendo que eran diversificados, y otorgándoles calificaciones, ¡sin saber siquiera qué había detrás de dichos bonos! Se habían producido cientos de transacciones con CDO —solo en los tres últimos años se habían creado tales productos por valor de 400.000 millones de dólares—, y sin embargo ninguna, por lo que ellos sabían, se había investigado correctamente. Charlie localizó una fuente fiable

para averiguar el contenido de una CDO, una empresa de datos llamada Intex; pero Intex no le devolvió sus llamadas telefónicas, y él entendió que no tenían demasiado interés en hablar con pequeños inversores. Finalmente encontró un sitio web, gestionado por Lehman Brothers y llamado LehmanLive.*

LehmanLive tampoco te decía exactamente qué había en una CDO, pero sí ofrecía una tosca imagen de sus principales características: en qué año se habían creado los bonos que había detrás, por ejemplo, y cuántos de dichos bonos estaban respaldados mayoritariamente por préstamos basura. Proyectando los datos en la pared de ladrillo rojo del estudio de Julian Schnabel, Charlie y Jamie se pusieron a buscar dos características específicas: CDO que contuvieran el mayor porcentaje de bonos respaldados íntegramente por préstamos hipotecarios basura recientes, y CDO que contuvieran el mayor porcentaje de otras CDO. He aquí otro de los hechos más curiosos de las CDO: a menudo estas se limitaban a reempaquetar tramos de otras CDO,

presumiblemente aquellos tramos que sus creadores de Wall Street habían encontrado difíciles de vender. Aún más asombrosa resultaba su falta de lógica: una CDO «A» contenía una porción de CDO «B»; una CDO «B» contenía una porción de CDO «C», y una CDO «C» contenía una porción ¡de CDO «A»! Buscar bonos malos dentro de una CDO era como pescar mierda en una letrina: la cuestión no era si cogieras alguna o no, sino lo pronto que lo dejabas correr asqueado. Los propios nombres de las CDO eran falsos y no te decían nada sobre su contenido, sus creadores o sus gestores: Carina, Piedra Preciosa, Octanos III, Glaciar Financiación... «Todos tenían nombres arbitrarios —decía Jamie—. A muchos de ellos, por alguna razón que nunca llegamos a entender, se les ponían nombres de montañas de la cordillera de los Adirondack.»

Hicieron una precipitada lista del material que esperaban que fuera el peor y llamaron a varios agentes de Bolsa. Había sido difícil para ellos zafarse de los agentes que trataban con la gente rica y ponerse en manos de los que trataban con

las grandes instituciones de inversión del mercado de valores. Ahora lo que les resultaba difícil era evitar a los agentes de alto nivel y lograr ser aceptados por la gente del mercado de bonos hipotecarios basura. «Mucha gente, cuando la llamábamos, decía: “¡Eh, tíos!, ¿por qué no compráis unas cuantas acciones?”», explicaba Charlie. Bear Stearns no podía creer que aquellos jóvenes sin dinero quisieran comprar no solo permutas de impago crediticio, sino una permuta de impago crediticio tan esotérica que no la había comprado nadie más. «Recuerdo que me reí de ellos», explicaba el vendedor de permutas de impago crediticio de Bear Stearns al que consultaron primero.

En el Deutsche Bank, les pasaron con un vendedor de bonos de veintitrés años que hasta entonces no había tenido nunca un cliente propio. «La razón por la que llegué a conocer a Ben y Charlie —explica el joven— fue que nadie más en el Deutsche Bank iba a tratar con ellos. Tenían algo así como veinticinco millones de dólares, lo que para el Deutsche Bank no era realmente

significativo. Nadie quiso coger sus llamadas. La gente se reía de su nombre; decían cosas como: “¡Ah!, son los de Cornudos Capital que llaman otra vez”.» Aun así, el Deutsche Bank demostró ser de nuevo el más dispuesto a tratar con ellos. El 16 de octubre de 2006 compraron a la mesa de contratación de Greg Lippmann 7,5 millones de dólares en permutas de impago crediticio sobre el tramo doble A de una CDO llamada, sin razón aparente, Pine Mountain. Cuatro días después, Bear Stearns les vendió otros 50 millones de dólares más. «De algún modo conocían a Ace —decía el vendedor de permutas de impago crediticio de Bear Stearns—, así que terminamos tratando con ellos.»

Charlie y Jamie siguieron llamando a todas las personas que se les ocurrió que podrían estar siquiera remotamente relacionadas con el nuevo mercado, con la esperanza de encontrar a alguien que pudiera explicarles la impresión que les daba a ellos: que simplemente estaba desquiciado. Finalmente, al cabo de un mes, encontraron, y contrataron, a su experto en el mercado: un tipo

llamado David Burt. Un indicativo de cuánto dinero estaba ganando la gente en el mercado de bonos era el hecho de que la revista *Institutional Investor* estuviera a punto de crear una lista de personas que trabajaban en él, titulada «Las 20 figuras emergentes de la renta fija». Y un indicativo de la cantidad de dinero que ganaba la gente en el mercado de las hipotecas basura era el hecho de que David Burt fuera quien hacía la lista. Burt había trabajado para un fondo de bonos de 1 billón de dólares llamado BlackRock — propiedad, en parte, de Merrill Lynch—, evaluando el crédito hipotecario basura. Su trabajo consistía en identificar para BlackRock los bonos que iban a ir mal antes de que realmente fueran mal. Ahora se había marchado con la esperanza de reunir su propio fondo para invertir en bonos hipotecarios basura, y, para llegar a fin de mes, estaba dispuesto a alquilar su experiencia por 50.000 dólares al mes a aquellos bichos raros de Cornwall Capital. Burt tenía la información más sensacional, y modelos para analizar dicha información; podía decirte, por ejemplo, qué les

pasaría a los préstamos hipotecarios, código postal por código postal, en varios posibles escenarios del precio de la vivienda. Luego podía coger esa información y decirte lo que probablemente iba a ocurrir con determinados bonos hipotecarios específicos. Él pensaba que el mejor modo de utilizar esa información era comprar lo que parecían ser los bonos hipotecarios más sólidos y al mismo tiempo vender los menos sólidos.

Aquellos astutos intrínquilis propios del concededor no interesaban demasiado a Cornwall Capital. Dedicar demasiado tiempo a tratar de escoger los mejores bonos hipotecarios basura era una estupidez si uno sospechaba que el mercado entero estaba a punto de saltar por los aires. Ellos le dieron a Burt la lista de CDO contra las que habían apostado y le preguntaron qué pensaba. «Siempre buscábamos a alguien que nos explicara por qué no sabíamos lo que estábamos haciendo —decía Jamie—. Él no fue capaz.» Lo que Burt sí pudo decirles fue que probablemente ellos eran los primeros que compraban una permuta de impago

crediticio sobre el tramo doble A de una CDO, algo que no resultaba nada tranquilizador. Partían de la base de que había muchas cosas del mercado de CDO que no entendían; habían escogido las CDO contra las que habían apostado en menos de un día, y suponían que podrían hacer una hábil jugada con ello. «Ya estábamos lanzando los dardos —explicaba Jamie—. Y nos dijimos: “Vamos a lanzar los dardos un poco mejor”.»

El análisis que les entregó Burt unas semanas más tarde les sorprendió a ellos tanto como a él mismo: habían escogido maravillosamente bien. «Nos dijo: “¡Vaya, tíos, lo habéis hecho de maravilla! Hay un montón de bonos realmente malos en esas CDO”», explicaba Charlie. Todavía no comprendían que los bonos contenidos en sus CDO eran en realidad permutas de impago crediticio sobre dichos bonos, y, por lo tanto, las suyas no eran CDO ordinarias, sino sintéticas; o que los bonos en los que se basaban las permutas habían sido cuidadosamente escogidos por Mike Burry, Steve Eisman y otros que apostaban contra el mercado. En muchos aspectos, todavía seguían

siendo inocentes.

El desafío, como siempre, era desempeñar el papel de generalista del mercado sin desempeñar también el de idiota en la mesa de póquer. En enero de 2007, en su diminuto fondo de 30 millones de dólares, poseían 110 millones en permutas de impago crediticio sobre el tramo doble A de CDO respaldadas por activos. La gente que les había vendido las permutas todavía no sabía qué hacer de ellas. «Hacían apuestas que eran múltiples del capital que tenían —explicaba el joven agente del Deutsche Bank—. Y las hacían en CDS sobre CDO, sobre las cuales probablemente unos tres o cuatro tipos en todo el banco podían decir algo inteligente.» Charlie, Jamie y Ben entendían en parte lo que habían hecho, pero en parte no. «Estábamos obsesionados con aquella operación —decía Charlie—, y agotamos nuestra red de personas con las que hablar sobre ello. Y, aun así, no podíamos averiguar del todo quién estaba al otro lado. Seguimos tratando de encontrar gente que pudiera explicarnos por qué nos equivocábamos.

Seguíamos preguntándonos si estábamos locos. Teníamos una aplastante sensación como de: «¿estaremos perdiendo el juicio?»»

Faltaban solo unas semanas para que el mercado diera un giro y empezara la crisis, pero eso ellos no lo sabían. Sospechaban que aquel teatro vacío en el que habían irrumpido se disponía a organizar el drama financiero más fantástico que habían visto nunca, pero de hecho tampoco lo sabían con certeza. Lo único que sabían es que había muchas cosas que ignoraban. Un día, hablando por teléfono, su vendedor de permutas de impago crediticio de Bear Stearns mencionó que al cabo de cinco días iba a celebrarse la gran conferencia anual *subprime* en Las Vegas. Todos los peces gordos del mercado de las hipotecas basura estarían allí, con su tarjeta de identificación, y deambulando por el hotel Venetian. Bear Stearns planeaba una excursión especial para sus clientes a una galería de tiro de Las Vegas, donde podrían aprender a disparar de todo, desde una Glock hasta un Uzi. «Mis padres eran progresistas neoyorquinos —explicaba Charlie—. De pequeño

ni siquiera me dejaron tener una pistola de juguete.» Total, que se marchó junto con Ben a Las Vegas, para disparar con Bear Stearns y para ver si podían encontrar a alguien que les explicara por qué se equivocaban al apostar en contra del mercado de las hipotecas basura.

Spiderman en el Venetian

Jugar al golf con Eisman no era como hacerlo con otra gente de Wall Street. La ronda generalmente comenzaba con una sensación de incomodidad colectiva en el primer *tee*, cuando Eisman se presentaba vestido con algo que transgredía las convenciones sociales del buen golfista de Wall Street. El 28 de enero de 2007 llegó al ostentoso Bali Hai Golf Club de Las Vegas ataviado con unos pantalones cortos de gimnasia, una camiseta y unas zapatillas deportivas. Los forasteros le miraron; Vinny y Danny se violentaron. «¡Venga, Steve! —le suplicó Danny al hombre que técnicamente era su jefe—. Aquí hay unas normas de etiqueta. Al menos debería llevar un polo.» Eisman se subió a un carrito, se dirigió a la sede

social del club y se compró una sudadera con capucha. La sudadera le tapaba la camiseta y hacía que pareciera un tipo que acababa de comprarse una sudadera para taparse la camiseta. Con la sudadera, los pantalones cortos de gimnasia y las zapatillas deportivas, Eisman se preparó para su primer golpe. Como todo *swing* del palo de Eisman, este no fue tanto un golpe concluyente como una mera sugerencia. Disgustado con el lugar donde había aterrizado la pelota, sacó otro palo de su bolsa y la hizo caer en un lugar nuevo y mejor. El *drive* de Vinny solía mantener la pelota en la calle; Danny solía enviarla al *rough*; Steve la enviaba al búnker, luego se metía en la arena, cogía la pelota y la echaba fuera, cerca de la de Vinny. Era difícil acusarle de hacer trampa, ya que no hacía el menor intento de disimular lo que hacía. Ni siquiera parecía advertir nada inusual en su pauta de juego. La enésima vez que Eisman recuperaba una pelota de alguna trampa de arena, o que fingía que su golpe no había dado con ella en el agua, actuaba con el mismo aplomo exento de cualquier disculpa que había exhibido la primera

vez. «Como su memoria es tan selectiva, sus experiencias previas no le dejan señal alguna», decía Vinny. Jugaba al golf como un niño, o como alguien que se propusiera satirizar un ritual sagrado, lo que venía a ser lo mismo. «Lo curioso —explicaba Danny— es que en realidad no es malo.»

Después de una ronda de golf, acudieron a una cena en el hotel Wynn organizada por el Deutsche Bank. Era la primera vez que Eisman asistía a una conferencia para la gente del mercado de bonos, y, como no sabía qué otra cosa hacer, se había puesto en manos de Greg Lippmann. Este había alquilado una sala privada en un restaurante, e invitó a Eisman y a sus socios a lo que ellos supusieron que en realidad era algo distinto de una cena gratis. «Aunque él tuviera una agenda honesta, siempre había algo oculto en las agendas honestas», decía Vinny. Cualquier cena que fuera idea de Lippmann debía de tener un propósito oculto; pero ¿cuál?

Resultó que Lippmann tenía un nuevo problema: en Estados Unidos el precio de la vivienda estaba

cayendo, los impagos de préstamos basura aumentaban, y, sin embargo, de algún modo los bonos hipotecarios basura se mantenían firmes, como también lo hacía el precio de asegurarlos. Ahora se encontraba con que, en la práctica, había vendido en corto 10.000 millones de dólares en bonos hipotecarios basura, y ello le costaba 100 millones de dólares al año en primas, sin que se divisara un final a aquella situación. «Era evidente que los tenía por corbata», decía Danny. Hasta entonces la gigantesca apuesta de Lippmann había estado subvencionada por inversores, como Steve Eisman, que le pagaban una cuota cada vez que compraban y vendían permutas de impago crediticio; pero los inversores como Steve Eisman se estaban desalentando. Algunos de los antiguos conversos de Lippmann sospechaban que el mercado de bonos hipotecarios basura estaba amañado por Wall Street para asegurarse de que las permutas de impago crediticio nunca se amortizaran; otros empezaban a preguntarse si era posible que los inversores del otro lado de su apuesta supieran algo que ellos no sabían; y

algunos simplemente estaban cansados de pagar primas de seguros por apostar en contra de unos bonos que nunca parecían moverse. Lippmann había organizado aquel gran juego de estira y afloja, había montado un equipo para tirar de su extremo de la cuerda, y ahora sus compañeros de equipo huían a la desbandada. Le preocupaba que también Eisman pudiera marcharse.

El salón *teppanyaki* del restaurante Okada consistía en cuatro islas, cada una de ellas con un gran *hibachi* de hierro fundido y su propio chef. En cada isla Lippmann sentó a un solo gestor de fondos de cobertura al que había persuadido para vender en corto bonos *subprime*, junto con inversores que habían adoptado una posición larga con respecto a aquellos mismos bonos. Él esperaba que la gente de los fondos de cobertura viera lo estúpidos que eran los inversores del otro lado de aquellas apuestas y dejaran de preocuparse por la posibilidad de que dichos inversores supieran algo que ellos no sabían. En eso se mostró muy perspicaz: Danny y Vinny no dejaron de preguntarse si ellos eran los tontos en

la mesa de Lippmann. «Entendíamos el mercado de los préstamos basura y sabíamos que los préstamos iban mal —explicaba Vinny—. Lo que desconocíamos completamente era la maquinaria del mercado de bonos. La razón de que fuéramos a Las Vegas era que todavía sentíamos la necesidad de aprender por dónde nos iban a joder, si es que nos iban a joder.»

Eisman ocupó su asiento entre Greg Lippmann y un tipo que se presentó como Wing Chau y que le dijo que dirigía una firma de inversión llamada Harding Advisory. Cuando Eisman le preguntó exactamente sobre qué asesoraba Harding Advisory, Wing Chau le explicó que él era un gestor de CDO. «Yo no tenía ni idea de que existiera algo así como un gestor de CDO —decía Eisman—. No sabía que ahí hubiera algo que gestionar.» Más tarde Eisman sería incapaz de recordar qué aspecto tenía Wing Chau, qué ropa llevaba, de dónde venía, o lo que comió y bebió; todo, menos la idea financiera que representaba. Pero desde su asiento al otro lado del *hibachi*, Danny Moses observaba y se preguntaba por el

hombre al que Lippmann había sentado tan cuidadosamente junto a Eisman. Era bajito, con la barriga característica de Wall Street: no el caldero del *hooligan* bebedor de cerveza, sino la discreta y necesaria bolsa de una ardilla justo antes del invierno. Se había licenciado en la Universidad de Rhode Island, había conseguido un título empresarial en el Babson College, y había pasado la mayor parte de su carrera profesional en soporíferos puestos de trabajo para compañías de seguros de vida no menos soporíferas. Pero todo eso pertenecía al pasado. Ahora era reciente y evidentemente rico. «Tenía esa sonrisa de satisfacción como diciendo: Yo sé más», comentaba Danny. Este último no conocía a Wing Chau, pero cuando se enteró de que era el comprador final de las CDO basura, supo con certeza lo que era: un pringado. «Lo cierto es que en realidad no quise hablar con él —decía Danny— porque no quise asustarlo.»

Cuando vieron que Lippmann había sentado a Eisman justo al lado del pringado, tanto Danny como Vinny tuvieron el mismo pensamiento: «¡Oh,

no! Esto no va a terminar bien». Eisman no podría contenerse. Se daría cuenta de que el tipo era un idiota y se lo haría saber; ¿y luego qué pasaría? Necesitaban idiotas; solo los idiotas aceptaban estar al otro lado de sus transacciones. Y ellos querían hacer más transacciones. «No queríamos que la gente supiera lo que estábamos haciendo — explicaba Vinny—. Nosotros éramos espías, en una misión de investigación.» Observaron cómo Eisman mojaba dos veces su *edamame* en la salsa de soja común —mojaba, chupaba, volvía a mojar y volvía a chupar—, y esperaron a que la sala entera estallara. No había nada que hacer más que sentarse cómodamente y disfrutar del espectáculo. Eisman tenía una curiosa forma de escuchar: no escuchaba directamente lo que decías, sino que más bien subcontractaba en alguna remota región de su cerebro la tarea de decidir si lo que decías valía o no la pena de ser escuchado, mientras su mente tomaba sus propios derroteros. Por consiguiente, en realidad nunca oía lo que le decías la primera vez que se lo decías. Si su subcontratista mental detectaba cierto nivel de

interés en lo que acababas de decir, emitía una señal al buque nodriza, que entonces viraba con la mayor concentración. «Repítalo de nuevo», te decía. ¡Y tú lo hacías! Dado que ahora era evidente que Eisman te escuchaba, y dado que él escuchaba tan selectivamente, te sentías adulado. «Yo seguía mirándoles —decía Danny—. Y veía a Steve decir una y otra vez: “Repítalo de nuevo. Repítalo de nuevo”.»

Posteriormente, siempre que Eisman tratara de explicar a otros los orígenes de la crisis financiera, empezaría por su cena con Wing Chau. Solo ahora apreciaba en toda su magnitud la importancia fundamental de la llamada CDO entresuelo —una CDO integrada principalmente por bonos hipotecarios basura triple B— y su equivalente sintética: la CDO compuesta íntegramente por permutas de impago crediticio sobre bonos hipotecarios basura triple B. «Tiene que entender esto —decía—. Aquello era como la máquina del juicio final.» Entonces dibujaba una imagen con varias torres de deuda. La primera torre eran los préstamos basura originales que se

habían apilado juntos. En lo alto de dicha torre estaba el tramo triple A; justo debajo de este el tramo doble A, y así sucesivamente hasta llegar al tramo triple B, el más arriesgado: los bonos contra los que había apostado Eisman. Las firmas de Wall Street habían cogido aquellos tramos triple B — los peores de los peores— para construir una nueva torre de bonos: una CDO, una obligación de deuda garantizada. La razón de que hubieran hecho tal cosa era que las agencias de calificación, cuando se les presentaba el montón de bonos respaldados por préstamos dudosos, declaraban que el 80 por ciento de dichos bonos eran triple A. Esos bonos podían venderse entonces a inversores —fondos de pensiones, compañías de seguros...— a los que solo se permitiera invertir en valores de alta calificación. Para Eisman fue una sorpresa enterarse de que aquel «barco de la perdición» estaba pilotado por Wing Chau y gente como él. El tipo controlaba alrededor de 15.000 millones de dólares, invertidos exclusivamente en CDO respaldadas por el tramo triple B de un bono hipotecario, o, en palabras de Eisman, «el

equivalente a tres niveles de mierda de perro por debajo de los bonos originales». Un año antes, el principal comprador del tramo triple A de las CDO *subprime* —esto es, de la inmensa mayoría de las CDO— había sido AIG. Ahora que AIG había salido del mercado, los principales compradores eran gestores de CDO como Wing Chau. Por sí solo, Chau generó una enorme demanda de las porciones más arriesgadas de los bonos hipotecarios basura, de las que antes no había habido prácticamente demanda alguna. Esa demanda llevó de manera inexorable a la oferta de nuevos préstamos de vivienda como materia prima para los bonos. La salsa de soja en la que Eisman mojaba dos veces su *edamame* la compartía con un hombre que había hecho posible que a decenas de miles de seres humanos reales se les prestara un dinero que nunca podrían permitirse devolver.

Resultaba que FrontPoint Partners había pasado mucho tiempo escudriñando aquellos préstamos, y sabía que las tasas de impago eran ya suficientes para borrar del mapa la cartera entera de Wing Chau. «¡Dios! —le dijo Eisman—. Debe de estar

usted pasándolo mal.»

«No —le respondió Wing Chau—. Lo he vendido todo.»

«¡Repítalo de nuevo!»

Aquello no tenía sentido. El trabajo de un gestor de CDO era seleccionar la firma de Wall Street que le suministrara bonos basura que sirvieran como aval para los inversores en CDO, y luego examinar los propios bonos. Además, el gestor de CDO se encargaba de supervisar el centenar y pico de bonos basura individuales que contenía cada CDO, y sustituir los malos, antes de que fueran mal, por otros mejores. Esto, sin embargo, era pura teoría; en la práctica, la clase de inversores que entregaron su dinero a Wing Chau, y así compraron el tramo triple A de las CDO — bancos alemanes, compañías de seguros taiwanesas, sindicatos agrarios japoneses, fondos de pensiones europeos, y, en general, entidades más o menos obligadas a invertir en bonos triple A —, lo hicieron precisamente porque se suponía que eran infalibles, inmunes a las pérdidas, y resultaba innecesario supervisarlos o siquiera

pensar demasiado en ellos. El gestor de CDO, en la práctica, no hacía demasiadas cosas, y de ahí que de repente hubiera toda clase de gente dudosa esperando convertirse en uno de ellos. «Dos tipos y un terminal Bloomberg en New Jersey» era como se describía abreviadamente en Wall Street al típico gestor de CDO. Cuanto menos alertas estuvieran mentalmente los dos tipos, y menos preguntas plantearan sobre los bonos basura triple B que estaban absorbiendo en sus CDO, más probabilidades tenían de ser clientes de las grandes firmas de Wall Street. La gracia de las CDO estaba en que servían para diluir el riesgo del mercado de las hipotecas basura que las firmas habían sido incapaces de colocar directamente. Lo último que uno quería de un gestor de CDO era que se pusiera a hacer un montón de preguntas difíciles.

El mercado de bonos había creado lo que equivalía a un agente doble, un personaje que parecía representar los intereses de los inversores cuando en realidad representaba mejor los intereses de las mesas de contratación de bonos de

Wall Street. Para asegurar a los grandes inversores que le habían dado sus miles de millones que tenía muy presentes sus intereses más profundos, el gestor de CDO conservaba la propiedad de lo que se llamaba el «valor neto», o la porción de «primera pérdida», de la CDO: la porción que desaparecía primero cuando los préstamos basura que en última instancia proporcionaban el dinero de la CDO eran objeto de impago. Pero el gestor de CDO también cobraba una comisión del 0,1 por ciento de los beneficios brutos antes de que cualquiera de sus inversores viera un solo céntimo, y otra comisión similar de los beneficios netos cuando sus inversores recibían su dinero. A primera vista eso no parece mucho, pero cuando uno controla decenas de miles de millones de dólares con poco esfuerzo y sin gastos fijos, sale a cuenta. Solo unos años antes, Wing Chau ganaba 140.000 dólares anuales gestionando una cartera para New York Life Insurance Company; en un año como gestor de CDO se había llevado a casa 26 millones de dólares, el equivalente a media docena de vidas enteras trabajando en New York

Life.

Ahora, casi vertiginosamente, Chau le explicó a Eisman que él simplemente traspasaba todo el riesgo de que los préstamos de vivienda subyacentes fueran objeto de impago a los grandes inversores que lo habían contratado para examinar los bonos. Su trabajo consistía en ser «experto» en CDO, pero en realidad no dedicaba demasiado tiempo a preocuparse por lo que había en las CDO. Su objetivo, le explicó, era maximizar los dólares que tenía a su cuidado. Y ahora lo estaba haciendo tan bien que, desde enero de 2007 hasta que el mercado se desplomó en septiembre, Harding Advisory sería el mayor gestor de CDO *subprime* del mundo. Entre sus otros logros, Harding se había establecido como el comprador de referencia para la imponente maquinaria de CDO de Merrill Lynch, notoria no solo por su ritmo de producción (Merrill creaba el doble de productos que la siguiente firma de Wall Street), sino también por sus residuos industriales (posteriormente se demostraría que sus CDO podían considerarse fácilmente los peores). «Él

“gestionaba” las CDO —explicaba Eisman—, pero ¿qué gestionaba? Me horrorizaba que el mercado de las finanzas estructuradas pudiera estar tan desquiciado como para permitir a alguien manejar una cartera de CDO sin exponerse en absoluto a las CDO. La gente pagaba por tener a alguien “gestionando” sus CDO, como si aquel imbécil te ayudara. Yo pensaba: “Tú, gilipollas, te pasas por el forro a los inversores en este asunto”.» El verdadero trabajo de Chau era servir como una nueva especie de testaferrero de las firmas de Wall Street a las que «contrataba»: los inversores se sentían mejor comprando una CDO de Merrill Lynch si no parecía que estuviera gestionada por Merrill Lynch.

Había una razón por la que Greg Lippmann había escogido a Wing Chau para que se sentara junto a Steve Eisman. Si Wing Chau detectaba la desaprobación de Eisman, él no lo demostraría; lejos de ello, le habló a Eisman en un tono condescendiente: «Yo sé más». «Entonces va y dice algo que me dejó alucinado —explicaba Eisman—. Va y dice: “Me gustan los tipos como

usted que venden en corto en mi mercado. Sin usted no tendría nada que comprar”.)»

«¡Repítalo de nuevo!»

«Me dice: “Cuanto más se entusiasme por estar haciéndolo bien, más operaciones hará, y cuantas más operaciones haga, más producto para mí”.)»

Fue entonces cuando Steve Eisman entendió finalmente la demencia de aquella maquinaria. Él, Vinny y Danny habían estado haciendo apuestas colaterales con Goldman Sachs y el Deutsche Bank sobre el destino del tramo triple B de los bonos respaldados por hipotecas basura sin comprender del todo por qué aquellas firmas estaban tan ansiosas por aceptarlos. Ahora estaba cara a cara frente al ser humano de carne y hueso que había al otro lado de sus permutas de impago crediticio. Y ahora lo entendió: las permutas de impago crediticio, filtradas a través de las CDO, se utilizaban para reproducir bonos respaldados por préstamos de vivienda reales. No había suficientes estadounidenses poco solventes recibiendo préstamos como para satisfacer el ansia de los inversores por el producto final. Wall Street

necesitaba sus apuestas para sintetizar un número mayor. «No se contentaban con conseguir montones de prestatarios no calificados que tomaran dinero prestado para comprar una casa que no podían permitirse —explicaba Eisman—. Ellos se los inventaban. ¡Cien veces! De ahí que las pérdidas en el sistema financiero sean tan superiores a los préstamos basura. Fue entonces cuando comprendí que ellos nos necesitaban para mantener la maquinaria en marcha. Y me preguntaba: “Pero ¿eso está permitido?”.»

Wing Chau no sabía que había sido elegido cuidadosamente por Greg Lippmann para persuadir a Steve Eisman de que la gente que estaba al otro lado de sus permutas de impago crediticio eran o ladrones o idiotas, pero de todos modos desempeñó su papel. Entre trago y trago de sake le dijo a Eisman que él preferiría tener 50.000 millones de dólares en CDO malas que no tener ninguna en absoluto, ya que cobraba principalmente por volumen. También le dijo que su mayor temor era que la economía estadounidense se fortaleciera y disuadiera a los

fondos de cobertura de hacer apuestas mayores en contra del mercado de las hipotecas basura. Eisman escuchaba y trataba de entender cómo un inversor del extremo opuesto de sus apuestas podía estar esperando más o menos lo mismo que él, y cómo una compañía de seguros o fondo de pensiones podía entregar su capital a Wing Chau. Solo había una respuesta: las calificaciones triple A daban a todo el mundo una excusa para ignorar los riesgos que estaban corriendo.

Danny y Vinny les observaban atentamente a través de los vapores del *hibachi*. Por lo que ellos podían ver, Eisman y Wing Chau se entendían a las mil maravillas. Pero cuando terminó la comida, vieron a Eisman agarrar a Greg Lippmann, señalar hacia Wing Chau, y decirle: «Sea lo que sea lo que compre este tipo, quiero venderlo en corto». Lippmann se lo tomó a broma, pero Eisman hablaba en serio: quería hacer una apuesta específicamente contra Wing Chau. «Greg —le dijo Eisman—, quiero vender su papel en corto. Sin verlo.» Hasta entonces Eisman había comprado solo permutas de impago crediticio

sobre bonos hipotecarios basura; en adelante compraría específicamente permutas de impago crediticio sobre las CDO de Wing Chau. «Finalmente se había encontrado con el enemigo, cara a cara», explicaba Vinny.

En lo que equivalía a un breve intento de vivir la vida de otra persona, Charlie Ledley eligió de la pared una pistola Beretta, una escopeta de cañones recortados y un subfusil Uzi. No mucho antes de salir por la puerta rumbo a Las Vegas, había tecleado a toda prisa un correo electrónico a su compañero Ben Hockett, con quien planeaba encontrarse allí, y a Jamie Mai, con quien no. «Tíos, ¿creéis que estamos jodidos por no habernos preinscrito?», les preguntaba. No era la primera vez que Cornwall Capital se enteraba de algún gran acontecimiento en los mercados al que no habían sido formalmente invitados y más o menos se invitaban ellos mismos, ni tampoco sería la última. «Si solo te presentas en esos eventos —decía Jamie—, casi siempre te dejan entrar.» Las

únicas personas a las que Charlie conocía en Las Vegas eran unos cuantos miembros de la maquinaria de las hipotecas basura en Bear Stearns, y en realidad nunca se había reunido con ellos en persona. Sin embargo, le habían enviado un correo electrónico en el que le pedían que, después de aterrizar en Las Vegas, se reuniera con ellos no en la conferencia, sino en aquella galería de tiro cubierta, situada a unos kilómetros del Strip. «El domingo iremos a disparar...», empezaba. Charlie se quedó tan desconcertado que les llamó para preguntarles a qué se referían. «Les dije: “¿Entonces vais a disparar... armas?”»

Aquel domingo 28 de enero por la tarde, en la galería The Gun Store de Las Vegas, no resultaba difícil descubrir a los vendedores de CDO de Bear Stearns. Iban vestidos con pantalones militares y polos, y estaban rodeados de hombres corpulentos con camisetas negras ajustadas que tenían pinta de haberse tomado un día de descanso de su trabajo cazando inmigrantes ilegales con la milicia local. Detrás de la caja, se alineaba en la pared la colección más sensacional de pistolas,

escopetas y armas automáticas. A la derecha estaban las dianas: una fotografía de Osama bin Laden, un dibujo de Osama bin Laden como zombi, varios terroristas encapuchados de al-Qaeda, un joven negro atacando a una hermosa mujer blanca, y un matón asiático esgrimiendo una pistola. «Sacaron la tarjeta de crédito de Bear Stearns y empezaron a comprar cajas de municiones — explicaba Charlie—. Así que empecé a elegir mis armas.» Fue el Uzi el que más le impresionó; eso, y la gigantesca fotografía de Saddam Husein que eligió de la pared de las dianas. La escopeta tenía retroceso y te magullaba el hombro, pero el Uzi, pese a resultar mucho más mortífero, era casi suave: existía una emocionante desconexión entre el dolor que experimentabas y el daño que causabas. «La Beretta era divertida, pero el Uzi resultaba absolutamente imponente», decía Charlie, que salió de The Gun Store con la persistente sensación de haber quebrantado alguna ley de la naturaleza, y, a la vez, con una pregunta sin respuesta: ¿por qué le habían invitado? Los tipos de Bear Stearns habían estado fantásticos,

pero nadie había pronunciado una sola palabra sobre hipotecas basura o CDO. «Aquello era muy extraño, puesto que yo nunca me había encontrado con aquellos tipos antes y era el único cliente de Bear Stearns que estaba allí —recordaba Charlie—. Estaban pagando aquellas municiones, y yo les dije: “Tíos, puedo comprar unas cuantas cajas si queréis”; pero ellos insistieron en tratarme como un cliente.» Obviamente, la manera más segura de hacer que una firma de Wall Street te pagara un día jugando a *La chaqueta metálica* era invitar a algún cliente contigo. Y, desde luego, el cliente más fácil de invitar era uno cuyo negocio fuera tan trivial que su opinión sobre los actos organizados en realidad no importara. Que esas ideas no se le ocurrieran a Charlie decía algo sobre él: que no era ni de lejos tan cínico como tenía que ser. Pero eso pronto cambiaría.

A la mañana siguiente, Charlie y Ben recorrieron los pasillos del Venetian. «Todos los que trataban de vender algo llevaban corbata —decía Ben—. En cambio, los que estaban allí para comprar no. Era difícil encontrar a alguien con

quien quisiera hablar. Nosotros éramos una especie de intrusos deambulando de un lado a otro.» Conocían solo a una persona en todo el lugar: David Burt, el antiguo tipo de BlackRock al que ahora pagaban 50.000 dólares al mes por evaluar las CDO contra las que apostaban; pero no creyeron que eso importara, puesto que su plan era ir a las sesiones abiertas, los grandes discursos y los debates en grupo. «No estaba del todo claro por qué estábamos allí —explicaba Ben—. Tratábamos de conocer gente. Charlie se acercaba a quienquiera que estuviera en el estrado después de los discursos. Intentábamos encontrar gente que pudiera decirnos por qué nos equivocábamos.» Estaban buscando alguna imagen especular convincente de ellos mismos. Alguien que pudiera decirles por qué lo que el mercado consideraba imposible era, en el mejor de los casos, improbable.

El reto de Charlie era obligar a argumentar a incautos concededores del mercado antes de que a ellos se les ocurriera preguntarle quién era o a qué se dedicaba. «La reacción constante siempre que

conocíamos a alguien era: “¡Esperad!, ¿de dónde venís?”. Simplemente se quedaban desconcertados —decía Charlie—. La gente te preguntaba: “¿Por qué estáis aquí?”.»

Un tipo de una agencia de calificación al que Charlie sondeó sobre la tesis de inversión de Cornwall lo miró de una manera extraña y le preguntó: «Tíos, ¿estáis seguros de que sabéis lo que hacéis?». Los concedores del mercado no estaban de acuerdo con ellos, pero tampoco les ofrecían contraargumentos convincentes. Su principal argumento en defensa de las CDO basura era que «el comprador de CDO nunca se marchará». Su principal argumento en defensa de los préstamos subyacentes era que, en su corta historia, nunca habían sido objeto de impago en cantidades significativas. En las mesas de la ruleta, unas pantallas mostraban la lista de los resultados de las últimas veinte jugadas. Los jugadores veían que en las últimas ocho había salido negro, se maravillaban ante la improbabilidad de aquello, y tenían la corazonada de que ahora la diminuta bola de plata tenía más

probabilidades de caer en el rojo. Esa era la razón de que el casino se molestara en poner una lista de las últimas jugadas de la rueda: ayudar a los jugadores a engañarse a sí mismos; dar a la gente la falsa confianza que necesitaba para poner sus fichas en la mesa de la ruleta. Toda la cadena de intermediarios del mercado de las hipotecas basura se engañaba con el mismo truco, utilizando un escorzo del pasado sin significado estadístico para predecir el futuro.

«Normalmente, cuando haces una operación puedes encontrar a algunas personas inteligentes al otro lado de ella —decía Ben—. Pero en este caso no pudimos.»

«Nadie con quien hablamos tenía ninguna razón creíble para pensar que aquello no fuera a convertirse en un gran problema —decía Charlie—. En realidad nadie pensaba en ello.»

Uno de los tipos de las CDO de Bear Stearns, después de que Charlie le preguntara qué creía probable que pasara con aquellas CDO a siete años vista, le dijo: «¿Siete años? No me preocupa lo que va a pasar dentro de siete años. Solo

necesito que dure otros dos».

Tres meses antes, cuando Cornwall compró sus primeros 100 millones de dólares en permutas de impago crediticio sobre los tramos doble A de CDO basura, creían que estaban haciendo una apuesta barata sobre un acontecimiento improbable: 500.000 dólares anuales en primas por la posibilidad de ganar 100.000.000. El mercado, y las agencias de calificación, habían establecido en la práctica las probabilidades de impago en 1 entre 200. Ellos pensaban que las probabilidades eran mayores que eso; por ejemplo, de 1 entre 10. De todos modos seguía siendo una apuesta arriesgada, como la mayoría de las que hacían. Quizá una apuesta inteligente, pero una apuesta arriesgada al fin. Cuanto más escuchaban a la gente que controlaba el mercado *subprime*, más les parecía que el desplome de los bonos doble A no era una apuesta arriesgada en absoluto, sino más bien algo probable. Una idea cruzó la mente de Ben: aquella gente creía que el desplome del mercado de las hipotecas basura era improbable precisamente porque suponría una

catástrofe. Algo tan terrible no podía suceder en realidad.

La primera mañana de la conferencia, siguieron a una multitud de miles de personas que salieron del casino y se metieron en el enorme salón de baile principal para asistir a la ceremonia de apertura. Se suponía que iba a ser una mesa redonda, pero era evidente que los integrantes de la mesa tenían poco interés en hablar unos con otros y, en cambio, estaban más interesados en hacer discursos medidos y preparados de antemano. Durante los tres días siguientes asistirían a una decena de eventos similares, todos aburridos. Pero esta sesión fue diferente, ya que su moderador parecía estar bebido, o, cuando menos, alterado. Su nombre era John Devaney, y gestionaba un fondo de cobertura que invertía dinero en bonos hipotecarios basura, United Capital Markets. Hacía una década que Devaney patrocinaba aquella conferencia, denominada Foro de Titularización Estadounidense (ASF por sus siglas en inglés), en parte porque sonaba más solemne que Asociación de Préstamos Subprime.

En la medida en que el mercado de bonos hipotecarios basura podía tener líderes morales, John Devaney era uno de ellos. Y era también una persona muy entusiasta a la hora de hacer ostentación de su propia riqueza. Tenía un Renoir, un avión privado, un helicóptero, y, desde luego, un yate. Ese año había pagado una suma enorme para aparecer en el show de Jay Leno llegando en avión a fin de dar espectáculo.

Ahora, con el aspecto de alguien que acabara de llegar de una noche de juerga sin hacer una pausa para dar siquiera una cabezada, John Devaney pronunció lo que era claramente una improvisada diatriba sobre el estado del mercado *subprime*. «Fue increíble —decía Charlie—. ¡Menuda verborrea! No paraba de machacar acerca de que las agencias de calificación eran unas putas, de que los títulos carecían de valor, de que todos ellos lo sabían. Dijo en voz alta lo que nosotros solo sospechábamos. Era como si hablara de asuntos que no debía. Cuando terminó se produjo un completo silencio. Nadie intentó contradecirle. Simplemente pasaron a hablar de otras cosas. Era

como si todo el mundo fingiera que no había dicho aquello.»* Por una parte, resultaba estimulante oír decir a un conocedor del mercado lo que él consideraba que era la verdad; por otra, si el mercado se hacía consciente de sí mismo, su locura no duraría mucho. Charlie, Jamie y Ben habían supuesto que todavía tenían tiempo de meditar las cosas antes de salir a comprar aún más permutas de impago crediticio sobre el tramo doble A de CDO basura. «Aquel discurso nos asustó —explicaba Ben—. Parecía que, en lugar de tener seis meses para hacer nuestra operación, teníamos solo una semana.»

El problema, como siempre, era encontrar firmas de Wall Street dispuestas a tratar con ellos. Su única fuente de suministro, Bear Stearns, de repente parecía más interesada en disparar que en negociar con ellos. Y todas las demás firmas les tomaban a broma: Cornudos Capital. Pero aquí, en Las Vegas, les sonrió la suerte. Para su sorpresa, se encontraron con que el consultor al que tenían contratado para analizar CDO para ellos, David Burt, disfrutaba de un gran prestigio en el sector.

«En Las Vegas, David Burt era como Dios — explicaba Charlie—. Así que empezamos a seguirle a todas partes: “¡Eh! A ese tipo con el que está usted hablando le pagamos nosotros. ¿Podemos hablar también con usted?”.» Aquel Dios alquilado presentó a Charlie a una mujer de Morgan Stanley llamada Stacey Strauss. Su trabajo era encontrar inversores que quisieran comprar permutas de impago crediticio lo más rápido posible. Charlie nunca descubrió por qué estaba tan absolutamente dispuesta a saltarse las normas habituales de Morgan Stanley para hacer negocios con Cornwall. Charlie también abordó a un hombre que analizaba el mercado de bonos hipotecarios basura para el Wachovia Bank, que casualmente había participado en la mesa moderada por el chocante John Devaney. Durante la mesa redonda de apertura, él, como todos los demás, había fingido que no había oído a John Devaney. Cuando este último hubo terminado, el tipo del Wachovia dio su pequeño discurso sobre la fundamental solidez del mercado de bonos hipotecarios basura. Tras abandonar el estrado,

Charlie le interceptó y le preguntó si por casualidad el Wachovia no quería predicar con el ejemplo y venderle algunas permutas de impago crediticio.

A la mañana siguiente de su cena con Wing Chau, Eisman tuvo el primer atisbo de cómo era realmente el mercado de bonos, y un montón de frescos barrocos, tan sensacionales como falsos, en el techo. El hotel Venetian —un *palazzo ducale* por fuera, y la *Divina Comedia* por dentro— estaba invadido por miles de blancos vestidos con atuendos informales que ahora se ganaban la vida, de una forma u otra, con las hipotecas basura. Como todo en Las Vegas, el Venetian era un tintineo de efectos aparentemente arbitrarios diseñados para aumentar y explotar la irracionalidad: los días que parecían noches y las noches que parecían días; las tragaperras y los cajeros automáticos que escupían billetes de cien dólares; las magníficas habitaciones de hotel que costaban tan poco y hacían que te sintieras tan

grande... El objetivo de todo aquello era alterar la percepción de tus posibilidades y de tu dinero, y todo ello deprimía a Eisman, al que ni siquiera le gustaba jugar. «No sabría cómo calcular las probabilidades si mi vida dependiera de ello», decía. Al final de cada jornada, Vinny se iba a jugar al póquer de apuestas bajas, Danny se unía a Lippmann y a los otros tipos del mercado de bonos en las mesas de dados, y Eisman se iba a la cama. El hecho de que los dados fueran el juego preferido de los operadores de bonos resultaba, sin embargo, interesante. Los dados ofrecían al jugador una ilusión de control —al fin y al cabo, era él quien tiraba los dados— y una aparente complejidad que enmascaraba su profunda estupidez. «Por alguna razón, cuando esas personas juegan a esto realmente creen que tienen el poder de hacer trabajar a los dados», comentaba Vinny.

Miles y miles de profesionales financieros serios, la mayoría de los cuales solo unos años antes estaban haciendo algo distinto con sus vidas, jugaban ahora a los dados con el dinero que habían

ganado con los bonos hipotecarios basura. El sector de las hipotecas basura que antaño Eisman conociera mejor que nadie en el planeta había sido solo un insignificante rincón de los mercados de capitales. Pero de algún modo, en solo unos años se había convertido en el más potente motor de beneficios y empleo de Wall Street; y eso no tenía ningún sentido económico. «Era como observar a una máquina inconsciente que no pudiera detenerse», decía. Se sentía como si se hubiera trasladado a una nueva casa, hubiera abierto la puerta de lo que suponía que era un pequeño armario y hubiese descubierto un ala completamente nueva. «Yo había ido a conferencias sobre renta variable —comentaba Eisman—. Pero esta era totalmente distinta. En una conferencia sobre renta variable tienes suerte si reúnes a quinientas personas. Aquí había siete mil. El simple hecho de que nadie del mundo de la renta variable estuviera allí te indicaba que nadie lo había entendido. Nosotros no conocíamos a nadie. Todavía suponíamos que éramos los únicos que habíamos adoptado una posición corta.»

Eisman no tenía interés en escuchar los discursos de otras personas; no tenía interés en asistir a la mesa redonda y oír comentarios superficiales. Quería sesiones privadas con conocedores del mercado. Lippmann le había presentado a la gente del Deutsche Bank que vendía CDO a los inversores, y aquellos serviciales empleados del Deutsche Bank habían organizado reuniones de Eisman y sus socios con los intermediarios financieros del mercado de bonos: los prestadores hipotecarios, los bancos que empaquetaban los préstamos hipotecarios en bonos hipotecarios, los banqueros que reempaquetaban los bonos en CDO, y las agencias de calificación que bendecían cada etapa del proceso. Las únicas partes interesadas que faltaban en la conferencia eran los prestatarios últimos, los compradores de viviendas estadounidenses; pero en cierto sentido hasta ellos estaban presentes, sirviendo las bebidas, haciendo girar las ruletas y tirando los dados. «Las Vegas estaba en auge —decía Danny—. Y los propietarios de viviendas estaban en las jodidas

mesas.» Un amigo de Danny regresó de una noche de juerga con la noticia de que había conocido a una *stripper* con cinco segundas hipotecas distintas.*

Al vendedor de CDO del Deutsche Bank —un tipo llamado Ryan Stark— le habían asignado la tarea de vigilar a Eisman y evitar que causara problemas. «Empecé a recibir correos electrónicos suyos antes de la conferencia —explicaba Danny—. Estaba inquieto por nosotros. Decía: “Solo quiero clarificar el objetivo de las reuniones”, y “Solo dejar claro por qué nos reunimos...”. Quería asegurarse de que sabíamos que íbamos allí para comprar los bonos.» El Deutsche Bank incluso había enviado los folletos oficiales destinados a los compradores *subprime* como una especie de guión para que lo siguieran. «El objetivo de la conferencia era convencer a la gente de que seguía siendo interesante crear y comprar aquella mierda —decía Danny—. Era inaudito que un inversor en renta variable que tratara de vender en corto los bonos viniera a escudriñar la zona en busca de información. La

única forma de que consiguiéramos aquellas reuniones cara a cara fue diciendo que nosotros no vendíamos en corto. El Deutsche Bank nos escoltó para asegurarse de que no reventábamos sus relaciones. Pusieron a un vendedor en la reunión solo para controlarnos.»

Obviamente, no tenía ningún sentido tratar de controlar a Eisman. Él se veía como una especie de cruzado, un paladín de los desvalidos, un enemigo de la autoridad siniestra. Se veía a sí mismo, por así decirlo, como Spiderman. Era perfectamente consciente de lo absurdo que sonaba cuando, por ejemplo, su esposa le decía a la gente: «Mi marido piensa que él y Spiderman viven la misma vida». No es que Eisman fuera por ahí hablándoles a los extraños sobre el desconcertante número de paralelismos que había entre él y Peter Parker —cuándo habían ido a la universidad, lo que habían estudiado, cuándo se habían casado, etcétera—, o acerca de que, cuando estaba en la facultad de derecho, había conseguido el último cómic de Spiderman casi esperando descubrir en él el siguiente giro que daría su vida. Pero Eisman

era rápido a la hora de descubrir narrativas, explicaba el mundo a través de historias, y aquella era una de las historias que utilizaba para explicarse a sí mismo.

El primer signo de que Spiderman no tenía ningún interés en las oscuras transacciones del Deutsche Bank se produjo en un discurso pronunciado aquella mañana por el presidente de Option One, una entidad emisora de hipotecas propiedad de H&R Block. Option One había aparecido en el radar de Eisman siete meses antes, en junio de 2006, cuando la empresa anunció sorprendentes pérdidas en su cartera de préstamos hipotecarios basura. Las pérdidas eran sorprendentes porque Option One se dedicaba a hacer préstamos y venderlos a Wall Street, es decir, que se suponía que no asumía riesgos. En aquellas transacciones, sin embargo, había una disposición que permitía a Wall Street devolver los préstamos a Option One si los prestatarios no hacían su primer pago. «¿Quién pide un préstamo de vivienda y no hace siquiera el primer pago?», se preguntó Danny Moses, planteando el asunto de

una manera. «¿Quién cojones presta dinero a gente que no puede hacer siquiera el primer pago?», se preguntó Eisman, planteándolo de otra.

Cuando el presidente de Option One llegó a la parte de su discurso que hablaba de la cartera de préstamos basura de Option One, afirmó que la empresa había dejado atrás sus problemas y ahora esperaba una (modesta) tasa de pérdidas sobre sus préstamos del 5 por ciento. Eisman levantó la mano. Moses y Daniel se hundieron en sus sillas. «Todavía no estábamos en el turno de preguntas — explicaba Moses—. El tipo estaba pronunciando su discurso. Así que ve la mano de Steve y pregunta: “¿Sí?”.»

«¿Diría que el 5 por ciento es una probabilidad o una posibilidad?», le preguntó Eisman.

El presidente le respondió que una probabilidad, y se dispuso a continuar su discurso.

Pero Eisman tenía la mano alzada de nuevo, agitándola de un lado a otro. «¡Oh, no!», pensó Moses, y se hundió todavía más en su silla. «Lo que Steve dice siempre es que tienes que asumir que te mienten — explicaba Daniel—. Que siempre

te mentirán.» Tanto Danny como Vinny sabían lo que Eisman pensaba de aquellos prestatarios *subprime*, pero no veían la necesidad de que lo expresara allí, de aquella manera. Porque Steve no estaba levantando la mano para hacer una pregunta. Tenía el pulgar y el índice formando un gran círculo: estaba utilizando sus dedos para que hablaran en su nombre. «¡Cero!», se dijeron.

«¿Sí? —preguntó el presidente, obviamente irritado—. ¿Se trata de otra pregunta?»

«No —respondió Eisman—. Se trata de un cero. Hay una probabilidad igual a cero de que su tasa de impago sea del 5 por ciento.» Las pérdidas por préstamos basura serían mucho, mucho mayores. Antes de que el tipo pudiera contestar, sonó el teléfono móvil de Eisman. En lugar de apagarlo, Eisman lo sacó del bolsillo y descolgó. «Perdóneme —dijo levantándose—. Pero tengo que contestar a esta llamada.» Y diciendo esto, abandonó la sala de conferencias. Quien llamaba era su esposa.

«No era nada importante en absoluto —explica ella con un suspiro—. Era por charlar.»

Después de eso, algo debió de pasarle a Eisman, ya que dejó de buscar pelea y empezó a buscar un mayor entendimiento. Recorrió el casino de Las Vegas incrédulo ante el espectáculo que tenía delante: siete mil personas, todas las cuales parecían estar encantadas con el mundo tal como se lo encontraban. Una sociedad con profundos y preocupantes problemas económicos se las había ingeniado para disfrazar dichos problemas, y los principales beneficiarios del engaño eran sus intermediarios financieros. ¿Cómo podía ser? Eisman se preguntó, aunque muy brevemente, si había algo que se le escapaba. «Él seguía preguntándose: “¿Qué diablos está ocurriendo aquí? ¿Quién cojones es toda esa gente?”», explicaba Danny Moses. La respuesta breve a la segunda pregunta era: los optimistas. El mercado de las hipotecas basura en su encarnación actual no había hecho sino crecer. Las personas que se consideraba que habían tenido éxito en él eran los que siempre habían dicho «¡Compra!». Ahora todos ellos tendrían que estar diciendo en realidad «¡Vende!», pero no sabían cómo hacerlo. «Tú

siempre sabías que los tipos de renta fija creían saber más que tú —decía Eisman—, y en general era verdad. Yo no era un tipo de renta fija, pero aquí había adoptado esa posición, que era una apuesta en contra de todo su sector, y quería saber si ellos sabían algo que yo no sabía. ¿De verdad podía ser tan obvio? ¿De verdad podía ser tan sencillo?» Intervino en reuniones privadas con prestadores, banqueros y agencias de calificación, sondeando en busca de una inteligencia que él todavía no hubiera detectado. «Estaba en modo de aprendizaje —decía Vinny—. Cuando se siente fascinado por un tema, su curiosidad se vuelve mucho más importante que su espíritu de confrontación. Él diría que fueron los años de terapia los que le permitieron comportarse, pero lo cierto es que era la primera vez que unía todos los puntos.»

Una gran parte de Steve Eisman quería creer lo peor, y en torno a 2007 eso le dio una enorme ventaja táctica en los mercados financieros estadounidenses. Pero había todavía una parte de él que resultaba tan crédula como el niño que le

había prestado su bici nueva a un completo extraño. Seguía siendo capaz de sentirse conmocionado. Su experiencia con Household Finance le había desengañado de cualquier esperanza de que el gobierno intercediera para impedir que las empresas ricas hicieran cosas malas a la gente pobre. En el mercado libre, sin embargo, podía haber alguna autoridad capaz de frenar sus excesos. Y en teoría, las agencias de calificación eran precisamente dicha autoridad. En la medida en que los valores se fueron haciendo más complejos, las agencias de calificación se fueron haciendo más necesarias. Todo el mundo podía evaluar un bono del Tesoro estadounidense; pero casi nadie podía entender una CDO respaldada por hipotecas basura. Había un papel natural para un árbitro independiente que juzgara aquellos opacos montones de préstamos arriesgados. «En Las Vegas me resultó evidente que este enorme sector solo confiaba en las calificaciones —decía Eisman—. Todo el mundo creía en las calificaciones, de modo que no tenían que pensar en ello.»

Eisman había trabajado en Wall Street durante casi dos décadas, pero, como la mayoría de la gente de la Bolsa, nunca antes se había sentado con nadie de Moody's o de Standard & Poor's. A menos que trataran con compañías de seguros, que perdían la capacidad de vender su producto en el momento en que se pusiera en duda la capacidad de cumplir con sus obligaciones, la gente de la Bolsa no prestaba demasiada atención a las agencias de calificación. Ahora Eisman tenía sus primeros cambios de impresiones con ellas, y lo que le llamó la atención de inmediato —y también llamó la atención de Danny y Vinny— fue el calibre de sus empleados. «Ya sabes que cuando vas a una oficina de correos te das cuenta de la diferencia que hay entre un funcionario público y el resto de la gente —explicaba Vinny—. La gente de las agencias de calificación eran todos como funcionarios públicos.» Colectivamente tenían más poder que cualquiera en los mercados de bonos, pero individualmente no eran nadie. «Están mal pagados —decía Eisman—. Los más inteligentes se van a firmas de Wall Street, donde pueden

ayudar a manipular a las empresas para las que antes trabajaban. No debería haber nada mejor que uno pudiera hacer como analista que ser analista de Moody's. Debería ser: "Ya no puedo ascender más como analista". En cambio, ¡es lo más bajo! A nadie le importa una mierda que a Goldman le guste el papel de General Electric. Pero si Moody's rebaja el papel de GE, se arma la gorda. Entonces, ¿por qué el tipo de Moody's quiere trabajar en Goldman Sachs? Es el tipo que es analista bancario en Goldman Sachs el que debería querer irse a Moody's. Esa debería ser la élite.»

El sector entero se había puesto a flote a hombros de las agencias de calificación, pero la gente que trabajaba en dichas agencias apenas pertenecía al sector. Cuando deambulaban por los pasillos se les podía confundir con banqueros comerciales de bajo nivel de Wells Fargo, o con lacayos de entidades prestatarias de hipotecas como Option One: oficinistas de nueve a cinco. Iban vestidos con traje en las Vegas, lo cual ya te decía la mitad de lo que necesitabas saber de ellos; la otra mitad la deducías del precio de

dichos trajes. Casi todos los demás vestían de manera informal, y los pocos tipos que eran realmente importantes llevaban trajes italianos de tres mil dólares. (Uno de los misterios del macho de Wall Street era que este ignoraba los aspectos más sutiles de la alta costura, pero en cambio era capaz de saber en un instante cuánto había costado el traje de otro macho de Wall Street.) Los tipos de las agencias de calificación llevaban trajes azules de J. C. Penney, con corbatas que combinaban demasiado bien y camisas que estaban almidonadas lo justo para resultar un poco demasiado rígidas. Ellos no eran jugadores, y tampoco conocían a la gente que sí lo era. Les pagaban por calificar los bonos de Lehman, Bear Stearns y Goldman Sachs, pero no sabían decirte los nombres, o ningún otro dato relevante, de los tipos de Lehman, Bear Stearns y Goldman Sachs que estaban ganando una fortuna explotando las lagunas de los modelos de las agencias de calificación. Parecían saber lo suficiente como para justificar sus puestos de trabajo, y nada más. Parecían tímidos, miedosos y reacios al riesgo.

Como decía Danny, «nunca los verías en la mesa de dados».

Fue en Las Vegas donde Eisman comprendió que «todo aquello que a mí me preocupaba, a las agencias de calificación les traía sin cuidado. Recuerdo estar allí sentado pensando: “¡Joder, esto es realmente patético!”. Uno sabe cuándo está con alguien intelectualmente poderoso: simplemente lo sabe. Cuando te sientas con Richard Posner [el jurista], sabes que es Richard Posner. Cuando te sientas con las agencias de calificación, sabes que son agencias de calificación». A juzgar por su comportamiento, lo único que les preocupaba a todas las agencias de calificación era maximizar el número de transacciones que evaluaban para los bancos de inversión de Wall Street, y los honorarios que cobraban por ello. Moody's, antaño una sociedad privada, había salido a Bolsa en 2000. Desde entonces sus ingresos habían ido en auge, pasando de 800 millones de dólares en 2001 a 2.030 millones en 2006. Un enorme porcentaje de ese incremento —seguramente más de la mitad, aunque

se negaron a decirle a Eisman exactamente cuánto más de la mitad— se derivó de ese arcano extremo del sector de las finanzas nacionales conocido como finanzas estructuradas. La manera más segura de atraerse el negocio de las finanzas estructuradas era aceptar los presupuestos del sector de las finanzas estructuradas. «Planteamos a todo el mundo las mismas dos preguntas — explicaba Vinny—.Cuál es su supuesto previo sobre los precios de la vivienda, y cuál es su supuesto previo sobre las pérdidas de préstamos.» Ambas agencias de calificación les respondieron que esperaban que los precios de la vivienda subieran y que las pérdidas de préstamos se movieran en torno al 5 por ciento, lo cual, de ser así, significaba que hasta los bonos hipotecarios basura peor calificados basados en tales supuestos, los triple B, valían su precio. «Era como si todo el mundo hubiera acordado por adelantado que la cifra era el 5 por ciento —decía Eisman—. Todos decían el 5 por ciento. Era como un partido, y había una línea de partido.»* Lo que impresionó a Eisman fue que ninguna de las

personas con las que se reunió en Las Vegas parecía haberse cuestionado nada. Hacían lo que hacían sin pensar demasiado en ello.

Fue en Las Vegas donde la actitud de Eisman y sus socios hacia el mercado de bonos estadounidense se consolidó en algo parecido a su forma definitiva. En palabras de Vinny: «Fue el momento en el que dijimos: “¡Mierda!, esto no es solo crédito: es un ficticio esquema Ponzi”». En Las Vegas, la pregunta que persistía en el fondo de sus mentes dejó de ser: ¿sabe algo esta gente del mercado de bonos que no sepamos nosotros?; y fue sustituida por: ¿se merecen simplemente que los despidan, o habría que meterlos en la cárcel?, ¿se engañan a sí mismos, o saben lo que están haciendo? Danny pensaba que la inmensa mayoría de la gente del sector estaba cegada por sus intereses y era incapaz de ver los riesgos que había creado. Vinny, siempre más sombrío, decía: «Había más idiotas que ladrones, pero los ladrones eran los que estaban más arriba». Las agencias de calificación estaban lo más bajo que se podía estar sin dejar de formar parte del sector,

y la gente que trabajaba en ellas realmente no parecía saber hasta qué punto se habían dejado enredar por las grandes firmas de Wall Street. Su reunión en Las Vegas con la tercera, y más pequeña, agencia de calificación, Fitch Ratings, quedó grabada en la mente de Vinny: «Sé que ustedes son bastante irrelevantes —les había dicho, tan cortésmente como supo—. Están esos dos peces gordos a los que todo el mundo presta atención, y luego están ustedes. Si quieren hacer oír su voz, y conseguir que la gente repare en ustedes, ¿por qué no siguen su propio camino y son la excepción honesta?». Él esperaba que las buenas gentes de Fitch Ratings entendieran su argumento, y tal vez hasta que rieran nerviosamente entre dientes. Pero, lejos de ello, se mostraron casi ofendidos. «La tomaron conmigo —explicaba Vinny—. Era como si no entendieran lo que estaba diciendo.»

Ellos habían ido a Las Vegas con una posición corta en bonos hipotecarios basura de poco menos de 300 millones de dólares. A su regreso la incrementaron a 550 millones, con nuevas apuestas

contra las CDO creadas por Wing Chau. Con solo 500 millones de dólares bajo gestión, ahora la posición desbordaba su cartera. Sin embargo, no se detuvieron aquí. En su primer día de vuelta a la oficina vendieron en corto las acciones de Moody's Corporation, a 73,25 dólares cada una, y luego fueron en busca de otras empresas y otras personas que, como Wing Chau, estuvieran al otro lado de su operación.

En busca del tesoro

Charlie Ledley y Ben Hockett volvieron de Las Vegas el 30 de enero de 2007 convencidos de que todo el sistema financiero se había desquiciado. «Le dije a mi madre: “Creo que podríamos estar afrontando algo así como el fin del capitalismo democrático” —explicaba Charlie—. Ella se limitó a decirme: “¡Ay, Charlie!”, y me sugirió muy seriamente que siguiera tomando litio.» Habían creado un planteamiento de inversión que aprovechaba su talento para distanciarse de las convicciones de otras personas; pero encontrar tan gran convicción en sí mismos era algo nuevo e incómodo. Jamie escribió un memorando a sus dos socios en el que les preguntaba si creían que estaban haciendo una apuesta sobre el

desmoronamiento de una sociedad, y, por lo tanto, una apuesta sobre algo que el gobierno nunca permitiría que ocurriera. «Si una amplia gama de márgenes de CDO empiezan a ampliarse — escribió—,* ello significa que probablemente se está produciendo un desastre financiero material global. [...] La Reserva Federal estadounidense se halla en situación de arreglar el problema interviniendo. [...] Supongo que la pregunta es: ¿cuán grande tendría que ser el cataclismo para que resultara “demasiado grande para no intervenir”?»

La conferencia de Las Vegas se había creado, entre otras cosas, para reforzar la fe en el mercado. El día después de que los conocedores del mercado de las hipotecas basura dejaran Las Vegas y volvieran a sus mesas de contratación, el mercado se desplomó. El 31 de enero de 2007, el ABX, un índice bursátil de bonos hipotecarios basura triple B —exactamente el tipo de bonos utilizados para crear CDO basura—, cayó más de un punto, pasando de 93,03 a 91,98. Durante los últimos meses había ido bajando en incrementos

tan diminutos, pasando de 100 a 93, que una variación de un punto vino a ser como un shock, y aumentó la inquietud de Charlie con respecto a la posibilidad de que ellos hubieran descubierto aquella sensacional operación un instante demasiado tarde para apostar sobre ella tanto como deberían. La mujer de Morgan Stanley, al principio, se mantuvo fiel a su palabra: hizo aprobar su acuerdo ISDA, que normalmente habría requerido meses de negociaciones, en solo diez días. Luego envió a Charlie una lista de tramos doble A de CDO sobre los que Morgan Stanley estaba dispuesta a venderles permutas de impago crediticio.* Charlie se quedó despierto varias noches tratando de calcular contra quiénes apostar, y a continuación la llamó, para encontrarse con que Morgan Stanley había experimentado un cambio de rumbo. Ella le había dicho a Charlie que podría comprar seguros por unos 100 puntos básicos (el 1 por ciento de la cantidad asegurada al año), pero cuando él la llamó a la mañana siguiente para hacer la operación, el precio había aumentado en más del doble. Charlie se molestó y

protestó por la injusticia de aquello, y ella y sus jefes cedieron, al menos un poco. El 16 de febrero de 2007, Cornwall pagó a Morgan Stanley 150 puntos básicos por comprar 10 millones de dólares en permutas de impago crediticio sobre una CDO llamada enigmáticamente Gulfstream, fuera lo que fuese.

Cinco días más tarde, el 21 de febrero, empezó a cotizar en el mercado un índice de CDO denominado TABX. Por primera vez, Charlie Ledley, y todos los demás participantes en el mercado, pudieron ver en una pantalla el precio de una de aquellas CDO. Dicho precio vino a confirmar la tesis de Cornwall de un modo que ninguna conversación con conocedores del mercado podría haber hecho nunca. Tras el primer día de cotización, el tramo que experimentó pérdidas cuando los bonos subyacentes a su vez experimentaron pérdidas de más del 15 por ciento del fondo —el tramo doble A contra el que había apostado Cornwall— se cerró a 49,25: había perdido más de la mitad de su valor. Ahora existía una enorme desconexión: por una parte, las firmas

de Wall Street vendían CDO doble A de bajo tipo de interés a la par, es decir, a 100; por otra, cotizaban el índice integrado por aquellos mismísimos bonos a 49 centavos de dólar. En un frenesí de correos electrónicos, sus vendedores en Morgan Stanley y el Deutsche Bank intentaron explicarle a Charlie que no debería deducir nada sobre el valor de sus apuestas contra CDO *subprime* de los precios de aquellos nuevos CDO *subprime* cotizados en Bolsa; que todo aquello era muy complejo.

A la mañana siguiente, Charlie llamó de nuevo a Morgan Stanley con la esperanza de comprar más seguros. «Ella me dijo: “Lo siento mucho, de verdad, pero hemos dejado de hacer esto. La firma ha cambiado de opinión”.» De la noche a la mañana, Morgan Stanley había pasado de mostrarse tremendamente ansiosa por vender seguros sobre el mercado de las hipotecas basura a no querer tener nada que ver con él en absoluto. «Luego nos puso a su jefe al teléfono, porque nosotros le dijimos: “¿Qué coño está pasando?”, y ella nos respondió: “Miren, de verdad que lo

siento, pero ha ocurrido algo en otra sección del banco que ha provocado una decisión a nivel de gestión de riesgo en los niveles más altos de Morgan Stanley”. Y nunca más volvimos a operar con ellos.» Charlie no tenía ni idea de qué era exactamente lo que había ocurrido dentro de Morgan Stanley, y tampoco pensó mucho en ello: él y Ben estaban demasiado ocupados tratando de hablar con el tipo de Wachovia al que Charlie había convencido en Las Vegas para que operara con Cornwall Capital. «Ellos no tenían a ningún fondo de cobertura como cliente, y se mostraron encantados de conocernos —explicaba Ben—. Intentaban estar en primera línea.» Wachovia, increíblemente, seguía dispuesto a vender seguros baratos sobre bonos hipotecarios basura; pero el riesgo que sus responsables crediticios no estaban dispuestos a asumir era el riesgo de tratar directamente con Cornwall Capital. Costó un poco, pero Charlie logró que sus compañeros de galería de tiro de Bear Stearns hicieran de intermediarios entre las dos partes a cambio de una comisión. Los detalles de una operación de 45

millones de dólares más o menos acordada en febrero de 2007 tardaron varios meses en negociarse, y la operación no se realizó hasta principios de mayo. «Wachovia fue un regalo caído del cielo —explicaba Ben—. Era como si fuéramos en un avión a diez mil metros que se hubiera averiado y Wachovia todavía tuviera unos cuantos paracaídas a la venta. Nadie más vendía ya paracaídas, pero en realidad tampoco nadie quería creer que se necesitaran. [...] Después de eso, el mercado se cerró por completo.»

En una cartera de menos de 30 millones de dólares, Cornwall Capital poseía ahora 205 millones en permutas de impago crediticio sobre bonos hipotecarios basura, y lo que más les molestaba era no tener más. «Hacíamos todo lo posible por comprar más —decía Charlie—. Poníamos nuestras ofertas a precios de regalo. Ellos llamaban y decían: “¡Huy, casi lo consiguen!”. Era como un partido de fútbol. Nosotros chutábamos la pelota, y ellos la paraban y nos la devolvían. Nosotros aumentábamos nuestra oferta, y al minuto siguiente la suya se

disparaba.»

Aquello no tenía sentido: el mercado de CDO basura seguía funcionando como antes, y, sin embargo, las grandes firmas de Wall Street de repente dejaron de tener utilidad para los inversores que habían estado suministrando materia prima a aquella maquinaria, los inversores que querían comprar permutas de impago crediticio. «Aparentemente había otras personas que se mantenían, pero a nosotros no se nos permitía vender en corto», explicaba Charlie.

Él no podía saber con certeza lo que ocurría en las grandes firmas, pero sí podía suponerlo: algunos de los operadores de dentro se habían dado cuenta del inminente desastre y luchaban por salir del mercado antes de que este se desplomara. «Con los tipos de Bear yo tenía la sospecha de que, si había cualesquiera permutas de impago crediticio sobre CDO por comprar, las comprarían para quedárselas ellos», decía Charlie. A finales de febrero, un analista de Bear Stearns llamado Gyan Sinha publicó un largo tratado argumentando que las recientes caídas en los bonos hipotecarios

basura no tenían nada que ver con la calidad de dichos bonos y sí con el «sentimiento del mercado». Charlie lo leyó pensando que la persona que lo había escrito no tenía ni idea de lo que estaba pasando realmente en el mercado. Según el analista de Bear Stearns, las CDO doble A se cotizaban a 75 puntos básicos por encima del tipo libre de riesgo; es decir, que en teoría Charlie debería haber podido comprar permutas de impago crediticio por un 0,75 por ciento en primas anuales. Sin embargo, los operadores de Bear Stearns no estaban dispuestos a vendérselas por cinco veces ese precio. «Llamé al tipo y le dije: “¿De qué demonios está usted hablando?”. Él me respondió: “Bueno, es como constan por escrito las transacciones”. Entonces le pregunté: “Pero ¿las oficinas realmente están comprando y vendiendo a ese precio?”. Y él va y me dice: “Tengo que dejarle”, y me cuelga.»

Ahora su operación les parecía ridículamente obvia: era como si hubieran comprado un seguro de incendios barato para una casa envuelta en llamas. Si el mercado de las hipotecas basura

tuviera el menor interés en ser eficiente, habría cerrado en el acto. Durante más de dieciocho meses, desde mediados de 2005 hasta principios de 2007, se prolongó aquella creciente desconexión entre el precio de los bonos hipotecarios basura y el valor de los préstamos que los respaldaban. A finales de enero de 2007, el precio de los bonos —o, mejor dicho, el índice ABX integrado por dichos bonos— empezó a caer. Al principio, los bonos cayeron a un ritmo constante, pero luego lo hicieron abruptamente: a primeros de junio, el índice de bonos basura triple B se cerraba en sesenta y pico, lo que equivale a decir que los bonos habían perdido más del 30 por ciento de su valor original. Era lógico que las CDO, creadas a partir de aquellos bonos basura triple B, se desplomaran también: si las naranjas estaban podridas, también lo estaría el zumo de naranja.

Sin embargo, no ocurrió tal cosa. Lejos de ello, entre febrero y junio de 2007, las grandes firmas de Wall Street, lideradas por Merrill Lynch y Citigroup, crearon y vendieron 50.000 millones de

dólares en nuevas CDO. «Estábamos desconcertados por completo —explicaba Charlie — al ver que todo y todos volvían a la normalidad, a pesar de que obviamente aquello no era normal. Sabíamos que la garantía de las CDO se había desplomado. Y, sin embargo, todo seguía igual, como si no hubiera cambiado nada.»

Era como si todo un mercado financiero hubiera intentado cambiar de opinión, y luego se hubiera dado cuenta de que no podía permitirse el lujo de cambiar de opinión. Las firmas de Wall Street — en especial Bear Stearns y Lehman Brothers— siguieron publicando investigaciones sobre el mercado de bonos que reafirmaban la fortaleza de dicho mercado. A finales de abril, Bear Stearns celebró una conferencia sobre CDO, a la que asistió Charlie. La agenda original incluía una presentación titulada «Cómo vender en corto una CDO», pero esta había sido eliminada de la conferencia final, como asimismo lo habían sido las diapositivas que acompañaban a la charla, que se había colgado en el sitio web de Bear Stearns. Moody's y Standard & Poor's también se echaron

atrás, pero de una manera reveladora. A finales de mayo, las dos grandes agencias de calificación anunciaron que estaban reconsiderando sus modelos de calificación de los bonos basura. Charlie y Jamie contrataron a un abogado para que llamara a Moody's y les preguntara si, dado que en adelante calificarían los bonos basura con criterios distintos, podían reconsiderar también los aproximadamente dos billones de dólares en bonos que habían calificado ya, y habían calificado mal. A Moody's no le pareció buena idea. «Les dijimos: “No tienen que recalificarlos todos; solo los que estamos vendiendo en corto” —explicaba Charlie—. Ellos respondieron: “Pues... no”.»

A Charlie, Ben y Jamie les parecía perfectamente claro que Wall Street estaba manteniendo la cotización de aquellas CDO o bien para poder volcar las pérdidas en clientes incautos, o para sacar los últimos miles de millones de dólares de un mercado corrupto. En cualquiera de los dos casos, estaban exprimiendo y vendiendo el zumo de unas naranjas que sin lugar a dudas estaban podridas. A finales de marzo de

2007, «estábamos bastante seguros de que una de las dos cosas era cierta —decía Charlie—. O bien el juego estaba del todo amañado, o nos habíamos vuelto jodidamente locos. El fraude era tan evidente que nos parecía que incluso tenía implicaciones para la democracia. De hecho, estábamos asustados». Ellos conocían a periodistas del *New York Times* y el *Wall Street Journal*, pero los periodistas a los que conocían no tenían ningún interés en su historia. Un amigo del *Journal* les puso en contacto con la división ejecutiva de la SEC (la Comisión del Mercado de Valores), pero tampoco esta tenía interés. En su oficina del bajo Manhattan, la SEC se reunió con ellos y les escuchó, pero solo por cortesía. «Fue casi como una sesión de terapia —explicaba Jamie —, porque nos sentamos y dijimos: “Acabamos de tener la más demencial de las experiencias”.» Cuando empezaron a hablar percibieron la incomprensión de sus interlocutores. «Probablemente teníamos en los ojos esa mirada feroz de llevamos-levantados-tres-días-seguidos —explicaba Charlie—. Pero ellos no sabían nada

de CDO, ni de valores respaldados por activos. Les explicamos paso a paso nuestra operación, pero estoy bastante seguro de que no la entendieron.» La SEC no investigó nada.

Cornwall tenía un problema más inmediato que el desmoronamiento de la sociedad tal como la conocemos: el desmoronamiento de Bear Stearns. El 14 de junio de 2007, Bear Stearns Asset Management —una firma de CDO como la de Wing Chau, pero gestionada por antiguos empleados de Bear Stearns que contaban con el respaldo implícito de la casa madre— declaró que había perdido dinero en apuestas sobre valores hipotecarios *subprime* y que se veía obligada a deshacerse de dichas apuestas por valor de 3.800 millones de dólares antes de cerrar el fondo. Hasta ese momento, Cornwall Capital había sido incapaz de ver por qué Bear Stearns, y nadie más, se había mostrado tan ansiosa por venderles seguros sobre CDO. «Bear podía mostrarnos una liquidez en las CDO que yo no lograba entender —decía Ben—. Tenían un comprador permanente al otro lado. Yo no sé que nuestras operaciones fueran directamente

a sus fondos, pero tampoco sé a qué otro sitio podrían haber ido.»

Y ahí residía un nuevo problema: Bear Stearns le había vendido a Cornwall el 70 por ciento de sus permutas de impago crediticio. Dado que Bear Stearns era grande e importante, y Cornwall Capital un fondo de cobertura de andar por casa, Cornwall no había exigido a Bear Stearns que depositara ningún aval. Y ahora se veían totalmente expuestos a la posibilidad de que esta fuera incapaz de pagar sus deudas de juego. Cornwall Capital no podía por menos de advertir que, lejos de configurar el negocio de los bonos hipotecarios basura, Bear Stearns se veía más bien configurada por él. «Habían pasado de ser una empresa de corretaje de bajo riesgo a convertirse en un motor de hipotecas basura», decía Jamie. Si el mercado de las hipotecas basura se desplomaba, Bear Stearns se desplomaría con él.

En el mes de marzo, Cornwall había comprado 105 millones de dólares en permutas de impago crediticio sobre Bear Stearns —es decir, apostando por el desmoronamiento de Bear

Stearns— al banco británico HSBC. Si Bear Stearns quebraba, HSBC les debería 105 millones de dólares. Obviamente, eso no hacía sino desplazar su riesgo a HSBC, que era el tercer banco del mundo en tamaño, y una de aquellas empresas de las que resultaba difícil pensar que pudieran venirse abajo. Sin embargo, el 8 de febrero de 2007 HSBC conmocionó el mercado con el anuncio de que estaba afrontando importantes y sorprendentes pérdidas en su cartera de préstamos hipotecarios basura. El banco había entrado en el negocio de los préstamos *subprime* en 2003, al comprar la mayor entidad de préstamos al consumo de Estados Unidos, Household Finance. La misma Household Finance que había llevado a Steve Eisman a la estrecha frontera entre ser un escéptico de Wall Street y un cínico de Wall Street.

Desde un punto de vista social, el lento y posiblemente fraudulento desbaratamiento de un mercado de bonos estadounidense que manejaba

muchos billones de dólares era una catástrofe; desde el punto de vista bursátil del fondo de cobertura, era la oportunidad de su vida. Steve Eisman había empezado controlando un fondo de renta variable de 60 millones de dólares, pero ahora estaba vendiendo en corto diversos valores relacionados con el mercado *subprime* por valor de unos 600 millones, y todavía quería vender más. «A veces sus ideas no podían manifestarse en una operación —decía Vinny—. Esa vez pudieron.» Sin embargo, Eisman estaba encadenado a FrontPoint Partners y, por extensión, a Morgan Stanley. Como operador jefe de FrontPoint, Danny Moses se encontraba atrapado entre Eisman y la gente de gestión de riesgo de FrontPoint, que no parecían entender del todo lo que estaban haciendo. «Me llamaban y me preguntaban: “¿Puede usted conseguir que Steve se desprenda de parte de esto?”. Yo iba a Steve y él me decía: “¡Diles que se jodan!”. Y yo les decía: “¡Jódanse!”.» Pero gestión de riesgo les acosaba y obstaculizaba el estilo de Eisman. «Si riesgo nos hubiera dicho: “Estamos muy cómodos con esto y

puede usted coger diez veces esa cantidad” — explicaba Danny—, Steve habría cogido diez veces aquella cantidad.» Greg Lippmann bombardeaba ahora a Vinny y Danny con toda clase de información negativa sobre el mercado de la vivienda, y, por primera vez, estos últimos empezaron a ocultar información a Eisman. «Nos preocupaba que pudiera salir de su despacho y gritar: “¡Coged un billón!”», explicaba Danny.

En la primavera de 2007, el mercado de bonos hipotecarios basura, increíblemente, se había fortalecido un poco. «Parece probable que pueda contenerse el impacto de los problemas de los mercados *subprime* en la economía en general y en los mercados financieros», declaró a la prensa el presidente de la Reserva Federal estadounidense, Ben Bernanke, el 7 de marzo. «La calidad de crédito siempre mejora en marzo y abril —decía Eisman—, y la razón de que siempre mejore en marzo y abril es que entonces los ciudadanos reciben sus devoluciones de Hacienda. Uno pensaría que la gente del mundo de la titularización lo sabe. Y en cierto modo es así.

Pero dejan que los márgenes de crédito se reduzcan. Nosotros pensábamos que aquello era idiota. ¿Qué hacéis, jodidos estúpidos?» Increíblemente, la Bolsa siguió subiendo, y la televisión situada sobre la mesa de contratación de FrontPoint emitía una incesante señal alcista. «Apagamos la CNBC —explicaba Danny Moses—. Resultaba muy frustrante que hubieran perdido el contacto con la realidad. Si pasaba algo negativo, ellos lo tergiversaban como positivo. Si pasaba algo positivo, ellos lo exageraban desproporcionadamente. Eso te altera la mente. No puedes engañarte con esa clase de mierda.»

A su regreso de Las Vegas, se propusieron incordiar a las agencias de calificación, y a la gente de Wall Street que trampeaba sus modelos, para obtener más información. «Intentábamos entender qué era lo que hacía rebajar a las agencias de calificación, si es que había algo», decía Danny. Y de paso se enteraron de una serie de cotilleos más inquietantes. A menudo se preguntaban, por ejemplo, por qué las agencias de calificación no se mostraban más críticas con los

bonos respaldados por hipotecas basura de interés variable. En general, lo único que separaba a los prestatarios *subprime* del impago era, por ejemplo, una nevera rota. Pocos de ellos, por no decir ninguno, deberían correr el riesgo de que sus intereses se dispararan. Sin embargo, como la mayoría de aquellos préstamos eran estructurados, el propietario de la vivienda pagaba un tipo de interés fijo «de enganche» de, pongamos, un 8 por ciento durante los dos primeros años, y luego, al comienzo del tercer año, el tipo de interés aumentaba de golpe a, digamos, el 12 por ciento, y a partir de ese momento oscilaba en niveles permanentemente altos. Era fácil entender por qué las entidades emisoras como Option One y New Century preferían hacer esa clase de préstamos: al cabo de dos años, los prestatarios o bien empezaban a incumplir sus pagos, o bien, si el precio de su vivienda había subido, la refinanciaban. A ellas el impago les resultaba indiferente, puesto que no retenían nada del riesgo del préstamo; y las refinanciaciones constituían simplemente una posibilidad de cobrar nuevas

comisiones al prestatario. Tras andar de un lado a otro entre las agencias de calificación y la gente que conocía en el negocio de reempaquetar bonos basura, Eisman descubrió que las agencias presuponían que era tan probable que el prestatario cumpliera con sus pagos cuando el tipo de interés del préstamo era el 12 por ciento como cuando era el 8 por ciento, lo que significaba un mayor flujo de efectivo para los bonistas. Los bonos respaldados por hipotecas de tipo variable recibían calificaciones más altas que los respaldados por hipotecas de tipo fijo; de ahí que el porcentaje de hipotecas basura con tipos de interés variable hubiera aumentado, pasando, en los últimos cinco años, del 40 al 80.

Un gran número de aquellos préstamos ahora iban mal, pero los bonos basura no se movían, dado que Moody's y Standard & Poor's, inquietantemente, todavía no habían variado su opinión oficial sobre ellos. Como inversora en acciones, FrontPoint Partners correspondía a los corredores de acciones de Wall Street. Eisman les pidió a los vendedores del mercado de acciones

de Goldman Sachs, Morgan Stanley y demás que persuadieran a la gente de los departamentos de bonos para realizar una visita. «Siempre les hacíamos la misma pregunta —explica Eisman—: “¿Qué papel juegan las agencias de calificación en todo esto?”. Y siempre obteníamos la misma reacción. Era una reacción física, porque ellos no querían decirlo. Era una sonrisa afectada.» Escarbando más, llamó a Standard & Poor's y preguntó qué ocurriría con las tasas de impago si los precios de la vivienda caían. El hombre de Standard & Poor's no supo decírselo: su modelo para los precios de la vivienda no tenía la posibilidad de aceptar una cifra negativa. «Simplemente presuponían que los precios de la vivienda seguirían subiendo», cuenta Eisman.*

Finalmente se subió al metro con Vinny y se dirigió a Wall Street para reunirse con una mujer de Standard & Poor's llamada Ernestine Warner. Warner trabajaba como analista en el departamento de inspección. El departamento de inspección se encargaba de supervisar los bonos basura y rebajarlos si los préstamos que los respaldaban

iban mal. Aunque los préstamos de hecho iban mal, los bonos no eran rebajados; de modo que Eisman se preguntó de nuevo si Standard & Poor's sabía algo que él no supiera. «Cuando vendimos en corto los bonos, lo único que teníamos eran los datos globales de nivel grupo», explicaba. Los datos de nivel grupo te daban las características generales de un grupo de préstamos —las puntuaciones FICO medias, las ratios préstamo-valor medias, la media de préstamos No-Doc, etcétera—, pero ninguna visión en absoluto de cada préstamo individual. Los datos de nivel grupo te decían, por ejemplo, que el 25 por ciento de los préstamos de vivienda de un fondo estaban asegurados, pero no cuáles: los que tenían más probabilidades de ir mal o los que tenían menos. Era imposible determinar hasta qué punto las firmas de Wall Street habían trampeado el sistema. «Obviamente, pensábamos que las agencias de calificación tenían más datos que nosotros —decía Eisman—. Pero no era así.»

Ernestine Warner trabajaba con la misma información aproximada de la que disponían

operadores como Eisman, lo cual resultaba demencial: el árbitro del valor de los bonos carecía de acceso a información relevante sobre dichos bonos. «Cuando le preguntamos por qué — explicaba Vinny—, ella nos dijo: “Los emisores no nos la dan”. Aquí perdí la paciencia. “¡Pero tienen que exigir que se la den!” Ella nos miró como diciendo: “No podemos hacer eso”. Nosotros le dijimos: “Pero ¿quién es el amo aquí? Ustedes son los que mandan. ¡Ustedes son la poli! ¡¡¡Pídanles los puñeteros datos!!!”» Eisman llegó a la conclusión de que «lo que le preocupaba a Standard & Poor’s era que, si exigían los datos a Wall Street, Wall Street se limitaría a acudir a Moody’s para obtener sus calificaciones.»*

Como inversor, permitieron a Eisman asistir de oyente a las teleconferencias trimestrales celebradas por Moody’s, pero no le invitaron a plantear preguntas. La gente de Moody’s comprendía, no obstante, su necesidad de una interacción más genuina; y el presidente, Ray McDaniel, incluso invitó a Eisman y su equipo a visitar su oficina, un gesto que le hizo ganarse para

siempre a Eisman. «¿Desde cuándo se acoge favorablemente a quienes venden en corto? —preguntó Eisman—. Cuando vendes en corto el mundo entero está contra ti. La única vez que una empresa me recibió sabiendo con certeza que nosotros vendíamos en corto fue en Moody's.» Después de su viaje a Las Vegas, Eisman y su equipo estaban tan convencidos de que el mundo se había puesto patas arriba que dieron por supuesto que también Raymond McDaniel debía de saberlo. «Pero estábamos allí sentados —recuerda Vinny—, y él va y nos dice, soltando lo que realmente pensaba: “Sin duda creo que nuestras calificaciones se revelarán acertadas”. Y Steve se levanta de un salto de la silla y pregunta: “¿Qué es lo que acaba de decir?”, como si el tipo acabara de hacer la declaración más absurda de toda la historia de las finanzas. Se lo repitió. Y Eisman simplemente se rió de él.» «Con el debido respeto, señor —le dijo Vinny con deferencia cuando ya se marchaban—. Usted delira.» Aquello no era Fitch o siquiera Standard & Poor's. Era Moody's, los aristócratas del negocio de las calificaciones,

propiedad en un 20 por ciento de Warren Buffett. Y Vincent Daniel, de Queens, le estaba diciendo a su presidente que era o un idiota o un ladrón.

A primeros de junio, el mercado de bonos hipotecarios basura había reanudado lo que ya sería un ininterrumpido declive, y las posiciones de FrontPoint empezaron a moverse, primero en miles y luego en millones de dólares al día. «Sé que estoy ganando dinero —se preguntaba Eisman a menudo. Pero entonces, ¿quién lo está perdiendo?» Ellos ya vendían en corto las acciones de entidades emisoras de hipotecas y de empresas constructoras de viviendas. Ahora añadieron también a sus posiciones cortas las acciones de las agencias de calificación. «Estaban haciendo diez veces más calificaciones de CDO que de bonos GM —decía Eisman—, y todo eso iba a acabar.»

Inevitablemente, su atención se desplazó al corazón del capitalismo, los grandes bancos de inversión de Wall Street. «Nuestra tesis original era que la maquinaria de titularización constituía el gran centro de beneficios de Wall Street y esta

iba a desaparecer —explicaba Eisman—. Y cuando eso ocurriera, sus ingresos se agotarían.» Una de las razones de que Wall Street hubiera ideado ese nuevo sector denominado finanzas estructuradas era que su obsoleto negocio era cada día menos rentable. Los beneficios del corretaje de acciones, junto con los de los tipos más convencionales de corretaje de bonos, se habían visto mermados por la competencia de internet. Desde el momento en que el mercado dejó de comprar bonos hipotecarios basura y CDO respaldados por bonos hipotecarios basura, los bancos de inversión empezaron a tener problemas. Hasta mediados de 2007, Eisman no había sospechado que las firmas fueran tan estúpidas como para invertir en sus propias creaciones. Podía ver que su apalancamiento había aumentado drásticamente en solo unos pocos años. Podía ver, obviamente, que poseían activos cada vez más arriesgados adquiridos con dinero prestado. Pero lo que no podía ver era la naturaleza de sus activos. ¿Bonos corporativos triple A, o CDO *subprime* triple A? «No podías saberlo con

certeza —decía—. No se revelaba ninguna información. No sabías lo que tenían en su balance general. Lógicamente suponías que se deshacían de esa mierda en cuanto la creaban.»

Una combinación de nuevos hechos y el contacto humano real con la gente que dirigía las grandes firmas y las agencias de calificación habían despertado su recelo. El primer nuevo hecho había sido el anuncio de HSBC, en febrero de 2007, de que estaba perdiendo grandes sumas de dinero en sus préstamos basura, y un segundo anuncio, en marzo, de que se estaba deshaciendo de su cartera *subprime*. «Se suponía que los tipos de HSBC eran los buenos —decía Vinny—. Se suponía que ellos habían limpiado Household. Y pensamos: “¡Mierda!, hay mucha gente peor que eso”.» El segundo nuevo hecho estaba en los resultados del segundo trimestre de Merrill Lynch. En julio de 2007, la empresa anunció un nuevo trimestre sensacionalmente rentable, pero admitió que había experimentado una disminución de los ingresos de las transacciones hipotecarias derivada de pérdidas en bonos basura. Lo que a la

mayoría de los inversores les pareció solo una información trivial, para Eisman representaba una gran noticia: Merrill Lynch poseía una cantidad significativa de valores hipotecarios *subprime*. El director financiero de Merrill, Jeff Edwards, había declarado a Bloomberg News que el mercado no tenía por qué preocuparse por ello, ya que su «gestión de riesgos activa» había permitido a la empresa reducir su exposición a los bonos basura de baja calificación. «No quiero profundizar demasiado en cómo nos posicionamos exactamente en un momento dado cualquiera», decía Edwards; pero sí profundizó lo suficiente como para decir que el mercado estaba prestando demasiada atención a lo que fuera que estuviera haciendo Merrill con los bonos hipotecarios basura. O, como lo expresaba críticamente Edwards: «Hay una atención desproporcionada a una clase concreta de activos de un país concreto».

Eisman no lo creía así, y dos semanas después persuadió a un analista de UBS llamado Glenn Schorr para que lo acompañara a una pequeña reunión entre Edwards y los principales

accionistas de Merrill Lynch. El director financiero de Merrill empezó explicando que aquel pequeño problema con las hipotecas basura que la empresa parecía tener estaba firmemente controlado por los modelos que esta utilizaba. «Todavía no habíamos avanzado mucho en la reunión —contaba uno de los presentes—. Jeff estaba haciendo todavía las observaciones que había preparado, y de pronto Steve exclama: “¡Bueno, sus modelos están equivocados!”. Se hizo un embarazoso silencio en toda la sala. ¿Te ríes? ¿Intentas pensar en otra pregunta para que todos puedan cambiar de tema? Steve, que estaba sentado en un extremo de la mesa, empezó a ordenar sus papeles de forma muy ostensible, como si dijera: “Si no fuera una grosería, me largaba ahora mismo”.»

Eisman, por su parte, consideró el incidente un cortés intercambio de opiniones, después de lo cual perdió todo interés. «No había nada más que decir. Simplemente pensé: “¿Sabes qué? Este tipo no se entera”.»

A primera vista, aquellas grandes firmas de

Wall Street parecían robustas; pero Eisman empezaba a pensar que, en el fondo, era posible que sus problemas no se limitaran a una potencial pérdida de ingresos. Si de verdad no creían que el mercado de las hipotecas basura fuera un problema para ellos, entonces el mercado de las hipotecas basura podría ser su final. Él y su equipo se propusieron entonces empezar a buscar riesgos *subprime* ocultos: ¿quién ocultaba qué? «Lo llamamos “En busca del tesoro”», explicaba. No sabían con certeza si aquellas firmas estaban de algún modo al otro lado de las apuestas que él había estado haciendo contra los bonos basura, pero, cuanto más observaba, más se convencía de que tampoco ellos lo sabían. Asistía a reuniones con presidentes de empresas de Wall Street y les formulaba las preguntas más básicas en relación con sus balances generales. «No los conocían — explicaba—. No conocían sus propios balances generales.» En una ocasión se hizo invitar a una reunión con el presidente del Bank of America, Ken Lewis. «Yo estaba allí sentado escuchándole. Y tuve una revelación. Me dije: “¡Dios mío, pero

si es tonto!». Fue como si se apagara una bombilla. ¡El tipo que controlaba uno de los mayores bancos del mundo era tonto!» De modo que vendieron en corto Bank of America, junto con UBS, Citigroup, Lehman Brothers y algunos otros. No se les permitía vender en corto Morgan Stanley porque ellos eran propiedad de Morgan Stanley, pero, de haber podido, también lo habrían hecho. No mucho después de que adoptaran sus posiciones cortas contra los grandes bancos de Wall Street, recibieron la visita de un destacado analista que trabajaba para ellos, Brad Hintz, de Sanford C. Bernstein & Co. Hintz le preguntó a Eisman qué se traía entre manos.

«Simplemente hemos vendido en corto Merrill Lynch», le dijo Eisman.

«¿Por qué?», le preguntó Hintz.

«Tenemos una sencilla tesis —le respondió Eisman—. Va a producirse un desastre, y, siempre que se produce un desastre, Merrill está ahí.» Cuando llegó el momento de llevar a la bancarrota al condado de Orange con un mal asesoramiento, Merrill estaba ahí. Cuando quebró internet, Merrill

estaba ahí. En la década de 1980, cuando se soltó la correa al primer operador de bonos y este perdió cientos de millones de dólares, Merrill estaba ahí para parar el golpe. Tal era la lógica de Eisman: la lógica de la jerarquía de Wall Street. Goldman Sachs era el grandullón que dominaba los juegos del barrio; Merrill Lynch era el niño gordinflón al que se asignaban los papeles menos agradables, pero que se contentaba con que se le tuviera en cuenta. El juego, tal como Eisman lo veía, consistía en hacer restallar el látigo, y él suponía que Merrill Lynch ocupaba el lugar que se le había asignado como último eslabón de la cadena.

El 17 de julio de 2007, dos días antes de que Ben Bernanke, el presidente de la Reserva Federal, declarara al Senado estadounidense que él no contemplaba más de 100.000 millones de dólares en pérdidas en el mercado de las hipotecas basura, FrontPoint hizo algo insólito: celebró su propia teleconferencia. Antes habían intercambiado llamadas telefónicas con su minúscula población de inversores, pero esta vez

abrieron sus puertas. Steve Eisman se había convertido en un secreto a voces. «Steve era uno de los aproximadamente dos inversores que entendían por completo lo que ocurría», decía un destacado analista de Wall Street. Quinientas personas participaron para escuchar lo que Eisman tenía que decir, y otras quinientas se conectaron más tarde para oír la grabación. Steve explicó la extraña alquimia de las CDO entresuelo, y dijo que él esperaba pérdidas de hasta 300.000 millones de dólares solo de ese pedacito del mercado. Para evaluar la situación, le dijo a su audiencia: «Tirad vuestro modelo al cubo de la basura. Todos los modelos son retrógrados. Los modelos no tienen ni idea de en qué se ha convertido este mundo. [...] Por primera vez en su vida, la gente del mundo de la titularización respaldada por activos tienen realmente que pensar». Explicó que las agencias de calificación estaban en bancarrota moral y vivían con el temor de ir también a la bancarrota física. «Las agencias de calificación están muertas de miedo —dijo—. Están muertas de miedo por no hacer nada, porque

si no hacen nada parecerán tontas.» Él esperaba que al menos la mitad de los préstamos hipotecarios de vivienda estadounidenses —por valor de muchos billones de dólares— sufrirían pérdidas. «Estamos en medio de uno de los mayores experimentos sociales que ha visto nunca este país —declaró Eisman—. No va a ser un experimento divertido. [...] Piensen que es algo feo. Todavía no han visto nada.» Cuando terminó, el siguiente orador, un inglés que gestionaba un fondo independiente en FrontPoint, tardó un poco en responder. «Lo siento —dijo el inglés irónicamente—, tenía que calmarme después de oír decir a Steve que el mundo se acaba.» Y todo el mundo rió.

Más tarde, aquel mismo día, se informó a los inversores de los desplomados fondos de cobertura de Bear Stearns de que sus 1.600 millones de dólares en CDO respaldadas por activos *subprime* y calificadas como triple A no habían perdido solo parte de su valor, sino que carecían de valor en absoluto. Ahora Eisman estaba convencido de que muchas de las mayores

firmas de Wall Street no entendían sus propios riesgos y estaban en peligro. En el fondo de su convicción subyacía el recuerdo de su cena con Wing Chau, cuando comprendió el papel central de las CDO entresuelo e hizo una apuesta masiva contra aquellas mismas CDO. Ello, obviamente, planteaba una pregunta: ¿qué hay exactamente dentro de una CDO? «Yo no sabía qué coño había ahí dentro —explicaba Eisman—. No podías hacer un análisis. No podías decir: “Denme todas las que llevan solo Californias dentro”. Nadie sabía lo que había dentro.» Pero aprendieron lo suficiente como para saber, en palabras de Danny, que «no eran más que todos los trozos de mierda que ya habíamos vendido en corto envueltos todos juntos en una cartera». Aparte de eso, iban completamente a ciegas. «La naturaleza de Steve es actuar primero y entender después», decía Vinny.

Entonces llegó una noticia. Eisman llevaba tiempo suscrito a un boletín informativo famoso en los círculos de Wall Street y desconocido fuera de ellos, el *Grant's Interest Rate Observer*. Su

director, Jim Grant, llevaba profetizando la catástrofe desde que se inició el gran ciclo de deuda, a mediados de la década de 1980. A finales de 2006, Grant decidió investigar aquellas extrañas creaciones de Wall Street conocidas como CDO. O, mejor dicho, le pidió a su joven ayudante, Dan Gertner, ingeniero químico con un máster, que intentara entenderlas. Gertner se marchó con los documentos que explicaban las CDO a los potenciales inversores, y, tras muchos sudores, gruñidos, esfuerzos y sufrimientos, «volvió —explica Grant—, y me dijo: “No logro entenderlo”. Yo le dije: “Creo que ya tenemos nuestra historia”».

Gertner había escarbado y escarbado, y finalmente había llegado a la conclusión de que, por mucho que escarbara, nunca podría llegar al fondo de lo que había exactamente dentro de una CDO, lo cual, para Jim Grant, significaba que no era posible que ningún inversor lo lograra tampoco. A su vez, ello sugería lo que Grant sabía ya: que había demasiadas personas creyéndose demasiadas declaraciones financieras a pie

juntillas. A comienzos de 2007, Grant escribió una serie de artículos sugiriendo que las agencias de calificación no estaban haciendo su trabajo; que casi con toda seguridad estaban calificando aquellas CDO sin saber exactamente lo que había dentro de ellas. «Los lectores del *Grant's* han visto por sí mismos cómo un montón de porciones de hipotecas que no son de primera calidad pueden reorganizarse para formar una obligación de deuda garantizada —empezaba uno de dichos artículos—. Y se han quedado mirando asombrados las mejoras que este misterioso proceso puede obrar en las calificaciones crediticias de dichas porciones...» Entonces Standard & Poor's llamó a Grant, junto con su ayudante de confianza, para echarles la bronca. «De hecho, nos mandaron llamar de la agencia de calificación y nos dijeron: “Tíos, no os enteráis” —explica Gertner—. Jim había empleado el término “alquimia”, y a ellos no les gustaba ese término.»

Solo unos kilómetros al norte de las oficinas del *Grant's* en Wall Street, un gestor de fondos de cobertura con una visión sombría del mundo se

preguntaba por qué no había oído a nadie más expresar sus recelos sobre el mercado de bonos y sus abstrusas creaciones. En el artículo de Jim Grant, Steve Eisman encontró una confirmación independiente de su teoría sobre el mundo financiero. «Cuando lo leí —explicaba Eisman—, pensé: “¡Dios mío, esto es como poseer una mina de oro!”. Al leer aquello, fui el único tipo en todo el mundo bursátil que casi tiene un orgasmo.»

Un largo período de calma

El día que Steve Eisman se convirtió en el primer hombre del mundo que casi experimenta placer sexual al leer un artículo del *Grant's Interest Rate Observer*, el doctor Michael Burry recibía de su director financiero una copia del mismo artículo, acompañado de una nota jocosa: «Mike, no estarás pluriempleado escribiendo para el *Grant's*, ¿verdad?».

«No —respondió Burry, sin ver nada obviamente alentador en el descubrimiento de que había alguien por ahí que pensaba como él—. Pero me sorprende un poco que el *Grant's* no se haya puesto en contacto con nosotros...» Él seguía estando en el mundo financiero pero distanciado de él, como si se encontrara al otro lado de un

cristal que no se decidiera a tocar. Había sido el primer inversor que había diagnosticado el trastorno del sistema financiero estadounidense a comienzos de 2003: la extensión del crédito mediante instrumentos. Se ideaban complicados productos financieros con el exclusivo fin de prestar dinero a gente que nunca podría devolverlo. «Realmente creo que el último acto de la obra es una crisis de nuestras instituciones financieras, que están haciendo operaciones tan estúpidas —le escribía en abril de 2003 a un amigo que le había preguntado por qué las cartas trimestrales de Scion Capital a sus inversores se habían vuelto tan sombrías—. Tengo un trabajo que hacer: ganar dinero para mis clientes. Punto. Pero, chico, la cosa se vuelve malsana cuando empiezas a hacer inversiones que salen extraordinariamente bien si ocurre una tragedia.» Luego, en la primavera de 2005, había identificado, antes que ningún otro inversor, exactamente qué tragedia era más probable que ocurriera, cuando hizo una gran apuesta explícita contra bonos hipotecarios basura.

En febrero de 2007, los préstamos basura estaban experimentando cifras récord de impago, las instituciones financieras eran cada día menos estables, y nadie más que él parecía recordar lo que había dicho y hecho. Les había dicho a sus inversores que quizá tendrían que ser pacientes, que era posible que la apuesta no rindiera hasta que las hipotecas emitidas en 2005 llegaran al final del período del tipo de interés «de enganche». Pero no habían sido pacientes. Muchos de sus inversores desconfiaron de él, y él, a su vez, se sintió traicionado por ellos. Al principio había imaginado el final, pero ninguna de las etapas intermedias. «Supongo que solo quería irme a dormir y despertarme en 2007», decía. Para mantener sus apuestas contra los bonos hipotecarios basura, se había visto obligado a despedir a la mitad de su reducido personal y a deshacerse de otras apuestas, por valor de miles de millones de dólares, que había hecho contra las empresas más estrechamente vinculadas al mercado de las hipotecas basura. Ahora estaba más aislado que nunca. Lo único que había

cambiado era su explicación de ello.

No mucho antes, su esposa le había arrastrado a la consulta de un psicólogo de Stanford. Un profesor de preescolar había observado ciertos comportamientos preocupantes en su hijo de cuatro años, Nicholas, y les había sugerido que había que hacerle unas pruebas. Nicholas no dormía cuando lo hacían los otros niños, se distraía cuando el profesor hablaba durante un largo rato, y su mente parecía «muy activa». Michael Burry tuvo que resistirse a su impulso de sentirse ofendido. Al fin y al cabo, él era médico, y sospechaba que el profesor intentaba decirles que él no había sabido diagnosticarle un trastorno por déficit de atención a su propio hijo. «Yo había trabajado en un consultorio de TDAH [trastorno por déficit de atención con hiperactividad] durante mi residencia, y tenía la fuerte impresión de que se diagnosticaba con demasiada facilidad — explicaba—. Que era un diagnóstico “salvador” para demasiados niños cuyos padres querían una razón médica para medicar a sus hijos, o para explicar el mal comportamiento de estos.» Él

sospechaba que su hijo era algo distinto de los otros niños, pero distinto en un sentido positivo. «Hacía una gran cantidad de preguntas —decía Burry—. Yo le había alentado a ello, porque de niño siempre hacía muchas preguntas y me sentía frustrado cuando me decían que me callara.» Ahora observaba a su hijo con más atención, y advirtió que el pequeño, aunque era inteligente, tenía problemas a la hora de relacionarse con los demás. «Cuando trataba de interactuar, aunque no les hacía nada malo a los otros niños, de algún modo les fastidiaba.» Al llegar a casa le dijo a su esposa: «¡No te preocupes! ¡Está perfectamente!».

Su esposa le miró fijamente y le preguntó: «¿Cómo lo sabes?».

A lo que el doctor Michael Burry le respondió: «¡Porque es exactamente igual que yo! ¡Es como era yo!».

La solicitud para inscribir a su hijo en varios jardines de infancia tropezó con rápidos rechazos, que no iban acompañados de explicación alguna. Ante la insistencia de que le dieran una razón, una de las escuelas le dijo a Burry que su hijo sufría

de deficiencias de motricidad tanto gruesa como fina. «Al parecer había obtenido una puntuación muy baja en pruebas relacionadas con el arte y el uso de las tijeras —explicaba Burry—. ¡Vaya cosa!, pensé. Yo sigo dibujando como un niño de cuatro años y odio el arte.» Para hacer callar a su esposa, no obstante, aceptó que se hicieran pruebas a su hijo. «Eso no haría sino demostrar que era un niño inteligente, un “genio despistado”.»

Pero lejos de ello, las pruebas, realizadas por una psicóloga infantil, demostraron que su hijo tenía el síndrome de Asperger. Un caso clásico, les dijo, y les recomendó que sacaran al niño de la escuela normal y lo llevaran a una especial. El doctor Michael Burry se quedó mudo de asombro: recordaba el Asperger de la facultad de medicina, pero solo vagamente. Su esposa le dio el montón de libros que había acumulado sobre el autismo y otros trastornos relacionados. Los primeros eran la *Guía completa del síndrome de Asperger*, escrita por un psicólogo clínico llamado Tony Attwood, y *El síndrome de Asperger: guía para padres y*

profesionales, del mismo autor.

«Marcada deficiencia en el uso de múltiples comportamientos no verbales, como mirarse a los ojos...»

Confirmado.

«Incapacidad para desarrollar relaciones de compañerismo...»

Confirmado.

«Ausencia de una tentativa espontánea de compartir placeres, intereses o logros con otras personas...»

Confirmado.

«Dificultad para leer los mensajes sociales/emocionales en los ojos de alguien...»

Confirmado.

«Deficiente regulación de las emociones o los mecanismos de control para expresar cólera...»

Confirmado.

«... Una de las razones por las que los ordenadores resultan tan atractivos es no solo que no tienes que hablar o socializar con ellos, sino que estos son lógicos, constantes y no propensos a caprichos. Por lo tanto, constituyen un foco de

interés ideal para la persona con el síndrome de Asperger...»

Confirmado.

«Muchas personas tienen un hobby... La diferencia entre el rango normal y la excentricidad observada en el síndrome de Asperger es que estas aficiones son a menudo solitarias, idiosincrásicas y dominan el tiempo y la conversación de la persona.»

Confirmado... Confirmado... Confirmado.

Al cabo de unas cuantas páginas, Michael Burry comprendió que ya no estaba leyendo sobre su hijo, sino sobre él mismo. «¿Cuántas personas pueden coger un libro y encontrar un manual de instrucciones de su vida? —se preguntó—. Detestaba leer un libro que me dijera quién era yo. Yo me creía distinto, pero ahí se decía que era igual que otras personas. Mi esposa y yo éramos la típica pareja de Asperger, y teníamos un hijo de Asperger.» Su ojo de cristal ya no explicaba nada; lo raro sería que lo hubiera hecho. ¿Cómo un ojo de cristal podía explicar, en un nadador de competición, el miedo patológico a las aguas

profundas, el terror de no saber qué acechaba bajo sus pies? ¿Cómo podía explicar su pasión infantil por lavar el dinero? Michael cogía billetes de un dólar y los lavaba, los secaba con una toalla, los prensaba entre las páginas de los libros, y luego apilaba más libros sobre aquellos; todo para poder tener dinero que pareciera «nuevo». «De repente me había convertido en una caricatura —explicaba Burry—. Yo siempre había sido capaz de estudiar algo y sobresalir en algo realmente deprisa. Creía que se debía a que tenía algo especial. Pero ahora era: “¡Bueno, mucha gente con Asperger puede hacer eso!”. Ahora había un trastorno que me explicaba.»

Se resistió a aceptarlo. Él tenía un don para encontrar y analizar información sobre los temas que más le interesaban. Y siempre había estado muy interesado en sí mismo. Ahora, a los treinta y cinco años de edad, le habían dado aquella nueva información sobre sí mismo, y su primera reacción fue desear que no se la hubieran dado. «Mi primer pensamiento fue que mucha gente debía de tenerlo y no lo sabía —explicaba—. Y me preguntaba:

“¿Es realmente bueno para mí saberlo en este momento? ¿Por qué es bueno para mí saber eso de mí mismo?”.»

Fue a ver a su psicólogo para que le ayudara a evitar los efectos de su síndrome en su esposa y sus hijos. Su vida laboral, no obstante, permaneció inalterada por la nueva información. Él no modificó la forma en que tomaba sus decisiones de inversión, por ejemplo, o el modo de comunicarse con sus inversores. Tampoco dejó que sus inversores se enteraran de su trastorno. «No consideraba que fuera un hecho material que hubiera que revelar —comentaba—. No era un cambio. No se me había diagnosticado algo nuevo. Era algo que había tenido siempre.» Por otra parte, aquello explicaba en terrible medida lo que hacía para ganarse la vida, y el modo como lo hacía: su obsesiva búsqueda de datos fácticos, su insistencia en la lógica, su capacidad de analizar rápidamente un montón de tediosas declaraciones financieras... Las personas con Asperger no podían controlar aquello en lo que estaban interesadas. Fue un golpe de suerte que su especial foco de interés

fueran los mercados financieros y no, pongamos por caso, coleccionar catálogos de cortacéspedes. Cuando se lo planteó de ese modo, comprendió que los complejos mercados financieros modernos estaban lo bastante bien diseñados como para recompensar a una persona con Asperger que se interesara en ellos. «Solo alguien que tiene Asperger se leería el prospecto de un bono hipotecario basura», decía.

A comienzos de 2007, Michael Burry se encontraba en una situación especialmente extraña. Había comprado seguros sobre un montón de bonos hipotecarios basura realmente malos, creados a partir de préstamos hechos en 2005, pero aquellas eran sus permutas de impago crediticio. No era frecuente que otros operaran con ellas, ya que mucha gente había adoptado el punto de vista de que los préstamos hechos en 2005 eran de algún modo más sólidos que los realizados en 2006; en la jerga del mercado de bonos, estaban «fuera de la carrera».* Este era el principal argumento: los grupos de préstamos contra los que había apostado eran «relativamente limpios». Para

contestar tal afirmación, encargó un estudio privado, y descubrió que los grupos de préstamos que había vendido en corto tenían casi el doble de probabilidades de estar en bancarrota y un tercio más de probabilidades de haber sido objeto de embargo que la «carrera» general de transacciones *subprime* de 2005. Los préstamos realizados en 2006 eran de hecho peores que los realizados en 2005, pero los realizados en 2005 seguían siendo penosos, y tenían cada vez más cerca las fechas en las que se habían de revisar sus tipos de interés. Así pues, había escogido exactamente a los propietarios de viviendas adecuados contra los que apostar.

Durante todo el año 2006 y los primeros meses de 2007, Burry envió su lista de permutas de impago crediticio a Goldman, al Bank of America y a Morgan Stanley con la intención de que se la mostraran a los posibles compradores, a fin de que él pudiera hacerse una idea del precio de mercado. Al fin y al cabo, esa era la función teórica de los operadores: la de intermediarios, creadores de mercados. Sin embargo, no era la función que

realizaban. «Parecía que los operadores se limitaban a sentarse delante de mis listas y hacer sus propias apuestas de la manera más oportunista», explicaba Burry. Los datos de los emisores de hipotecas eran peores cada mes —los préstamos subyacentes a los bonos estaban yendo mal a un ritmo cada vez mayor—, y sin embargo, según decían, el precio de asegurar dichos préstamos bajaba. «La lógica me había fallado —comentaba—. No podía explicar los resultados que veía.» Al final de cada jornada solía hacer un pequeño cálculo: si el mercado *subprime* había caído, le transferirían dinero a él; si se había fortalecido, sería él quien tendría que transferir dinero. El destino de Scion Capital dependía de esas apuestas, pero a corto plazo ese destino no venía determinado por un mercado abierto y libre; venía determinado por Goldman Sachs, el Bank of America y Morgan Stanley, que decidían cada día si las permutas de impago crediticio de Mike Burry habían ganado o perdido dinero.

Era cierto, no obstante, que su cartera de permutas de impago crediticio era poco corriente.

Habían sido seleccionadas por un personaje poco corriente, con una opinión poco corriente sobre los mercados financieros, que operaba solo y de forma independiente. Este hecho solo permitía a las firmas de Wall Street dictarle el precio de mercado. Al no haber nadie más que comprara y vendiera exactamente lo que Michael Burry compraba y vendía, no había ninguna evidencia objetiva del valor de tales productos, de modo que valían lo que Goldman Sachs y Morgan Stanley decían que valían. Burry detectó una pauta en el modo en que manejaban su mercado: todas las buenas noticias sobre el mercado de la vivienda, o sobre la economía, se trataban como una excusa para exigir una fianza a Scion Capital; y todas las malas noticias se menospreciaban como si de algún modo resultaran irrelevantes para las apuestas concretas que él había hecho. Las firmas siempre afirmaban que no tenían ninguna posición propia —que mantenían sus activos y pasivos equilibrados—, pero su comportamiento decía otra cosa. «Cualquiera que fuera, la posición neta de los bancos era la que determinaba la referencia —

decía—. Yo no creo que ellos acudieran al mercado en busca de referencia; creo que acudían para cubrir sus necesidades.» Es decir, la razón por la que se negaban a reconocer que la apuesta de Burry producía beneficios era que ellos estaban al otro lado de dicha apuesta. «Cuando hablas con los operadores —escribía en marzo de 2006 al abogado de su empresa, Steve Druskin—, obtienes la perspectiva de su cartera. Lo que tengan en su cartera será su punto de vista. Resulta que Goldman está acumulando un montón de ese riesgo. Pues entonces hablarán como si no hubiera pasado nada en los fondos de hipotecas. No hay necesidad de sembrar el pánico [...] y eso ha funcionado. Mientras puedan atraer más [dinero] al mercado, el problema queda resuelto. Esa ha sido la historia de los últimos tres o cuatro años.»

En abril de 2006 había terminado de comprar seguros sobre bonos hipotecarios basura. En una cartera de 555 millones de dólares, había puesto 1.900 millones de dólares en aquellas peculiares apuestas; unas apuestas que deberían estar produciendo beneficios, pero que no los

producían. En mayo adoptó una nueva táctica: preguntar a operadores de Wall Street si estarían dispuestos a venderle más permutas de impago crediticio al precio que ellos afirmaban que valían, sabiendo que no era así. «En ningún momento ha habido ninguna contraparte dispuesta a venderme mi lista a mis referencias —escribía en un correo electrónico—. El 80 o 90 por ciento de los nombres de mi lista ni siquiera están disponibles a ningún precio.» Un mercado que funcionara correctamente asimilaría la nueva información en los precios de los valores; pero este mercado multibillonario del riesgo hipotecario *subprime* nunca experimentaba variaciones. «Uno de los dichos más viejos relacionados con la inversión es que, si lees algo sobre ella en el periódico, es que ya es demasiado tarde —explicaba—. Pero no esta vez.» Steve Druskin, que se involucraba cada vez más en el mercado, no podía creer lo controlado que estaba. «Lo asombroso es que hagan un mercado con ese producto irreal —decía Druskin—. Eso no es un verdadero activo.» Era como si Wall Street

hubiera decidido permitir a todo el mundo apostar sobre la puntualidad de las líneas aéreas comerciales. La probabilidad de que, por ejemplo, el vuelo 001 de United Flight llegara a su hora obviamente variaba: en función del clima, por cuestiones mecánicas, por la pericia del piloto, etcétera. Pero esas probabilidades cambiantes podían ignorarse hasta el momento en que el avión llegara o no llegara. No importaba que grandes entidades prestadoras hipotecarias como Ownit y ResCap quebraran, o que algún grupo de préstamos basura experimentara pérdidas superiores a las esperadas: lo único que importaba era lo que Goldman Sachs y Morgan Stanley habían decidido que debía importar.

El mayor mercado de capitales del mundo en realidad no era un mercado: era otra cosa; pero ¿qué? «De hecho, estoy quejándome a mis homólogos de que tiene que haber un fraude en el mercado para que las permutas de impago crediticio se hallen en su mínimo histórico — escribía Burry en un correo electrónico a un inversor de confianza—. ¿Y si las CDS son un

fraude? Me hago esta pregunta constantemente, y nunca había tenido la sensación de que debía pensar de esa manera tanto como ahora. De ningún modo deberíamos bajar del 5 por ciento este año solo en CDS hipotecarias.» A su vendedora en Goldman Sachs le escribió: «¿Creo que estoy vendiendo en corto viviendas, pero resulta que no, porque las CDS son delictivas?». Cuando, unos meses más tarde, Goldman Sachs anunció que reservaba 542.000 dólares por empleado para el fondo de primas de 2006, él escribió de nuevo: «Como antiguo empleado de gasolinera, empleado de aparcamiento, médico residente y actual paria de Goldman Sachs, me siento ofendido».

A mediados de 2006 empezó a tener noticia de otros gestores de cartera que querían hacer la misma apuesta que él. Unos cuantos incluso le llamaron y le pidieron ayuda. «Tenía a toda esa gente diciéndome que tenía que salir de esa operación —decía—. Y yo miraba a aquellas otras personas y pensaba en lo afortunadas que eran por poder entrar en la operación.» Si el mercado hubiera sido mínimamente racional, habría

reventado mucho antes. «Algunos de los mayores fondos del planeta han escogido mi cerebro y copiado mi estrategia —escribía en un correo electrónico—. De modo que no solo será Scion la que gane dinero si eso sucede. Aun así, tampoco será todo el mundo.»

Ahora se sentía absolutamente desdichado. «Es como si mis tripas se digirieran a sí mismas», le escribió a su esposa a mediados de septiembre. El motivo de su tristeza eran, como de costumbre, los otros. Y los otros que más le molestaban eran sus propios inversores. Cuando inició su fondo, en el año 2000, liberó solo sus rendimientos trimestrales, y les dijo a sus inversores que tenía la intención de no decirles casi nada sobre lo que se traía entre manos. Ahora le exigían informes mensuales y hasta quincenales, y le incordiaban constantemente sobre la prudencia de su pesimismo. «Casi pensaba que, cuanto mejor era la idea, y cuanto más iconoclasta era el inversor, más probabilidades tenías de que los inversores te gritaran», explicaba. A él no le preocupaba lo jorobado que estuviera el mercado de un valor

determinado porque sabía que a la larga la lógica acabaría metiéndolo en cintura: los negocios o prosperaban o fracasaban; los préstamos o se pagaban o no se pagaban. Pero las personas cuyo dinero gestionaba eran incapaces de mantener una distancia emocional con respecto al mercado. Y ahora respondían a los mismos estímulos superficiales que todo el jorobado mercado de las hipotecas basura, e intentaban obligarle a adaptarse a su demencia. «Hago todo lo posible por tener paciencia —le escribía a un inversor—. Pero solo puedo ser tan paciente como lo sean mis inversores.» A otro inversor quejoso le escribió: «La definición de un gestor inteligente en el mundo de los fondos de cobertura es alguien que tiene la idea correcta y ve cómo sus inversores le abandonan justo antes de que la idea produzca beneficios». Cuando estaba ganando enormes sumas de dinero apenas había tenido noticias de ellos; en el momento en que empezó a perder un poco, ellos comenzaron a acribillarle a dudas y celos:

Entiendo que el monstruo que nos arrastra hacia el mar son las CDS. Ha creado usted la penosa situación del viejo y el mar.

¿Cuándo ve usted el final de la sangría? (en agosto ha bajado de nuevo el 5 por ciento). ¿Está utilizando ahora una estrategia más arriesgada?

Me pone usted físicamente enfermo... ¿Cómo se atreve?

¿Puede explicarme cómo seguimos perdiendo dinero en esta posición? Si nuestras pérdidas potenciales son fijas, me parece, en base a lo que hemos perdido, que ahora deberían ser una minúscula parte de la cartera.

Esta última pregunta no dejaba de plantearse: ¿cómo un especialista en acciones podía estar perdiendo tanto con aquella quijotesca apuesta en el mercado de bonos? Y él no dejaba de intentar contestarla: se comprometía a pagar primas anuales equivalentes a aproximadamente el 8 por ciento de la cartera, todos los años mientras existieran los préstamos subyacentes (probablemente unos cinco años, aunque podían llegar a ser treinta). Un 8 por ciento multiplicado

por cinco años se convertía en un 40 por ciento. Si el valor de las permutas de impago crediticio caía a la mitad, Scion registraba una pérdida ajustada al valor de mercado del 20 por ciento.

Más alarmante resultaba el hecho de que sus contratos de permuta de impago crediticio contuvieran una disposición que permitía a las grandes firmas de Wall Street cancelar sus apuestas con Scion si los activos de esta última caían por debajo de un cierto nivel. De repente existía un riesgo real de que pudiera ocurrir tal cosa. La mayoría de sus inversores habían aceptado una «inmovilización» de dos años y no podían retirar su dinero a voluntad. Pero de los 555 millones de dólares que tenía bajo su gestión, 302 millones eran susceptibles de ser retirados o bien a finales de 2006 o a mediados de 2007, y los inversores hacían cola para recuperar su dinero. En octubre de 2006, mientras los precios de las viviendas estadounidenses experimentaban su mayor descenso en treinta y cinco años, y solo unas semanas antes de que el índice ABX de bonos hipotecarios triple B experimentara su primer

«acontecimiento crediticio» (es decir, sus primeras pérdidas), Michael Burry afrontaba la probabilidad de una retirada masiva de dinero de su fondo; un fondo que ahora se dedicaba a apostar contra el mercado de las hipotecas basura. «Estábamos clínicamente deprimidos —decía uno de los analistas que Burry había contratado, pero con los que luego nunca sabía qué hacer, dado que siempre insistía en realizar todos los análisis por sí mismo—. Ibas a trabajar y decías: “No quiero estar aquí”. La operación se volvía contra ti, y los inversores querían salir.»

Una noche, cuando Burry se quejaba a su esposa de la completa falta de perspectiva a largo plazo de los mercados financieros, le vino a la mente una idea: el acuerdo con sus inversores le daba derecho a conservar su dinero si lo había invertido «en valores de los que no hay ningún mercado público o que no son libremente negociables». Correspondía al gestor decidir si había un mercado público para un valor concreto. Si Michael Burry consideraba que no lo había —por ejemplo, si pensaba que un mercado

temporalmente no funcionaba o era de algún modo fraudulento—, se le permitía «reservar» una inversión. Es decir, que podía decirles a sus inversores que no podrían disponer de su dinero hasta que la apuesta que él había hecho con este completara su ciclo natural.

Y entonces hizo lo que le pareció la única cosa apropiada y lógica que podía hacer: apartó sus permutas de impago crediticio. La larga lista de inversores ansiosos por recuperar su dinero —una lista que incluía a su patrocinadora fundacional, Gotham Capital— recibieron la noticia en una concisa carta en la que les comunicaba que bloqueaba entre el 50 y el 55 por ciento de su dinero. Burry hizo que a la carta le siguiera su informe trimestral, que esperaba que pudiera hacer que todo el mundo se sintiera un poco mejor. Pero no tenía el don de preocuparse por lo que los demás pensaban de él: era casi como si no supiera cómo hacerlo. Y lo que escribió parecía menos una disculpa que un ataque: «Nunca antes me había sentido tan optimista con respecto a la cartera por una razón que no tuviera nada que ver con las

acciones», empezaba, para pasar luego a explicar cómo había establecido una posición en los mercados que debía de ser la envidia de cualquier gestor de cartera; cómo había hecho una apuesta, no sobre un «apocalipsis inmobiliario» (aunque sospechara que este era inminente), sino sobre «más o menos el 5 por ciento peor de los préstamos realizados en 2005»; y cómo sus inversores debían considerarse afortunados. Escribía como si estuviera sentado en la cima del mundo, cuando se esperaba más bien que se sintiera como si el mundo le hubiera caído encima a él. Uno de sus principales inversores neoyorquinos le escribió un correo electrónico: «Yo tendría más cuidado a la hora de emplear en el futuro frases despectivas como “Estamos vendiendo en corto la cartera hipotecaria que todo el mundo querría si la gente supiera lo que hace” y “Tarde o temprano alguno de los tipos importantes debería leerse algún prospecto”». Uno de su dos viejos amigos del correo electrónico —ambos se habían mantenido fieles a él— escribió: «Nadie salvo el dictador norcoreano Kim Jong-il

escribiría una carta así cuando han bajado un 17 por ciento».

De inmediato, sus socios de Gotham Capital le amenazaron con demandarle. Pronto se les unieron otros, que empezaron a organizarse para entablar una lucha judicial. Lo que diferenció a Gotham fue que sus jefes volaron de Nueva York a San José y trataron de intimidar a Burry para que les devolviera los 100 millones de dólares que habían invertido con él. En enero de 2006, el fundador de Gotham, Joel Greenblatt, había ido a la televisión para promover un libro, y, cuando se le pidió que nombrara a sus «inversores por valor» favoritos, había alabado las virtudes de un raro talento llamado Mike Burry. Diez meses después viajaba cinco mil kilómetros con su socio, John Petry, para decirle a Mike Burry que era un mentiroso y presionarle para que abandonara una apuesta que Burry consideraba la más astuta de su carrera. «Si hubo un momento en que estuve a punto de ceder, fue ese —explicaba Burry—. Joel era como un padrino para mí, un socio de mi empresa, el tipo que “me descubrió” y me apoyó antes que nadie de

fuera de mi familia. Yo le respetaba y admiraba.» Ahora, cuando Greenblatt le dijo que ningún juez de ningún tribunal de justicia respaldaría su decisión de reservar lo que era claramente un valor negociable, todos los sentimientos que Mike Burry albergaba hacia él se desvanecieron. Cuando Greenblatt le pidió ver una lista de los bonos hipotecarios basura contra los que Burry había apostado, este se negó. Desde el punto de vista de Greenblatt, él le había dado a aquel tipo 100 millones de dólares, y ahora no solo se negaba a devolvérselos, sino que ni siquiera quería hablar con él.

Y a Greenblatt no le faltaba razón. Resultaba descabelladamente atípico reservar una inversión para la que había un mercado obvio. Era evidente que existía algún precio bajo al que Mike Burry podía salirse de su apuesta contra el mercado de bonos hipotecarios basura. Para un significativo número de sus inversores, parecía como si Burry no quisiera aceptar el juicio del mercado: había hecho una mala apuesta y no era capaz de aceptar sus pérdidas. Pero para Burry, el juicio del

mercado era fraudulento, y Joel Greenblatt no sabía de lo que hablaba. «Se me hizo evidente que todavía no entendían las posiciones [con respecto a las permutas de impago crediticio]», explicaba.

Él era sumamente consciente de que muchas de las personas que le habían dado su dinero ahora le despreciaban. Y esa conciencia le llevó a: *a*) retirarse a su oficina y gritar «¡Jodeos!» con más fuerza en sus pulmones que de costumbre; *b*) desarrollar un nuevo desprecio hacia sus propios inversores, y *c*) seguir intentando explicarles sus actos por más claro que resultara que ya no le escuchaban. «Preferiría que hablara usted menos y escuchara más —le escribió su abogado, Steve Druskin, a finales de octubre de 2006—. Están elaborando su estrategia de litigio.»

«Aquello resultaba interesante —comentaba Kip Oberting, que había propiciado que White Mountains fuera otro de los inversores originarios de Burry, antes de irse a trabajar a otras empresas — porque él había explicado exactamente lo que estaba haciendo. Y había hecho ganar grandes sumas de dinero a la gente. Uno habría pensado

que los inversores le serían fieles.» Pero no solo no le eran fieles, sino que huían tan rápido como él les permitía. Le odiaban. «No entiendo por qué la gente no ve que no pretendo hacer ningún daño», decía. La noche del 29 de diciembre, ya tarde, Michael Burry se sentó a solas en su oficina y escribió un breve correo electrónico a su esposa: «Estoy increíblemente deprimido; intento ir a casa, pero en este momento estoy demasiado furioso y deprimido».

Y así, en enero de 2007, justo antes de que Steve Eisman y Charlie Ledley se dirigieran alegremente a Las Vegas, Michael Burry se sentó a explicar a sus inversores cómo, en un año en que Standard & Poor's había crecido más de un 10 por ciento, él había perdido un 18,4 por ciento. Una persona que hubiera ganado dinero con él desde el principio habría disfrutado de unas ganancias del 186 por ciento a lo largo de aquellos seis años, frente al 10,13 por ciento del índice S&P 500. Pero el éxito a largo plazo de Burry ya no era relevante: ahora le juzgaban mes a mes. «El año que acaba de terminar ha sido el que he tenido un

rendimiento más bajo que casi todos mis colegas y amigos en una cantidad que oscilaba entre los treinta y cuarenta puntos porcentuales —escribió—. Un gestor de cartera no pasa de ser casi un don nadie a ser casi universalmente aplaudido y luego a ser casi universalmente vilipendiado sin que se produzca algún efecto.» El efecto, siguió explicando, era hacer que se sintiera cada vez más seguro de que todo el mundo financiero se equivocaba y él tenía razón. «Yo siempre he creído que un solo analista de talento, esforzándose mucho, puede abarcar una cantidad asombrosa de paisaje inversor, y esta creencia sigue siendo incuestionable en mi mente.»

Luego volvió, como hacía siempre, al nada trivial asunto de sus permutas de impago crediticio: todos los datos importantes apuntaban a su probable éxito. Solo en los dos últimos meses tres grandes entidades emisoras de hipotecas habían quebrado... La organización Center for Responsible Lending predecía que en 2007 habría 2,2 millones de prestatarios que perderían sus casas, y que una de cada cinco hipotecas basura

emitidas en 2005 y 2006 sería objeto de impago...

Michael Burry era tan hábil a la hora de cabrear a la gente que se convirtió en un villano de Wall Street. Las cartas trimestrales a sus inversores, que Burry consideraba privadas, ahora se filtraban rutinariamente a la prensa. En un diario comercial se publicó un repugnante artículo en el que se sugería que se había comportado de forma poco ética al reservar su apuesta, y Burry estaba seguro de que el artículo había sido instigado por uno de sus propios inversores. «Mike no era un paranoico —comentaba un inversor de Nueva York que observó el comportamiento de otros inversores neoyorquinos hacia Scion Capital—. La gente en realidad no le entendía. Cuando se convirtió en un tipo malo se convirtió en un sociópata avaro que iba a robar todo el dinero. Y siempre podía volver a ser neurólogo. Eso era lo primero que se le ocurría a todo el mundo con respecto a Mike: que era médico.» Burry empezó a oír extraños rumores sobre él. Que había abandonado a su esposa y estaba escondido... Que había huido a Sudamérica... «Es una vida interesante la que

llevo últimamente», le escribió Burry a uno de sus amigos del correo electrónico.

Con todo lo que ha pasado recientemente, he tenido la oportunidad de hablar con muchos de nuestros inversores, cosa que es la primera vez que hago en la historia de los fondos. Lo que he escuchado me ha chocado. Parece que los inversores solo han prestado una relativa atención a mis cartas, y muchos de ellos han hecho caso de diversos rumores y habladurías en lugar del análisis o el pensamiento original. Según las distintas versiones, he creado un fondo patrimonial privado, he intentado comprar una mina de oro venezolana, he montado un fondo de cobertura independiente llamado Milton's Opus, me he divorciado, he reventado, nunca he revelado las operaciones con derivados, he pedido prestados 8.000 millones de dólares, he pasado la mayor parte de los dos últimos años en Asia, he acusado a todo el mundo en Wall Street salvo a mí mismo de ser idiota, he desviado capital de los fondos a mi cuenta personal, y más o menos he convertido a Scion en el siguiente Amaranth.* No me invento nada de todo esto.

Él siempre había sido distinto de como cabía esperar que fuera un gestor de fondos de cobertura. Iba a trabajar con los mismos pantalones cortos y camisetas durante días. Se negaba a llevar zapatos con cordones. Se negaba a llevar relojes o

quiera su anillo de boda. Para relajarse en el trabajo a menudo ponía heavy metal a todo volumen. «Creo que esas debilidades personales mías fueron toleradas por muchos mientras las cosas iban bien —explicaba—. Pero cuando las cosas dejaron de ir bien, se convirtieron en síntomas de incompetencia o de inestabilidad por mi parte, incluso entre mis empleados y socios comerciales.»

Después de la conferencia de Las Vegas, el mercado había caído, y luego se recuperó hasta finales de mayo. Para Charlie Ledley, de Cornwall Capital, el sistema financiero estadounidense parecía estar sistemáticamente corrompido por un contubernio de bancos de Wall Street, agencias de calificación y reguladores estatales. Para Steve Eisman, de FrontPoint Partners, el mercado parecía sobre todo estúpido o ilusorio: una cultura financiera que había experimentado tantos pequeños pánicos seguidos de robustas expansiones veía cualquier bajada de valores simplemente como una nueva oportunidad de compra. Para Michael Burry, el mercado de las

hipotecas basura se parecía cada vez más a un fraude perpetrado por unas cuantas mesas de contratación de bonos basura. «Teniendo en cuenta el masivo engaño por parte de nuestros homólogos, ya no vale la pena considerar la idea de dejar de reservar las CDS», escribía a finales de marzo de 2007.

El primer semestre de 2007 fue un período muy extraño en la historia financiera. Los datos en el ámbito del mercado de la vivienda se distanciaban cada vez más de las cotizaciones de los bonos y de los seguros sobre los bonos. Enfrentadas a unos datos que no les gustaban, las grandes firmas de Wall Street parecieron optar simplemente por ignorarlos. Sin embargo, hubo cambios sutiles en el mercado, y estos aparecieron en la bandeja de entrada del correo de Burry. El 19 de marzo, su vendedor en Citigroup le envió, por primera vez, un análisis serio sobre un fondo de hipotecas. Las hipotecas no eran *subprime*, sino Alt-A.* De todos modos, el tipo intentaba explicar qué parte del fondo consistía en préstamos solo interés, qué porcentaje correspondía a viviendas ocupadas por

su propio dueño, etcétera, del modo en que podía hacerlo una persona que en realidad pensaba en la solvencia de los prestatarios. «Cuando yo analizaba aquellos datos en 2005 —escribía Burry en un correo electrónico con un tono que hacía pensar en el explorador Henri Morton Stanley observando a unos turistas atravesar la jungla por un camino que él hubiera abierto a hachazos—, no había nada ni remotamente parecido a esta clase de análisis que saliera de las agencias bursátiles. Tenía que agarrarme a las “segundas silenciosas”^{*} como indicador de la presión sobre un comprador y poner el listón alto en mi proceso de selección, pero en aquel momento nadie que operara con derivados tenía la menor idea acerca de lo que yo hablaba, y nadie creía que tuvieran importancia.» Pero en el largo período de calma transcurrido entre febrero y junio de 2007 habían empezado a tenerla. El mercado estaba nervioso. En el primer trimestre de 2007, Scion Capital aumentó casi un 18 por ciento.

Entonces algo cambió, aunque al principio resultara difícil ver qué era. El 14 de junio, los

dos fondos de cobertura de bonos hipotecarios basura que en la práctica eran propiedad de Bear Stearns se fueron al traste. En las dos semanas siguientes, el índice de cotización de los bonos hipotecarios basura triple B cayó casi un 20 por ciento. Justo entonces a Burry le dio la impresión de que Goldman Sachs experimentaba una crisis nerviosa. Sus mayores posiciones eran con Goldman, y de pronto esta parecía ser incapaz, o no estar dispuesta, a determinar el valor de dichas posiciones, y, por lo tanto, no podía precisar qué fianza había que depositar o dejar de depositar. El viernes 15 de junio, la vendedora de Burry en Goldman Sachs, Veronica Grinstein, desapareció. Él la telefoneó y le envió un correo electrónico, pero ella no contestó hasta última hora del lunes siguiente, para decirle que estaría «todo el día fuera de la oficina».

«Este es un tema recurrente cada vez que el mercado se cruza en nuestro camino —escribía Burry—. La gente se pone enferma y se ausenta por motivos indeterminados.»

El 20 de junio, Grinstein volvió finalmente para

decirle que Goldman Sachs había experimentado un «fallo del sistema».

Eso resultaba gracioso, le contestó Burry, dado que Morgan Stanley le había dicho más o menos lo mismo, mientras que su vendedor en el Bank of America afirmaba que habían tenido «un corte de suministro eléctrico».

«Yo consideraba que tales “problemas del sistema” eran excusas para ganar tiempo a fin de aclarar un embrollo entre bastidores», explicaba. La vendedora de Goldman hizo un débil intento de afirmar que, aunque el índice de bonos hipotecarios basura se hubiera desplomado, el mercado que los aseguraba no se había movido. Pero le llamaba desde su teléfono móvil en lugar de utilizar la línea de la oficina, en la que las conversaciones habrían quedado grabadas.

Estaban cediendo. Todos ellos. Al final de cada mes, durante casi dos años, Burry había visto a los operadores de Wall Street referenciar sus posiciones contra él. Es decir, que al final de cada mes sus apuestas contra los bonos basura bajaban misteriosamente de valor. Casualmente, también

era al final de cada mes cuando los operadores de Wall Street enviaban sus cuentas de resultados a sus gerentes y gestores de riesgo. El 29 de junio, Burry recibió una nota de su vendedor en Morgan Stanley, Art Ringness, diciendo que ahora la empresa quería asegurarse de que «las referencias fueran justas». Al día siguiente, Goldman hizo lo mismo. Era la primera vez en dos años que Goldman Sachs no había vuelto la operación contra ella al llegar a final de mes. «Era la primera vez que variaban nuestras referencias de manera acertada —subraya—, porque ellos mismos estaban entrando también en la operación.» El mercado aceptaba finalmente el diagnóstico de su propio trastorno.

El momento en que Goldman entró en su operación fue también el momento en que el mercado enloqueció. Pareció producirse una especie de fiebre: de golpe todo el mundo parecía ansioso por hablar con él. Morgan Stanley, que había sido, con mucho, la más renuente a reconocer noticias negativas en el mercado *subprime*, ahora le llamó para decirle que le

gustaría comprar todo lo que tuviera «de cualquier tamaño». Burry oyó el rumor —pronto confirmado— de que un fondo gestionado por Goldman y llamado Global Alpha había tenido enormes pérdidas en el mercado *subprime*, y que la propia Goldman había pasado rápidamente de apostar por el mercado de las hipotecas basura a hacerlo contra él.

Aquel era precisamente el momento que les había dicho a sus inversores, allá en el verano de 2005, que tenían que esperar que llegara. Un montón de hipotecas malas, por valor de tres cuartos de billón de dólares, estaban agotando el período de sus tipos de interés «de enganche» para pasar a otros tipos de interés más elevados. Un fondo de hipotecas contra el que Burry había apostado ilustraba a la perfección la situación general: el llamado OOMLT 2005-3. La denominación OOMLT 2005-3 era la abreviatura de un grupo de préstamos hipotecarios basura realizados por Option One, la empresa cuyo presidente había pronunciado en Las Vegas el discurso del que Steve Eisman se había marchado

tras alzar la mano mostrando un cero. La mayoría de los préstamos se habían hecho entre abril y julio de 2005. Desde enero hasta junio de 2007, las noticias sobre el fondo —su morosidad, sus bancarrotas, sus embargos de viviendas— habían sido bastante constantes. Las pérdidas eran mucho mayores de lo que deberían haber sido dadas las clasificaciones de los bonos a los que respaldaban, pero dichas pérdidas no variaban mucho de un mes a otro. Entre el 25 de febrero y el 25 de mayo (los datos de pago siempre se evaluaban el día 25 de cada mes), el conjunto de morosidades, embargos y bancarrotas de OOMLT 2005-3 subió del 15,6 al 16,9 por ciento. El 25 de junio, el número total de préstamos impagados alcanzó un máximo del 18,68 por ciento. En julio alcanzó un nuevo máximo, esta vez del 21,4 por ciento. En agosto saltó al 25,44 por ciento, y a finales de año estaba en el 37,7 por ciento, es decir, que más de una tercera parte del fondo de prestatarios había incumplido el pago de sus préstamos. Las pérdidas eran suficientes para borrar del mapa no solo los bonos contra los que

había apostado Michael Burry, sino también muchos de los mejor calificados de la misma torre. El hecho de que el pánico en las firmas de Wall Street se hubiera iniciado antes del 25 de junio le sugirió a Michael Burry sobre todo que dichas firmas podrían estar trabajando con información privilegiada sobre los datos de pago. «Los operadores a menudo poseían entidades emisoras [hipotecarias] —escribía—, y podrían haber conseguido información interna sobre el deterioro de las cifras.»

En los meses que desembocaron en el desmoronamiento de OOMLT 2005-3 —y de todos los demás grupos de préstamos de vivienda sobre los que había comprado permutas de impago crediticio—, Michael Burry tomó nota de varios comentarios tanto de Ben Bernanke como del secretario del Tesoro estadounidense, Henry Paulson. Ambos dijeron, repetidamente, que no veían ninguna posibilidad de «contagio» a los mercados financieros de las pérdidas en las hipotecas basura. «Cuando empecé a vender en corto esas hipotecas en 2005 —escribía Burry en

un correo electrónico—, yo sabía que no era probable que se pagaran en el plazo de dos años; y ello por una razón muy sencilla: la gran mayoría de las hipotecas originadas en los últimos años tenían una característica siniestramente atractiva que era el período con el tipo de interés denominado “de enganche”. Ahora aquellas hipotecas de 2005 llegaban al final de dicho período, y en 2008 llegarían las de 2006. ¿Qué persona en su sano juicio concluiría con certeza a comienzos de 2007, justo en mitad de la madre de todos los chanchullos de los tipos “de enganche”, que el desastre *subprime* no se traduciría en un contagio? La factura, literalmente, no se había pagado aún.»

En todo Wall Street, los operadores de bonos hipotecarios basura habían adoptado erróneamente una posición larga, y ahora luchaban por vender sus posiciones, o por comprar seguros sobre ellas. Las permutas de impago crediticio de Michael Burry de repente se habían puesto de moda. Lo que todavía le chocaba, sin embargo, era que el mercado hubiera tardado tanto en asimilar la

información material. «Podías ver que todas esas transacciones estaban pasándolas canutas hasta la fecha de reajuste —explicaba—, y el reajuste no hacía sino darles una patada en el culo y meterlas en otra dimensión de quiebra. Yo me hallaba en un estado de perpetua incredulidad. Había creído que alguien se daría cuenta de lo que venía antes de junio de 2007. Si realmente hicieron falta aquellos datos de pago de junio para que de repente la gente se diera cuenta, pues bueno, eso me lleva a preguntarme qué es lo que hace en realidad durante todo el día un “analista de Wall Street”.»

A finales de julio sus referencias se movían rápidamente a su favor, al tiempo que leía cosas sobre el genio de personas como John Paulson, que se habían incorporado a la operación un año después que él. El servicio de noticias Bloomberg News publicó un artículo sobre las pocas personas que parecían haber visto venir la catástrofe. Solo una de ellas trabajaba como operadora de bonos en una gran firma de Wall Street: un hasta entonces oscuro operador de bonos respaldados por activos del Deutsche Bank llamado Greg Lippmann. Ni a

FrontPoint ni a Cornwall se las mencionaba en el texto, pero el inversor más notoriamente ausente del artículo de Bloomberg News estaba sentado a solas en su despacho en Cupertino, California. Michael Burry copió el artículo y lo envió por correo electrónico a toda la oficina con una nota: «Lippmann es el tipo que básicamente cogió mi idea y la aplicó. Es mérito suyo». Sus propios inversores, cuyo dinero había multiplicado por más del doble, apenas dijeron nada. No hubo ni excusas ni agradecimientos. «Nadie vino y me dijo, “¡Sí, señor: tenía usted razón!” —explicaba—. Todo estaba silencioso. Demasiado silencioso. Y aquel silencio me enfureció.» Le quedaba su forma favorita de comunicación, su carta a los inversores. A primeros de julio de 2007, cuando los mercados se desplomaron, les planteó una magnífica pregunta: «Un aspecto bastante sorprendente de todo esto —escribió— es que ha habido relativamente pocos informes de inversores que en realidad salieran perjudicados por los problemas del mercado de las hipotecas basura. [...] ¿Por qué no hemos oído hablar todavía de un

Long-Term Capital de esta era?».

La muerte de un interés

Howie Hubler había crecido en New Jersey y había jugado al fútbol en el Montclair State College. Todos los que le conocían advertían su grueso cuello de futbolista, su enorme cabeza y sus maneras autoritarias, que se interpretaban a la vez como admirablemente directas y como una máscara. Era vocinglero, testarudo e intimidante. «Cuando se le planteaba alguna cuestión intelectual sobre sus operaciones, Howie no tomaba un derrotero intelectual —explicaba una de las personas encargadas de supervisar a Hubler en sus primeros días en Morgan Stanley—. Más bien tomaba el derrotero de “¡Fuera de mi vista!”.» A algunas personas les gustaba Hubler, a otras no; pero a principios de 2004 lo que pensarán los

demás en realidad ya no importaba, porque durante casi una década Howie Hubler había ganado dinero operando con bonos para Morgan Stanley. Él gestionaba las operaciones de Morgan Stanley con bonos respaldados por activos, lo que en la práctica le convertía en responsable de las apuestas sobre hipotecas basura de la empresa. Justo hasta el momento en que el mercado de bonos hipotecarios basura experimentó el auge, cambiando la trayectoria de lo que en teoría había de ser un operador de bonos respaldados por activos, la carrera de Hubler se había parecido a la de Greg Lippmann. Como todos los demás operadores de bonos respaldados por activos, había estado jugando a una especie de póquer de apuestas bajas amañado en su favor, dado que nunca había habido un verdadero problema serio en el mercado. Los precios caían, pero luego siempre se recuperaban. Los bonos respaldados por activos podían gustarte un poco o podían gustarte mucho, pero no tenía sentido odiarlos, porque no había ningún instrumento para apostar contra ellos.

Dentro de Morgan Stanley, el auge de los préstamos hipotecarios basura creó un momento especialmente dulce. La empresa había sido líder a la hora de extender a los préstamos al consumo la tecnología financiera utilizada para empaquetar préstamos corporativos. Los intelectuales financieros de Morgan Stanley —sus analistas cuantitativos— habían tenido un papel clave de cara a enseñar a las agencias de calificación, Moody's y Standard & Poor's, cómo evaluar CDO sobre grupos de bonos respaldados por activos. Era lógico que alguien en Morgan Stanley se preguntara también si podía inventar una permuta de impago crediticio sobre un bono respaldado por activos. La mesa de contratación de hipotecas basura de Howie Hubler estaba creando bonos a un ritmo inédito y más rápido. Para ello, el grupo de Hubler tenía que «almacenar» los préstamos, a veces durante meses. Entre la compra de los préstamos y la venta de los bonos integrados por dichos préstamos, su grupo se veía expuesto a caídas de precios. «La única razón de que creáramos la permuta de impago crediticio fue

proteger la mesa de contratación hipotecaria gestionada por Howie Hubler», decía uno de sus inventores. Si Morgan Stanley podía encontrar a alguien a quien vender seguros sobre sus préstamos, Hubler podría eliminar el riesgo de mercado de almacenar préstamos de vivienda.

Tal como se concibió originalmente en 2003, la permuta de impago crediticio sobre hipotecas basura era un contrato de seguro excepcional, no estándar, establecido entre Morgan Stanley y algún otro banco o compañía de seguros, a espaldas del mercado en general. Ningún ser humano normal y corriente había oído hablar nunca de tales permutas de impago crediticio, ni tampoco, si Morgan Stanley se salía con la suya, oiría hablar jamás de ellas. Eran intencionadamente arcanas, opacas, no líquidas, y, por lo tanto, su precio resultaba convenientemente difícil de fijar por nadie que no fuera Morgan Stanley. Estaban «hechas a medida», en la jerga bursátil. A finales de 2004, Hubler se había vuelto escéptico en relación con ciertos bonos hipotecarios basura, y quería encontrar formas inteligentes de apostar

contra ellos. La misma idea se les había ocurrido a los intelectuales de Morgan Stanley. A comienzos de 2003, uno de ellos había propuesto que dejaran de ser intelectuales y formaran un pequeño grupo que él, el intelectual, gestionaría; un hecho que los operadores olvidarían con rapidez. «Uno de los analistas cuantitativos de hecho creó todo este asunto, y ellos [Hubler y sus operadores] se lo robaron», explicaba un vendedor de bonos de Morgan Stanley que había observado de cerca todo el proceso. Una de las personas más estrechamente vinculadas a Hubler, un operador llamado Mike Edman, se convirtió en el creador oficial de una nueva idea: una permuta de impago crediticio sobre lo que equivalía a un grupo intemporal de préstamos basura.

Un riesgo de apostar contra préstamos basura era que, mientras los precios de la vivienda siguieran subiendo, los prestatarios podrían refinanciarse y pagar sus antiguos préstamos. Entonces el grupo de préstamos sobre los que habías comprado seguros se reduciría, y la cantidad de tus seguros se reduciría con él. La

permuta de impago crediticio de Edman solucionaba ese problema con cierta letra pequeña en sus contratos que especificaba que Morgan Stanley compraba el seguro sobre el último préstamo sin amortizar el del grupo. Morgan Stanley hacía una apuesta, no sobre el grupo entero de préstamos de vivienda *subprime*, sino sobre aquellos pocos préstamos del grupo que resultaba menos probable que se amortizaran. El tamaño de la apuesta, sin embargo, seguía siendo el mismo que si no se amortizara nunca ningún préstamo del grupo. Es decir, que habían comprado un seguro de inundaciones tal que, si una gota de agua llegaba a rozar cualquier parte de la casa, les pagaban el valor de la casa entera.

Así diseñada, era prácticamente seguro que la nueva permuta de impago crediticio hecha a medida de Morgan Stanley un día produciría beneficios, ya que, para que produjera plenos beneficios, bastaban unas pérdidas en todo el grupo de préstamos de solo el 4 por ciento, algo que los grupos de préstamos hipotecarios basura solían experimentar en los buenos tiempos. El

único problema, desde el punto de vista de los operadores de Howie Hubler, era encontrar a un cliente de Morgan Stanley lo bastante estúpido como para aceptar el otro lado de la apuesta; es decir, conseguir que el cliente le vendiera a Morgan Stanley lo que equivalía a un seguro de vivienda sobre una casa destinada a ser demolida. «Encontraron a un cliente que aceptó la posición larga del tramo triple B de un trozo de mierda», decía uno de sus antiguos colegas, lo que constituye una forma complicada de decir que encontraron una «referencia»; vamos, un primo, un cliente del que aprovecharse. «Así fue como empezó, como se impulsó la primera operación de Howie.»

A comienzos de 2005, Howie Hubler había encontrado un número de primos suficientes en el mercado para adquirir permutas de impago crediticio hechas a medida por valor de 2.000 millones de dólares. Desde el punto de vista de los primos, las permutas de impago crediticio que Howie Hubler trataba de comprar debían de parecer algo así como dinero gratis: Morgan

Stanley les pagaría el 2,5 por ciento anual sobre el tipo libre de riesgo por poseer, de hecho, bonos respaldados por activos de calidad (triple B). La idea les resultó especialmente atractiva a inversores institucionales alemanes, que o bien no leyeron la letra pequeña, o se tomaron las calificaciones de las agencias al pie de la letra.

En la primavera de 2005, Howie Hubler y sus operadores creían, con razón, que no había ninguna duda de que aquellas diabólicas políticas de seguros que habían creado producirían beneficios. Y querían tener más. Fue entonces, sin embargo, cuando Michael Burry empezó a hacer campaña para comprar permutas de impago crediticio estandarizadas. Greg Lippmann en el Deutsche Bank, un par de operadores de Goldman Sachs y algunos otros se reunieron para elaborar los detalles del contrato. A Mike Edman de Morgan Stanley le arrastraron a regañadientes a su discusión, ya que, desde el momento en que las permutas de impago crediticio sobre bonos hipotecarios basura fueron negociadas y estandarizadas abiertamente, el grupo de Howie

Hubler perdería la capacidad de vender su versión, más turbia y más privada.

Corría el mes de abril de 2006, y la maquinaria de los bonos hipotecarios basura funcionaba a todo gas. Howie Hubler era el operador de bonos estrella de Morgan Stanley, y su grupo de ocho operadores generaba, según sus cálculos, alrededor del 20 por ciento de los beneficios de la entidad. Dichos beneficios habían pasado de alrededor de 400 millones de dólares en 2004 a 700 millones en 2005, para llegar a los 1.000 millones en 2006. Hubler cobraría 25 millones de dólares a final de año, pero ya no le hacía feliz trabajar como un operador de bonos normal y corriente. Los mejores y más brillantes operadores de Wall Street estaban dejando sus grandes firmas para ir a trabajar en fondos de cobertura, donde podían ganar, no decenas, sino cientos de millones de dólares. Recoger calderilla de las operaciones de inversores incautos no parecía digno de un operador de bonos de alto nivel de Wall Street. «Howie pensaba que el negocio de los clientes era estúpido —explicaba uno de los operadores más

próximos a Hubler—. Era lo que siempre había hecho, pero ahora había perdido todo interés en ello.»* Hubler podía ganar cientos de millones facilitando la estupidez de los clientes de Morgan Stanley; pero podía ganar miles de millones utilizando el capital de la empresa para apostar contra ella.

La dirección de Morgan Stanley, por su parte, siempre temió que Hubler y su pequeño equipo de operadores pudieran irse y crear su propio fondo de cobertura. Para que se quedaran, le ofrecieron a Hubler un acuerdo especial: tener su propio grupo de operadores vinculado a la empresa, con su propio nombre grandilocuente, GPCG, o Global Proprietary Credit Group. En su nueva organización, Hubler se quedaría con parte de los beneficios que el grupo generara. «La idea — explica un miembro del grupo— era que pasáramos muy pronto de ganar mil millones de dólares al año a ganar dos mil millones.» La idea, también, era que Hubler y su pequeño grupo de operadores se quedaran una gran parte de los beneficios que generara el grupo. En cuanto

resultara factible —les prometió Morgan Stanley —, se permitiría a Hubler que lo convirtiera en un negocio de gestión de cartera independiente, del que poseería el 50 por ciento. Entre otras cosas, ese negocio gestionaría CDO respaldadas por activos *subprime*. Y competirían, por ejemplo, con la empresa de Chau, Harding Advisory.

Los que supuestamente eran los mejores y más brillantes operadores del parqué de bonos de Morgan Stanley presionaron para unirse a ellos. «Se suponía que era la élite de la élite — explicaba uno de los operadores—. Howie se llevó consigo a los más inteligentes.» Los pocos elegidos se trasladaron a otro piso de las oficinas de Morgan Stanley en el centro de Manhattan, ocho plantas más arriba de sus viejas mesas de contratación. Allí erigieron nuevas paredes a su alrededor para crear al menos la ilusión de que Morgan Stanley no tenía ningún conflicto de intereses. Los operadores que quedaban en el segundo piso comprarían y venderían a clientes, y no pasarían ninguna información sobre sus transacciones a Hubler y su grupo de la décima

planta. Tony Tufariello, el responsable de todas las operaciones con bonos de Morgan Stanley y, por lo tanto, en teoría el jefe de Howie Hubler, estaba tan confuso que se montó un despacho dentro del grupo de Howie, e iba y venía constantemente entre el segundo y el décimo piso.* Howie Hubler no quería solo gente. Quería, desesperadamente, llevarse consigo las posiciones bursátiles de su grupo. Sus detalles eran tan complicados que uno de los propios operadores de bonos hipotecarios basura de Morgan Stanley dijo: «No creo que ninguna de las personas por encima de Howie entendiera del todo la operación que tenía entre manos». Pero su idea esencial era sencilla: Hubler y su grupo habían hecho una apuesta masiva a que los préstamos basura irían mal. La joya de la corona de sus elaboradas posiciones bursátiles seguían siendo los 2.000 millones de dólares en permutas de impago crediticio hechas a medida que Hubler estaba seguro de que un día, muy pronto, producirían 2.000 millones de dólares de beneficios. Los grupos de préstamos hipotecarios estaban a punto de experimentar sus primeras

pérdidas, y, en el momento en que lo hicieran, Hubler sería plenamente recompensado.

Había, no obstante, un engorroso problema: las primas vigentes de aquellos contratos de seguros se comían los rendimientos a corto plazo del grupo de Howie. «Se suponía que el grupo ganaba dos mil millones de dólares al año —explicaba uno de sus miembros—. Y nosotros teníamos aquella posición de permutas de impago crediticio que nos costaba doscientos millones de dólares.» Para compensar los costes de mantenimiento, Hubler decidió vender algunas permutas de impago crediticio sobre CDO *subprime* triple A y cubrir personalmente algunas primas.* El problema era que las primas sobre las CDO triple A, supuestamente mucho menos arriesgadas, representaban solo una décima parte de las primas sobre las triple B, y, por lo tanto, para cubrir la misma cantidad de dinero que estaba pagando, tenía que vender aproximadamente diez veces la cantidad de permutas de impago crediticio que ya poseía. Él y sus operadores hicieron esto rápidamente, y al parecer sin demasiada discusión,

en más o menos una media docena de operaciones masivas con Goldman Sachs, el Deutsche Bank y algunos otros.

A finales de enero de 2007, cuando todo el sector de los bonos hipotecarios basura se dirigía a Las Vegas para darse un homenaje, Howie Hubler había vendido permutas de impago crediticio sobre tramos triple A de CDO por valor de unos 16.000 millones de dólares. Nunca antes había habido una expresión tan clara del modo en que se engañaba la élite de los operadores de bonos de Wall Street y, por extensión, todo el mercado de bonos hipotecarios basura: entre septiembre de 2006 y enero de 2007, el operador de bonos con mayor estatus de Morgan Stanley había comprado, a efectos prácticos, 16.000 millones de dólares en CDO triple A, compuestas íntegramente de bonos hipotecarios basura triple B, que perdieron todo su valor cuando los fondos de préstamos basura subyacentes experimentaron pérdidas de alrededor del 8 por ciento. De hecho, Howie Hubler estaba apostando a que algunos de los bonos basura triple B irían mal, pero no todos

ellos. Era lo bastante inteligente como para mostrarse escéptico con respecto a su mercado, pero no lo bastante como para comprender lo escéptico que tenía que ser.

Dentro de Morgan Stanley no parece que en ningún momento se cuestionara demasiado si había que permitir que la élite responsable de asumir riesgos de la empresa comprara 16.000 millones de dólares en bonos hipotecarios basura. Obviamente, exigieron que el grupo de operadores vinculado de Howie Hubler proporcionara información sobre sus operaciones tanto a la alta dirección como a gestión de riesgos; pero la información que proporcionaron los operadores enmascaraba la naturaleza de su riesgo. Los 16.000 millones de dólares en riesgo *subprime* que Hubler había asumido se presentaban en los informes de riesgo de Morgan Stanley en un epígrafe marcado como «triple A»; es decir, que también podrían haber sido bonos del Tesoro estadounidense. Y se presentaban de nuevo en un cálculo conocido como valor-riesgo (VaR, por sus siglas en inglés). El VaR, que era el instrumento

más comúnmente utilizado por la dirección de Wall Street para saber lo que sus operadores acababan de hacer, medía solo el grado en el que una acción o bono determinados habían oscilado en el pasado, dando un mayor énfasis a los movimientos recientes que a los del pasado más distante. Dado que su valor nunca había fluctuado demasiado, las CDO triple A respaldadas por activos *suprime* se registraban en los informes internos de Morgan Stanley como prácticamente libres de riesgo. En marzo de 2007, los operadores de Hubler prepararon una presentación, entregada por los jefes de Hubler al consejo de administración de Morgan Stanley, que alardeaba de su «gran posición estructural» en el mercado de las hipotecas basura. Pero nadie hizo la pregunta obvia: ¿qué le pasa a esa gran posición estructural si los prestatarios de hipotecas basura empiezan a incumplir sus pagos en un número mayor del esperado?

Howie Hubler estaba asumiendo un riesgo enorme, por más que no supiera comunicarlo o, quizá, entenderlo. Había hecho una masiva apuesta

sobre casi exactamente los mismos tramos de CDO contra los que había apostado Cornwall Capital, integrados casi por los mismos bonos basura contra los que habían apostado FrontPoint Partners y Scion Capital. Durante más de veinte años, la complejidad del mercado de bonos había ayudado a los operadores de bonos de Wall Street a engañar a sus clientes; pero ahora estaba llevando a los propios operadores de bonos a engañarse a sí mismos.

La cuestión era en qué medida se correlacionaban los precios de los diversos bonos hipotecarios basura contenidos en una CDO. Y las posibles respuestas iban desde cero (los precios de unos no tenían nada que ver con los de los otros) hasta un cien por cien (todos sus precios oscilaban hombro con hombro). Moody's y Standard & Poor's juzgaban que los grupos de bonos triple B tenían una correlación de alrededor del 30 por ciento, lo que no significaba en absoluto lo que a primera vista podría parecer: es decir, no significaba, por ejemplo, que si un bono iba mal había una posibilidad del 30 por ciento de

que los demás también fueran mal, sino más bien que si un bono iba mal los demás experimentarían un descenso muy leve.

La falsa pretensión de que aquellos préstamos no eran todos en esencia iguales, condenados a un impago masivo en el momento en que los precios de la vivienda dejaran de subir, había justificado las decisiones de Moody's y Standard & Poor's de otorgar calificaciones triple A aproximadamente al 80 por ciento de cada CDO (y había hecho posible el propio negocio de las CDO). También justificaba la decisión de Howie Hubler de comprar 16.000 millones de dólares de ellas. Morgan Stanley había hecho tanto como cualquier firma de Wall Street para persuadir a las agencias de calificación de que trataran los préstamos al consumo igual que trataban los préstamos de empresa: como activos cuyos riesgos podían verse drásticamente reducidos si se juntaban en grupos. La gente que había hecho esa labor de persuasión la veía como un argumento de venta: sabían que había una diferencia entre los préstamos de empresa y los préstamos al consumo que las

agencias de calificación no habían sabido afrontar. La diferencia era que había muy poca historia en la que basarse con respecto al mercado de bonos hipotecarios basura, y ninguna en absoluto con respecto a un mercado inmobiliario nacional que se desplomaba. La élite de los operadores de bonos de Morgan Stanley no dedicaba demasiado tiempo a preocuparse por ello. Y Howie Hubler confiaba en las calificaciones.

Los operadores de bonos de Wall Street que estaban al otro lado de la línea telefónica hablando con Howie Hubler se llevaron la impresión de que él consideraba aquellas apuestas completamente libres de riesgo. Obtenía un diminuto interés... por nada. Por supuesto, no era el único que creía tal cosa. Hubler y un operador de Merrill Lynch andaban discutiendo con respecto a una posible compra a esta última por parte de Morgan Stanley de 2.000 millones de dólares en CDO triple A. Hubler quería que Merrill Lynch le pagara 28 puntos básicos (un 0,28 por ciento) sobre el tipo libre de riesgo, mientras que Merrill Lynch solo quería pagar 24. En una operación de 2.000

millones de dólares —una operación que en última instancia habría transferido una pérdida de 2.000 millones de dólares de Merrill Lynch a Morgan Stanley—, los dos operadores discutían sobre unos pagos de intereses que ascendían a 800.000 dólares anuales. Finalmente no hubo acuerdo sobre dicha suma. Hubler mantuvo la misma quisquillosa discusión con el Deutsche Bank, aunque con una diferencia: en el Deutsche Bank, Greg Lippmann gritaba ahora a todo pulmón que un día aquellas CDO triple A podían tener un valor igual a cero. La maquinaria de CDO del Deutsche Bank le pagó a Hubler los 28 puntos básicos que ansiaba, y en diciembre de 2006 y enero de 2007 realizó sendas transacciones con él, de 2.000 millones de dólares cada una. «Cuando hicimos las operaciones, ambos decíamos todo el tiempo: “Los dos sabemos que no hay riesgo en estas cosas”», explicaba el ejecutivo de CDO del Deutsche Bank que trató con Hubler.

En el turbio y curioso período transcurrido desde

principios de febrero hasta junio de 2007, el mercado de las hipotecas basura parecía un gigantesco globo de helio, atado al suelo por más o menos una decena de grandes firmas de Wall Street. Cada firma sostenía su soga; una por una, se fueron dando cuenta de que no importaba lo fuerte que tiraran: a la larga el globo los alzaría por los aires. En junio, una por una, fueron soltando calladamente sus cabos. Por decreto de su presidente, Jamie Dimon, J. P. Morgan había abandonado el mercado a finales de otoño de 2006. El Deutsche Bank, gracias a Lippmann, siempre se había agarrado bastante tenuemente a él. Goldman Sachs fue el siguiente, pero no se limitó a marcharse, sino que se volvió e hizo una gran apuesta contra el mercado *subprime*, acelerando todavía más la fatal ascensión del globo.* Cuando sus fondos de cobertura *subprime* se desplomaron en junio, Bear Stearns se vio forzada a cortar su cuerda, y el globo se alejó todavía más del suelo.

Poco antes de eso, en abril de 2007, Howie Hubler, que quizá albergaba recelos sobre el

tamaño de su apuesta, había llegado a un acuerdo con el tipo que controlaba los condenados fondos de cobertura de Bear Stearns, Ralph Cioffi. El 2 de abril, la mayor entidad prestadora de hipotecas basura de Estados Unidos, New Century, se había visto desbordada por los impagos y se había declarado en quiebra. Morgan Stanley le vendería a Cioffi 6.000 millones de dólares de sus 16.000 millones en CDO triple A. El precio había caído un poco: Cioffi pedía un rendimiento de 40 puntos básicos (el 0,40 por ciento) sobre el tipo libre de riesgo. Hubler habló con la presidenta de Morgan Stanley, Zoe Cruz; juntos, decidieron que preferían mantener el riesgo *subprime* antes que sufrir unas pérdidas que equivalían a varias decenas de millones de dólares. Fue una decisión que terminó costándole a Morgan Stanley casi 6.000 millones de dólares, y, sin embargo, el director general de Morgan Stanley, John Mack, no se involucró en ella. «Mack nunca fue a hablar con Howie — explica uno de los colaboradores más próximos de Hubler—. En todo aquel tiempo Howie no mantuvo ni una sola charla con Mack.»*

En mayo de 2007, sin embargo, se produjo una creciente disputa entre Howie Hubler y Morgan Stanley. Asombrosamente, esta no tenía nada que ver con la prudencia de poseer 16.000 millones de dólares en títulos complejos cuyo valor dependía en última instancia de la capacidad de una *stripper* de Las Vegas con cinco propiedades de inversión, o de un recolector de fresas mexicano con una sola casa de 750.000 dólares, de cumplir con unos pagos de intereses rápidamente crecientes. La disputa era sobre el incumplimiento por parte de Morgan Stanley de su promesa de convertir el grupo de operadores vinculado de Hubler en su propia firma de gestión de cartera independiente, de la que este poseería el 50 por ciento. Molesto por la tardanza de Morgan Stanley al respecto, Howie Hubler amenazó con marcharse. Para retenerle, Morgan Stanley prometió pagarles a él y a sus operadores una porción aún mayor de las ganancias de GPCG. En 2006, Hubler había cobrado 25 millones de dólares; en 2007 se suponía que cobraría mucho más.

Un mes después de que Hubler y sus operadores

vieran mejoradas las condiciones del acuerdo con su empresa, Morgan Stanley finalmente planteó la pregunta incómoda: ¿qué pasaría con su masiva apuesta en el mercado de las hipotecas basura si los estadounidenses de clase media baja incumplían sus pagos en un número mayor del esperado? ¿Cómo resultaba la apuesta, por ejemplo, utilizando la previsión de pérdidas generada por los analistas más pesimistas de Wall Street? Hasta aquel momento, la apuesta de Hubler había sido sometida a «pruebas de estrés» con posibles escenarios en los que los grupos de préstamos basura experimentaban pérdidas del 6 por ciento, las pérdidas más elevadas de la historia reciente. Ahora se pedía a los operadores de Hubler que imaginaran lo que le pasaría a su apuesta si las pérdidas alcanzaban el 10 por ciento. La petición venía directamente del jefe de gestión de riesgo de Morgan Stanley, Tom Daula, y a Hubler y sus operadores les disgustó e inquietó la posibilidad de que la hiciera pública. «Aquello resultaba de lo más extraño —explica uno de ellos—. Había mucha inquietud al respecto. Tal como

lo veíamos, era como decir: “Esta gente no sabe de lo que está hablando”. Si las pérdidas llegan al 10 por ciento es que habrá algo así como un millón de personas sin hogar.» (A la larga, las pérdidas en los préstamos sobre los que el grupo de Hubler había apostado llegarían al 40 por ciento.) En opinión de un alto ejecutivo de Morgan Stanley ajeno al grupo de Hubler: «Ellos no querían mostrarte los resultados. Solo repetían: “Esa situación mundial no puede ocurrir”».

Los operadores de Hubler tardaron diez días en producir ese resultado que en realidad no querían mostrar a nadie: con unas pérdidas del 10 por ciento, su complicada apuesta sobre hipotecas basura pasaba de tener un beneficio previsto de 1.000 millones de dólares a una pérdida prevista de 2.700 millones. En palabras de un alto ejecutivo de Morgan Stanley: «Los responsables de gestión de riesgos salieron de las pruebas de estrés con un aspecto muy contrariado». Hubler y sus operadores trataron de calmarles. Tranquilos, les dijeron, ese volumen de pérdidas jamás se producirá.

No obstante, al departamento de gestión de riesgos no le resultaba nada fácil tranquilizarse. Les parecía que Hubler y sus operadores no entendían del todo su propia apuesta. Hubler seguía diciendo que él estaba apostando contra el mercado de bonos basura. Pero, si era así, ¿cómo podía ser que perdiera miles de millones si este se desplomaba? En opinión de un alto ejecutivo de gestión de riesgos de Morgan Stanley: «Una cosa es apostar a rojo o negro y saber que estás apostando a rojo o negro. Y otra muy distinta apostar a una forma determinada de rojo y no conocerla».

A principios de julio, Morgan Stanley recibió su primer toque de atención. Vino de Greg Lippmann y sus jefes en el Deutsche Bank, quienes, en una teleconferencia, le dijeron a Howie Hubler y sus jefes que los 4.000 millones de dólares en permutas de impago crediticio que Hubler había vendido a la mesa de contratación de CDO del Deutsche Bank seis meses antes habían

experimentado una variación favorable al Deutsche Bank. ¿Podía, por favor, Morgan Stanley transferir 1.200 millones de dólares al Deutsche Bank al final de la jornada? O en palabras de Lippmann, según alguien que oyó la conversación: «Tío, nos debes mil doscientos millones».

Las CDO *subprime* con calificación triple A, de las que ahora había montones enterradas en varias firmas de Wall Street por valor de cientos de miles de millones de dólares, y que se suponía que estaban libres de riesgo, valían ahora, según Greg Lippmann, solo 70 centavos por dólar. Howie Hubler tuvo la misma reacción. «¿Qué significa setenta? ¡Nuestro modelo dice que valen noventa y cinco!», exclamó uno de los tipos de Morgan Stanley que participaba en la teleconferencia.

«Nuestro modelo dice que valen setenta», replicó uno de los tipos del Deutsche Bank.

«Bueno, pues nuestro modelo dice que valen noventa y cinco», repitió el tipo de Morgan Stanley, y luego pasó a hablar de cómo la correlación entre los miles de bonos triple B de sus CDO era muy baja, y, por lo tanto, que unos

cuantos bonos fueran mal no implicaba que ellos perdieran su valor.

En ese punto, Greg Lippmann se limitó a decir: «Tío, a la mierda tu modelo. Yo te mantengo la cotización. Están a setenta/setenta y siete. Tienes tres opciones. Puedes revendérmelas a setenta. Puedes comprar unas cuantas más a setenta y siete. O puedes darme mis putos mil doscientos millones de dólares».

Morgan Stanley no quería comprar ningún bono hipotecario basura más. Howie Hubler no quería comprar más bonos respaldados por activos *subprime*: había soltado ya la soga que lo ataba al globo ascendente. Sin embargo, tampoco quería afrontar pérdidas, e insistió en que, pese a su falta de disposición a comprar más a 77, sus CDO triple A seguían valiendo 95 centavos por dólar. Simplemente derivó el asunto a sus superiores, quienes consultaron con sus homólogos en el Deutsche Bank, y finalmente acordaron transferir más de 600 millones de dólares. La alternativa, para el Deutsche Bank, era someter el asunto a un grupo de expertos de tres bancos de Wall Street,

seleccionados al azar, para que determinaran lo que valían realmente aquellas CDO triple A. El hecho de que el Deutsche Bank no quisiera correr aquel riesgo da una idea de la confusión y las falsas ilusiones que reinaban en Wall Street.

En cualquier caso, desde la perspectiva del Deutsche Bank la fianza tampoco era gran cosa. «Cuando Greg hizo esa llamada —explicaba un alto ejecutivo del Deutsche Bank—, aquello era lo último en la lista de las cosas que teníamos que hacer para mantener nuestro negocio en funcionamiento. Morgan Stanley tenía setenta mil millones de dólares de capital. Sabíamos que el dinero estaba ahí.» Hubo incluso cierta discusión en el Deutsche Bank con respecto a si el precio de Lippmann era acertado. «Era una cifra tan grande —comentaba una persona que participó en aquellas discusiones— que mucha gente decía que no era posible que tuviera razón. No podía ser que Morgan Stanley nos debiera mil doscientos millones de dólares.»

Sin embargo, así era. Fue el principio de una espiral descendente que terminaría solo unos

meses después, en una teleconferencia entre la presidenta de Morgan Stanley y los analistas de Wall Street. Los impagos se disparaban, los bonos se desplomaban en todo el mundo, y las CDO integradas por dichos bonos iban detrás. En varias ocasiones durante esta caída el Deutsche Bank ofreció a Morgan Stanley la posibilidad de salir de la operación. La primera vez que le llamó Greg Lippmann, Howie Hubler podría haber abandonado su operación de 4.000 millones de dólares con el Deutsche Bank al precio de sufrir unas pérdidas de 1.200 millones de dólares; la vez siguiente que Lippmann le llamó, el precio de su salida había aumentado a 1.500 millones. En cada ocasión, Howie Hubler, o uno de sus operadores, discutía el precio, y finalmente declinaba salir. «Luchábamos todo el tiempo con aquellos cabrones», cuenta un operador del Deutsche Bank. Y también todo el tiempo los cobradores de deudas del Deutsche Bank percibieron que los operadores de bonos de Morgan Stanley entendían mal su propia operación. No es que mintieran: eran realmente incapaces de entender la naturaleza

de las CDO basura. La correlación entre los bonos basura triple B no era del 30 por ciento, sino del 100 por ciento. Cuando uno de ellos se desplomaba, todos los demás lo hacían, porque todos ellos dependían de las mismas fuerzas económicas generales. Al final apenas tenía sentido que una CDO cayera de 100 a 95, a 77, a 70 y luego a 7. Los bonos basura que las sustentaban eran o todos malos o todos buenos. La CDO valía o cero o 100.

A un precio de 7, Greg Lippmann permitió a Morgan Stanley salir de una operación en la que había entrado aproximadamente a 100 centavos por dólar. Sobre los primeros 4.000 millones de dólares de la locura de 16.000 millones de Howie Hubler, las pérdidas alcanzaron aproximadamente los 3.700 millones de dólares. Entonces Lippmann ya no hablaba con Howie Hubler, porque este ya no trabajaba en Morgan Stanley. «Howie estuvo unas semanas de vacaciones —explica un miembro de su grupo—, y luego ya no volvió.» Le habían permitido dimitir en octubre de 2007, con muchos de los millones de dólares que la firma le había

prometido a finales de 2006 para que no se marchara. Según se informó al consejo de administración, las pérdidas totales que dejó tras de sí fueron de algo más de 9.000 millones de dólares: la mayor pérdida bursátil de toda la historia de Wall Street. Otras firmas perderían más, mucho más; pero dichas pérdidas normalmente se asociarían a la generación de préstamos hipotecarios basura. Citigroup, Merrill Lynch y otros tenían enormes montañas de ellos cuando el mercado se desplomó, pero en su caso eran un subproducto de sus maquinarias de CDO. Si tenían CDO respaldadas por hipotecas basura no era tanto por su interés en ellas como por los honorarios que sus transacciones generarían una vez que las hubieran vendido. Las pérdidas de Howie Hubler fueron el resultado de una sencilla apuesta: Hubler y sus operadores creyeron que eran tipos inteligentes venidos a la tierra para explotar las estúpidas ineficiencias del mercado; lejos de ello, no hicieron sino aportar más ineficiencia.

Retirado a New Jersey, con un número de

teléfono que no figuraba en la guía, Howie Hubler al menos tuvo el reconfortante consuelo de saber que no había sido el mayor idiota de la partida. Puede que hubiera soltado la cuerda del globo demasiado tarde para salvar a Morgan Stanley, pero, tras caer al suelo y alzar la vista hacia el globo que se elevaba por los aires, pudo ver varios cuerpos de Wall Street pendiendo todavía de él. A primeros de julio, justo unos días antes de que Greg Lippmann le llamara para pedirle los 1.200 millones de dólares, Hubler había encontrado un par de compradores para sus CDO triple A. El primero era Mizuho Financial Group, una filial bursátil del segundo banco de Japón. Como pueblo, los japoneses se habían sentido desconcertados por aquellas nuevas creaciones financieras estadounidenses, y se habían mantenido alejados de ellas. Mizuho Financial Group, por alguna razón que solo la propia empresa sabría, se posicionó como un operador inteligente de bonos basura estadounidenses, y recibió 1.000 millones de dólares en CDO respaldadas por activos *subprime* de manos de Morgan Stanley.

El otro comprador, más importante, era UBS, que se quedó con 2.000 millones de dólares en CDO triple A de Howie Hubler, junto con un par de cientos de millones de su posición corta en bonos triple B. Es decir, que en julio, muy poco antes de que el mercado se desplomara, UBS observó la operación de Howie Hubler y se dijo: «Nosotros también queremos parte de esto». De modo que la compra personal de Howie Hubler de 16.000 millones de dólares en CDO triple A se redujo a más o menos unos 13.000 millones. Unos meses más tarde, al tratar de explicar a sus accionistas los 37.400 millones de dólares que había perdido en los mercados *subprime* estadounidenses, UBS publicaría un informe medio sincero en el que revelaría que un pequeño grupo de operadores de bonos estadounidenses empleados por UBS habían presionado mucho hasta conseguir finalmente que el banco comprara aún más bonos hipotecarios basura de otras firmas de Wall Street. «Si la gente hubiera sabido de la operación, habría habido una rebelión abierta — comentaba un operador de bonos de UBS cercano

a la acción—. Fue una operación muy controvertida en UBS. Se mantuvo muy, muy en secreto. Había mucha gente que, de haber sabido que se producía la operación, habría puesto el grito en el cielo. Nosotros aceptamos la proporción de correlación de Howie cuando todo el mundo sabía que la correlación era de uno [es decir, del 100 por ciento].» Asimismo, explicaba que los operadores de UBS que realizaron la operación estaban motivados principalmente por sus propios modelos, los cuales, en el momento de la transacción, sugerían que habían obtenido unos beneficios de 30 millones de dólares.

El 19 de diciembre de 2007, Morgan Stanley celebró una teleconferencia con sus inversores. La empresa quería explicar cómo una pérdida bursátil de 9.200 millones de dólares —con una fluctuación de unos cuantos miles de millones arriba o abajo— había superado con creces los beneficios generados por sus cincuenta mil y pico empleados. «Los resultados que anunciamos hoy resultan embarazosos para mí; para nuestra firma —empezó diciendo John Mack—. Han sido el

resultado de un error de juicio incurrido en una de las mesas de nuestra área de renta fija, y también de un fallo a la hora de gestionar apropiadamente ese riesgo. [...] Casi todas las depreciaciones de este trimestre han sido el resultado de las operaciones sobre [*sic*] una sola mesa en nuestro negocio de hipotecas.» El directivo explicó que Morgan Stanley tenía ciertas «coberturas» contra el riesgo de sus hipotecas basura, y que «las coberturas no funcionaron adecuadamente en las condiciones de mercado extraordinarias de finales de octubre y de noviembre». Pero las condiciones de mercado de octubre y noviembre no habían sido extraordinarias: en esos dos meses, por primera vez, el mercado empezó a fijar adecuadamente el precio del riesgo de las hipotecas basura. Lo extraordinario fue lo que había ocurrido antes y que había conducido a lo de octubre y noviembre.

Tras decir que quería «dejar absolutamente claro [que], como jefe de esta firma, asumo la responsabilidad de su rendimiento», Mack respondió a las preguntas de los analistas bancarios de otras firmas de Wall Street. Estos

tardaron un poco en comprender cuál era el motivo de lo embarazoso de la situación, pero finalmente lo entendieron. Cuatro analistas prefirieron no sondear a Mack demasiado a fondo con respecto a lo que era casi con certeza la mayor pérdida bursátil patrimonial de la historia de Wall Street, y a continuación William Tanona, de Goldman Sachs, dijo:

TANONA: Una pregunta más sobre el riesgo, [a la que] sé que todo el mundo ha estado dando vueltas. [...] Ayúdanos a entender cómo ha podido ocurrir que tuvierais tan grandes pérdidas. Quiero decir que yo imaginaría que tenáis límites de posición y límites de riesgo de por sí. Solo [me desconcierta] pensar que pudierais tener una mesa que podía perder 8.000 millones.

JOHN MACK: Esa es una pregunta errónea.

TANONA: ¿Perdón?

JOHN MACK: ¿Hola...? ¡Hey!...

TANONA: Te había perdido...

JOHN MACK: Mira, Bill, vamos a ser claros. Uno: esta operación se reconoció y se introdujo en nuestras cuentas. Dos: se introdujo en nuestro sistema de gestión de riesgos. Es muy sencillo [...] resulta muy doloroso, así que estoy siendo sincero. Cuando aquellos tipos acentuaron las pérdidas del escenario de adoptar esta posición, no previeron [...] que pudiéramos tener ese volumen de impagos, de acuerdo. Es

justo decir que nuestra división de gestión de riesgos tampoco acentuó aquellas pérdidas.* Es tan sencillo como eso. Fueron grandes riesgos de curtosis que nos pillaron con fuerza, de acuerdo. Eso fue lo que pasó.

TANONA: Vale. Muy bien. Supongo que la otra pregunta que plantearía es que me sorprende que vuestro valor-riesgo operativo se mantuviera estable durante el trimestre dado ese nivel de pérdidas, y dado que yo sospecharía que aquellos eran activos negociables. Entonces, ¿puedes ayudarme a entender por qué vuestro valor-riesgo no aumentó drásticamente en el trimestre?*

JOHN MACK: Bill, creo que el valor-riesgo es una representación muy buena del riesgo operativo líquido. Pero en términos del [inaudible] de ello, estaré encantado de darte una respuesta sobre eso cuando terminemos aquí, ya que no puedo contestar en este momento.

Aquella palabrería carente de significado debió de dejar a la audiencia con la sensación de que era incapaz de captar la profunda complejidad de las transacciones bursátiles con bonos de Morgan Stanley. Pero lo que tales palabras revelaban de hecho era que el propio ejecutivo en realidad no entendía la situación. Entre sus homólogos, John Mack era ampliamente considerado una persona relativamente bien informada con respecto a los

riesgos operativos de los bonos de su firma. Al fin y al cabo, él mismo era un antiguo operador de bonos, y se le había contratado para potenciar la cultura de asunción de riesgos de Morgan Stanley. Sin embargo, no solo no había sabido entender lo que sus operadores tenían entre manos cuando todavía lo tenían, sino que ni siquiera podía explicar a ciencia cierta lo que habían hecho después de que hubieran perdido 9.000 millones de dólares.

Por fin había llegado el momento: el último comprador de riesgo hipotecario *subprime* había dejado de comprar. El 1 de agosto de 2007, los accionistas presentaron su primera demanda contra Bear Stearns en relación con el desplome de sus fondos de cobertura respaldados por activos *subprime*. Entre sus efectos menos visibles estuvo el de alarmar enormemente a los tres jóvenes de Cornwall Capital que poseían lo que para ellos era un enorme montón de permutas de impago crediticio compradas sobre todo a Bear Stearns.

Ya desde lo de Las Vegas, Charlie Ledley había sido incapaz de sacudirse la sensación de la enormidad de los acontecimientos que estaban viviendo. Ben Hockett, el único de los tres que había trabajado en una gran firma de Wall Street, también tendía a viajar con gran rapidez en su mente hacia algún final catastrófico. Y Jamie Mai simplemente pensaba que muchos tipos de Wall Street eran unos cabronazos. A los tres les preocupaba que Bear Stearns pudiera quebrar y ser incapaz de saldar sus deudas de juego. «Puede que llegue un momento en el que ya no puedas operar más con una firma de Wall Street —decía Ben—, y puede que llegue así.»

Aquella primera semana de agosto anduvieron de acá para allá tratando de hacerse una idea de los precios de las CDO doble A, que solo unos meses antes se habían estado cotizando a precios que sugerían que estaban básicamente libres de riesgo. «Los bonos subyacentes se desplomaban y toda la gente con la que habíamos tratado te decían que te darían dos puntos», decía Charlie. En efecto, de manera constante hasta finales de julio,

Bear Stearns y Morgan Stanley estuvieron afirmando que las CDO doble A valían 98 centavos por dólar. La discusión entre Howie Hubler y Greg Lippmann se reproducía ahora en todo el mercado.

Cornwall Capital poseía permutas de impago crediticio sobre veinte CDO malas, pero cada una de ellas era mala a su propia manera, con lo cual resultaba difícil hacerse una idea acerca de dónde se situaban exactamente. Una cosa estaba clara: su arriesgada apuesta ya no era arriesgada. Sus operadores de Wall Street siempre les habían dicho que nunca podrían deshacerse de aquellas oscuras permutas de impago crediticio sobre tramos dobles A de CDO, pero el mercado tenía pánico, y parecía impaciente por comprar seguros sobre cualquier cosa que estuviera relacionada con los bonos hipotecarios basura. El cálculo había cambiado: por primera vez, Cornwall podía perder bastante dinero si pasaba algo que hiciera que el mercado se recuperara; pongamos por caso, si el gobierno estadounidense interviniera y garantizara todas las hipotecas basura. Y, desde

luego, si Bear Stearns se hundía, ellos lo perderían todo. Tras haber estado curiosamente alertas ante la posibilidad de una catástrofe, ahora se sentían curiosamente expuestos a una. Así que se apresuraron a cubrirse; a encontrar algún comprador de aquellas extrañas y ahora relevantes pólizas de seguros que habían acumulado.

La tarea recayó en Ben Hockett. Charlie Ledley había intentado unas cuantas veces actuar como su operador, y había fracasado miserablemente. «Hay toda una serie de pequeñas reglas —decía Charlie—. Tienes que saber con exactitud qué decir, y, si no lo sabes, todo el mundo se cabrea contigo. Yo pensaba que diría “¡Vende!”, y resultaba que decía “¡Compra!”. De pronto me di cuenta de que yo no debía estar haciendo transacciones.» Ben, en cambio, se había ganado la vida como operador, y era el único de los tres que sabía qué decir y cómo decirlo. Sin embargo, estaba en el sur de Inglaterra, de vacaciones con la familia de su esposa.

Y fue así como Ben Hockett se encontró sentado en un pub llamado The Powder Monkey, en la

población de Exmouth, en el condado inglés de Devon, buscando a un comprador de 205 millones de dólares en permutas de impago crediticio sobre tramos doble A de CDO *subprime* entresuelo. The Powder Monkey disponía de la única conexión inalámbrica a internet fiable de la población, y a ninguno de los entusiastas bebedores británicos pareció importarles, o advertir siquiera, la presencia del estadounidense en la mesa del rincón aporreando su terminal Bloomberg y hablando por el móvil desde las dos de la tarde hasta las once de la noche. Hasta el momento, solo tres firmas de Wall Street se habían mostrado dispuestas a tratar con Cornwall Capital y proporcionarles los acuerdos ISDA necesarios para operar con permutas de impago crediticio: Bear Stearns, el Deutsche Bank y Morgan Stanley. «Ben siempre nos había dicho que es *posible* hacer una operación sin un ISDA, pero que en realidad no es normal», comentaba Charlie. Pero aquel no era un momento normal. El viernes 3 de agosto, Ben llamó a todas las grandes firmas de Wall Street y les dijo: «Ustedes no me conocen y sé que no nos

darán un acuerdo ISDA, pero tengo seguros sobre CDO respaldadas por hipotecas *subprime* y estoy dispuesto a vender. ¿Estarían ustedes dispuestos a tratar conmigo sin un acuerdo ISDA?». «La respuesta de [los departamentos de] acciones era que no —contaba Ben—. Y yo les decía: “Llame a su jefe de operaciones de crédito y llame a su jefe de gestión de riesgo y vea si ellos son de otra opinión”.» Aquel viernes solo un banco parecía ansioso por tratar con él: UBS. Y se mostraba muy ansioso. El último hombre que se aferraba al globo de helio acababa de soltar su cuerda.

El lunes 6 de agosto, Ben volvió a The Powder Monkey y comenzó a operar. Por unas pólizas de seguros que costaban la mitad del 1 por ciento, UBS le ofreció ya de entrada 30 puntos; es decir, 205 millones de dólares en permutas de impago crediticio de Cornwall, que habían costado alrededor de un millón de dólares de compra, de repente valían algo más de 60 millones de dólares (el 30 por ciento de 205 millones). UBS, sin embargo, ya no era la única entidad que expresaba tal interés: la gente de Citigroup, Merrill Lynch y

Lehman Brothers, tan despreocupada el viernes, se mostraba ansiosa el lunes. Todos ellos se las veían y se las deseaban para poner precio a los riesgos de aquellas CDO que sus firmas habían creado. «Para mí era más fácil porque ellos tenían que examinar cada transacción por separado —decía Ben—, y yo solo quería dinero.» Cornwall tenía veinte posiciones distintas que vender. La conexión a internet de Ben iba y venía, al igual que la cobertura de su teléfono móvil. Solo el fervor de las firmas de Wall Street, desesperadas por comprar un seguro de incendios sobre su casa en llamas, se mantuvo intacto. «Es la primera vez que vemos unos precios que reflejan algo parecido a lo que realmente valen —decía Charlie—. Nosotros teníamos posiciones que Bear Stearns estaba valorando en seiscientos de los grandes y que pasaron a seis millones al día siguiente.»

A las once de la noche del jueves, Ben había terminado. Era el 9 de agosto, el mismo día que el banco francés BNP anunciaba que se impediría a los inversores en sus fondos del mercado monetario retirar sus ahorros debido a los

problemas con las hipotecas basura estadounidenses. Ben, Charlie y Jamie no tenían claro por qué un banco suizo había comprado las tres cuartas partes de sus apuestas. Las letras U, B, S apenas se habían mencionado en Cornwall Capital hasta que el banco había empezado a pedirles que le vendieran lo que ahora eran costosísimos seguros *subprime*. «Yo no tenía ninguna razón concreta para pensar que UBS estuviera siquiera en el negocio *subprime* —decía Charlie—. Retrospectivamente, no puedo creer que no nos volviéramos y adoptáramos una posición corta sobre UBS.» Al quedarse con las permutas de impago crediticio de Cornwall, ni UBS ni ninguno de sus otros compradores de Wall Street expresaron la más mínima reserva ante el hecho de que ahora estaban asumiendo el riesgo de que Bear Stearns pudiera quebrar: aquella idea, dentro de las grandes firmas de Wall Street, resultaba todavía inconcebible. Cornwall Capital, que había empezado cuatro años y medio antes con 110.000 dólares, acababa de ganar, con una apuesta de un millón de dólares, más de 80

millones netos. «Sentimos alivio por no haber sido los tontos de la partida», decía Jamie. Desde luego que no lo habían sido. Su arriesgada apuesta les había reportado unas ganancias de 80 a 1. Y nadie en The Powder Monkey le preguntó nunca a Ben qué hacía.

Obviamente, la extensa familia inglesa de su esposa se preguntó dónde había estado, y él trató de explicárselo. Él pensaba que lo que estaba ocurriendo tenía una importancia crucial. Consideraba que el sistema bancario era insolvente, y ello implicaba unos cuantos trastornos graves. Cuando la banca se para, el crédito se para; cuando se para el crédito, se para el comercio, y cuando se para el comercio... bueno, la ciudad de Chicago tenía solo ocho días de reservas de cloro para su abastecimiento de agua. Los hospitales se quedaban sin medicinas. Todo el mundo moderno se basaba en la capacidad de comprar ahora y pagar más tarde. «Yo había llegado a casa a medianoche y trataba de hablarle a mi cuñado del futuro de nuestros hijos — explicaba Ben—. Les pedí a todos los de la casa

que se ocuparan de que sus cuentas en HSBC estuvieran aseguradas. Les dije que tuvieran a mano algo de dinero en efectivo, ya que quizá tendríamos que afrontar algunas alteraciones. Pero resultaba difícil de explicar.» ¿Cómo se le explica a un ciudadano inocente del mundo libre la importancia de una permuta de impago crediticio sobre un tramo doble A de una obligación de deuda garantizada respaldada por activos *subprime*? Él lo intentó, pero sus suegros ingleses se limitaron a mirarle con extrañeza. Entendían que alguien acababa de perder mucho dinero y que Ben acababa de ganar mucho dinero, pero no consiguieron ir mucho más lejos. «En realidad no puedo hablarles de ello —decía—. Son ingleses.»

Veintidós días después, el 31 de agosto de 2007, Michael Burry levantó la reserva que había hecho y empezó a deshacerse de sus propias permutas de impago crediticio. Sus inversores podrían recuperar su dinero, y ahora había más del doble del que le habían dado. Solo unos meses antes habían ofrecido a Burry 200 puntos básicos —o el 2 por ciento del principal— por sus permutas de

impago crediticio, que alcanzaron un máximo de 1.900 millones de dólares. Ahora, unas firmas de Wall Street desesperadas por amortiguar su caída le ofrecían el 75, el 80 y el 85 por ciento. Al final del trimestre, informaría de que el fondo había aumentado más de un 100 por ciento. A finales de año, en una cartera de menos de 550 millones de dólares, habría obtenido unos beneficios de más de 720 millones. Y, sin embargo, sus inversores no dijeron ni pío. «Ni siquiera cuando estuvo claro que aquel era un gran año y que yo tenía razón hubo el menor júbilo por ello —explicaba—. Ganar dinero no tenía nada que ver con como yo pensaba que sería.» A su inversor fundacional, Gotham Capital, le envió un correo electrónico donde decía únicamente: «De nada». Había decidido ya echarlos del fondo, y les insistió en que vendieran su participación en el negocio. Cuando le pidieron que les sugiriera un precio, él contestó: «¿Qué tal si conservan las decenas de millones que casi me impidieron ganar para ustedes el año pasado y así quedamos en paz?».

En sus comienzos había decidido no cobrar a

sus inversores la habitual comisión de gestión de más o menos el 2 por ciento por sus servicios. El único año que no había convertido el dinero de sus inversores en más dinero, la falta de dicha comisión había significado que tuviera que despedir a empleados. Ahora escribió a sus inversores una carta haciéndoles saber que había cambiado su política, lo que permitió a estos volver a enfadarse con él una vez más, a pesar de que estaba haciéndolos ricos. «Solo me pregunto cómo encuentras siempre la manera de cabrear a la gente —le escribía uno de sus amigos del correo electrónico—. Tienes un don.»

Una de las cosas que había aprendido del Asperger, ya desde que descubriera que lo tenía, era la utilidad que le reportaban sus focos de interés. Estos constituían un lugar seguro al que retirarse para alejarse de un mundo hostil. De ahí que la gente con Asperger los experimentara de manera tan intensa. Y de ahí también, curiosamente, que no pudieran controlarlos. «El terapeuta al que voy a ver me ayuda a entenderlo —escribía en un correo electrónico—, y adquiere

mucho sentido cuando repaso mi propia vida.» Y añadía:

Veamos si lo entiendo bien, aunque siempre suena mejor cuando lo dice el terapeuta. Bueno, si partes de una persona que tiene una tremenda dificultad para integrarse en el funcionamiento social de la comunidad, y a menudo se siente incomprendida, menospreciada y, como resultado, sola, verás que un intenso interés por algo puede ser algo que acrecienta el ego en el sentido clásico. Los niños con Asperger pueden concentrarse enormemente y ampliar el conocimiento de un tema en el que tienen interés con gran rapidez, a menudo bastante más allá del nivel de su prójimo. Ese refuerzo del ego resulta muy relajante, proporcionando algo que los niños con Asperger no experimentan a menudo, por no decir nunca. En la medida en que el interés por algo proporciona ese refuerzo, hay poco peligro de un cambio. Pero cuando el interés encuentra un escollo, o la persona experimenta un fallo en dicho interés, la negatividad puede percibirse muy intensamente, en especial cuando proviene de otras personas. El interés en tal caso simplemente puede empezar a imitar todo aquello de lo que la persona con Asperger intentaba escapar: la aparente persecución, el malentendido, la exclusión por parte de otros. Y la persona con Asperger tendría que encontrar otro foco de interés para acrecentar y mantener el ego.

El doctor Michael Burry había vivido la mayor

parte de 2006 y comienzos de 2007 sumido en una pesadilla. En un correo electrónico escribía: «Los socios más cercanos a mí tienden a odiarme en última instancia. [...] Este negocio mata una parte de la vida que resulta bastante esencial. La cosa es que no he identificado qué es lo que mata. Pero hay algo vital que está muerto en mi interior. Puedo sentirlo». Cuando vio que perdía interés por los mercados financieros, se compró su primera guitarra. Era extraño: él no sabía tocar la guitarra y tampoco tenía talento para ello. Ni siquiera quería tocar la guitarra. Solo necesitaba aprenderlo todo sobre las clases de maderas utilizadas para hacer guitarras, y comprar guitarras, y válvulas, y amplificadores. Solo necesitaba... saber todo lo que había que saber sobre guitarras.

Había escogido un momento inteligente para la muerte de su foco de interés. Era el momento en el que el final ya estaba escrito, el momento que ya no se podía hacer nada por evitar. Seis meses después, el Fondo Monetario Internacional evaluaría las pérdidas en los activos relacionados

con el mercado *subprime* originados en Estados Unidos en un billón de dólares. Un billón de dólares en pérdidas creadas por los financieros estadounidenses, a partir de una pura farsa, e incardinadas en el sistema financiero de Estados Unidos. Todas las firmas de Wall Street sufrieron una parte de dichas pérdidas, y no pudieron hacer nada por evitarlas. Ni una sola firma de Wall Street sería capaz de escapar, puesto que ya no había compradores. Era como si se hubieran colocado bombas de diferentes tamaños en prácticamente todas las grandes instituciones financieras occidentales. Los fusibles habían ardido, y el fuego no podía extinguirse. Todo lo que se podía hacer era observar la velocidad de la chispa y el tamaño de las explosiones.

Dos hombres en una barca

Prácticamente nadie —ya fueran propietarios de viviendas, instituciones financieras, agencias de calificación, reguladores o inversores— había previsto lo que está ocurriendo.

DEVEN SHARMA, presidente de S&P,
testimonio ante la Cámara de Representantes
estadounidense,
22 de octubre de 2008

El papa Benedicto XVI fue el primero en predecir la crisis del sistema financiero global [...] declaró el ministro de Economía y Hacienda italiano, Giulio Tremonti. «La predicción de que una economía indisciplinada se desplomaría según sus propias reglas puede encontrarse» en un artículo escrito por el cardenal Joseph Ratzinger [en 1985], declaró ayer Tremonti en la Universidad Católica de Milán.

Greg Lippmann se había imaginado el mercado de las hipotecas basura como un gran juego de tira y afloja financiero: de un extremo de la cuerda tiraba la maquinaria de Wall Street que hizo los préstamos, empaquetó los bonos, reempaquetó los peores de dichos bonos en CDO, y luego, cuando se le terminaron los préstamos, creó préstamos falsos de la nada; del otro tiraba su noble ejército de vendedores en corto que apostaron contra aquellos préstamos. Los optimistas contra los pesimistas. Los fantasiosos contra los realistas. Los vendedores de permutas de impago crediticio contra los compradores. Lo incorrecto contra lo correcto. La metáfora resultó apropiada hasta un momento dado: hasta ese momento. Pero ahora la metáfora eran dos hombres en una barca, atados por una cuerda, luchando a muerte. Un hombre mata al otro y lanza su cuerpo inerte por la borda, solo para descubrir que a continuación es él quien se ve arrastrado al agua. «Vender en corto en 2007 y ganar dinero con ello era divertido, porque

nosotros éramos los malos de la posición corta —decía Steve Eisman—. En 2008 era todo el sistema financiero el que estaba en peligro. Nosotros manteníamos una posición corta, pero ya no querías que el sistema se desplomara. Es como si estuviera a punto de ocurrir el diluvio y tú fueras Noé. Estás en el arca. Vale, tú estás bien. Pero no te sientes feliz contemplando el diluvio. No es un momento feliz para Noé.»

A finales de 2007, las apuestas de FrontPoint contra las hipotecas basura había producido unos beneficios tan espectaculares que la empresa había duplicado el tamaño de su fondo, pasando de poco más de 700 millones a 1.500 millones de dólares. En el momento en que se hizo evidente que habían ganado una fantástica suma de dinero, tanto Danny como Vinny quisieron cobrar sus apuestas. Ninguno de ellos había llegado nunca a confiar plenamente en Greg Lippmann, y su desconfianza se extendía incluso al fantástico regalo que este les había hecho. «Jamás le compraría un coche a Lippmann —decía Danny—. Pero le compré permutas de impago crediticio por valor de

quinientos millones de dólares.» Vinny sentía una preocupación casi kármica por ganar tanto dinero en tan poco tiempo. «Aquella era la operación de nuestra vida —explicaba—. Si hubiéramos renunciado a la operación de nuestra vida por codicia, yo me habría matado.»

Todos ellos, incluido el propio Eisman, pensaban que este era temperamentalmente la persona poco menos que perfecta para juzgar operaciones a corto plazo. Era emocional, y actuaba emocionalmente. Sus apuestas contra los bonos hipotecarios basura eran para él algo más que meras apuestas: casi las consideraba ofensas. Cada vez que la gente de Wall Street trataba de argumentar —como a menudo hacían— que el problema de los préstamos basura se debía a la mendacidad y la irresponsabilidad financiera de los estadounidenses normales y corrientes, él replicaba: «¡Sí, hombre! ¿Es que una mañana toda la población estadounidense se despertó y dijo: “¡Venga!, voy a mentir en mi solicitud de préstamo”? Vale, la gente mintió. Pero mintieron porque les dijeron que lo hicieran». El agravio que

alimentaba su apuesta no se refería a todo el sistema financiero, sino a las personas que lo dirigían, quienes lo conocían mejor, o deberían conocerlo: la gente de las grandes firmas de Wall Street. «Era algo más que una disputa —decía Eisman—. Era una cruzada moral. El mundo estaba patas arriba.» Los préstamos basura que constituían la base de su apuesta carecían de valor, argumentaba, y, si los préstamos carecían de valor, los seguros que ellos poseían sobre dichos préstamos no podían hacer sino subir. De modo que conservaron sus permutas de impago crediticio y esperaron a que aumentara el número de préstamos objeto de impago. «Vinny y yo habríamos hecho cincuenta millones de dólares y ganado veinticinco millones —decía Danny—. Steve hizo quinientos cincuenta millones y ganó cuatrocientos millones.»

La búsqueda del tesoro había revelado una larga lista de empresas expuestas a préstamos basura. El 14 de marzo de 2008, ellos habían vendido en corto las acciones de prácticamente todas las entidades financieras vinculadas de algún modo a

aquella maquinaria abocada a la catástrofe. «Nosotros estábamos posicionados para el apocalipsis —explicaba Eisman—, pero en el fondo de nuestra mente estaba siempre la pregunta: ¿y si el apocalipsis no se produce?»

El 14 de marzo, aquella cuestión resultaba discutible. Desde el momento en que los fondos de cobertura *subprime* de Bear Stearns se habían desplomado, en junio de 2007, el mercado estaba cuestionando el resto de Bear Stearns. Durante la última década, como todas las demás firmas de Wall Street, Bear Stearns había aumentado el tamaño de las apuestas que hacía utilizando hasta el último dólar de su capital. En solo los últimos cinco años, el apalancamiento de Bear Stearns había pasado de 20:1 a 40:1. El de Merrill Lynch había pasado de 16:1 en 2001 a 32:1 en 2007. Morgan Stanley y Citigroup estaban ahora en 33:1. Goldman Sachs parecía la más conservadora, con 25:1, pero por entonces Goldman tenía una habilidad especial para disfrazar lo apalancada que estaba en realidad. Para llevar a cualquiera de aquellas firmas a la bancarrota, lo único que hacía

falta era una ligerísima disminución del valor de sus activos. La pregunta del millón resultaba ser: ¿qué eran dichos activos? Hasta el 14 de marzo, la Bolsa había concedido a las grandes firmas de Wall Street el beneficio de la duda. Nadie sabía qué pasaba dentro de Bear Stearns, o Merrill Lynch, o Citigroup, pero allí había estado siempre el dinero de los inversores inteligentes, ergo sus apuestas tenían que ser apuestas inteligentes. Pero el 14 de marzo el mercado cambió de opinión.

Aquella mañana, Eisman había sido invitado casi sin previo aviso por Mike Mayo, un destacado analista bancario del Deutsche Bank, para hablar ante una sala llena de grandes inversores. En un auditorio de la sede central del Deutsche Bank en Wall Street se había programado que Eisman interviniera antes que el ex presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, y junto con un famoso inversor llamado Bill Miller, que casualmente tenía más de 200 millones de dólares en acciones de Bear Stearns. Eisman, obviamente, consideraba demencial que alguien enterrara sumas tan enormes de dinero en cualquier firma de

Wall Street. Y a Greenspan lo veía casi como alguien despreciable, lo cual resultaba significativo. «Creo que Alan Greenspan pasará a la historia como el peor presidente de la Reserva Federal —decía cuando se le daba la más mínima oportunidad—. Que mantuviera los tipos de intereses tan bajos durante tanto tiempo es lo de menos. Estoy convencido de que él sabía lo que ocurría en el mercado *subprime* y lo ignoró, porque que se jodiera al consumidor no era su problema. Me compadezco de él porque es en realidad un tipo inteligente que se equivocó básicamente en todo.»

Apenas había un personaje importante en Wall Street al que Eisman no hubiera insultado, o tratado de hacerlo. En un evento público celebrado en Hong Kong, después de que el presidente de HSBC hubiera afirmado que las pérdidas de su banco en el mercado *subprime* eran «moderadas», Eisman había levantado la mano y le había dicho: «En realidad, usted no se cree eso, ¿verdad? ¡Si toda su cartera está jodida!». Eisman había invitado a su oficina al analista de Bear Stearns

Gyan Sinha, que defendía una visión alcista del mercado *subprime*, y le había sometido a un interrogatorio tan despiadado que más tarde un vendedor de Bear Stearns había llamado para quejarse.

«Gyan está molesto», le dijo.

«Dígale que no lo esté —le respondió Eisman—. ¡Lo hemos pasado bien!»

A finales de 2007, sin embargo, Bear Stearns había invitado a Eisman a una cálida y confusa charla de su nuevo presidente, Alan Schwartz. «Navidades con Bear», llamaron al evento. Schwartz habló a su audiencia de lo «desquiciado» que estaba el mercado de bonos basura, ya que nadie en él parecía ser capaz de ponerse de acuerdo sobre el precio de cualquier bono dado.

«¿Y quién tiene la culpa? —saltó Eisman—. Eso es lo que ustedes querían. De ese modo podían estafar a sus clientes.» A lo que el nuevo presidente replicó: «Yo no quiero buscar culpables».

A qué peces gordos de Wall Street insultaba

Eisman era algo que dependía únicamente de con qué peces gordos de Wall Street se permitía a Eisman entrar en contacto. El 14 de marzo de 2008, le invitaron a participar en un debate con uno de los mayores y más famosos inversores alcistas de los bancos de Wall Street, además del ilustre ex presidente de la Reserva Federal. Era un día de gran actividad en los mercados —había rumores de que Bear Stearns podía estar teniendo problemas—, pero, puestos a elegir entre observar los mercados y observar a Eisman, Danny Moses, Vincent Daniel y Porter Collins no se lo pensaron dos veces. «Seamos honestos —decía Vinny—. Optamos por la diversión. Era como un combate Alí-Frazier. ¿Por qué no ibas a querer estar allí?» Así que se dirigieron al combate con Alí, pero se sentaron en la fila de atrás, dispuestos a esconderse si hacía falta.

Eisman se sentó en una larga mesa con el legendario Bill Miller. Este habló durante unos tres minutos, explicando lo acertado de su inversión en Bear Stearns. «Y ahora es el turno de nuestro inversor bajista —dijo Mike Mayo, el

anfitrión—, Steve Eisman.»

«Eso es lo que he venido a defender», respondió Eisman.

Miller había dado su pequeña charla sentado. El evento estaba concebido más como una mesa redonda que como una conferencia, pero Eisman se encaminó al estrado. Advirtiendo la presencia de su madre en la tercera fila, pero ignorando a sus socios al fondo, junto con la veintena de personas a las que sus socios habían avisado (¡entradas gratis para un combate Alí-Frazier!), Eisman se lanzó a una disección implacablemente racional del sistema financiero estadounidense. «Por qué esta vez es diferente» era el título de su conferencia, aunque en ese momento todavía no estuviera claro que se proponía hacer algo tan formal como dar una conferencia. «Estamos sufriendo el mayor desapalancamiento de la historia de los servicios financieros, y esto va a seguir y seguir y seguir —dijo—. No hay más solución que el tiempo. Tiempo para afrontar el dolor...»

Al levantarse Eisman, Danny se había hundido

en su silla instintivamente. «Siempre existe la posibilidad de una situación embarazosa —decía Danny—. Pero es como ver un accidente de coche. No puedes no mirar.» A su alrededor los hombres se encorvaban sobre sus BlackBerrys. Era evidente que querían oír lo que Eisman tenía que decir, pero el mercado de valores les distraía del espectáculo. A las 9.13, cuando Eisman ocupaba su lugar en la mesa, Bear Stearns había anunciado que había recibido un préstamo de J. P. Morgan. Nueve minutos después, mientras Bill Miller explicaba por qué era tan buena idea tener acciones de Bear Stearns, Alan Schwartz había emitido una nota de prensa: «Bear Stearns ha sido objeto de una multitud de rumores con respecto a nuestra liquidez», empezaba diciendo. Liquidez. Cuando un directivo decía que su banco tenía un montón de liquidez, eso significaba siempre que no la tenía.

A las 9.41, más o menos en el momento en que Eisman se dirigía al estrado, Danny vendió algunas de las acciones de Bear Stearns que Eisman, de manera bastante extraña, había comprado la noche

antes, a 53 dólares la acción. Habían ganado unos cuantos pavos, pero seguía resultando desconcertante que Eisman las hubiera comprado pese a las objeciones de todos los demás. De vez en cuando, Eisman hacía alguna operación a corto plazo de tamaño banal que contradecía por completo todo aquello en lo que creían. Tanto Danny como Vinny pensaron que en ese caso el problema era la afinidad de Eisman con Bear Stearns. ¡Eisman identificaba como el lugar donde invertir a la firma más odiada de Wall Street, famosa sobre todo por su total indiferencia con respecto a la buena opinión de sus competidoras! «Él siempre decía que Bear Stearns nunca podría ser adquirida por nadie porque la cultura de la firma nunca podría ser asimilada en ningún otro sitio —contaba Vinny—. Creo que veía algo de sí mismo en ellos.» La esposa de Eisman, Valerie, tenía su propia hipótesis: «Es ese extraño antídoto que él tiene a su teoría de que “el mundo va a estallar” —decía—. De vez en cuando se presentaba en casa con una posición larga totalmente extraña».

Fueran cuales fuesen los orígenes psicológicos del repentino impulso de Eisman, la tarde anterior, de comprar unas cuantas acciones de Bear Stearns, el caso es que Danny estaba encantado de haber terminado con el asunto. Eisman explicaba ahora por qué el mundo iba a estallar, pero sus socios solo escuchaban a medias... porque el mundo financiero estaba estallando ya. «En el momento en que Steve empezó a hablar —contaba Vinny—, las acciones empezaron a caer.» Mientras Eisman explicaba por qué nadie en su sano juicio tendría las mismas acciones que él había comprado dieciséis horas antes, Danny garabateaba a toda prisa mensajes de texto a sus socios.

9.49. ¡Dios...! Bear a 47.

«Si [el sistema financiero estadounidense] parece un esquema circular Ponzi, es porque lo es.»

9.55. Bear 43 final DM [¡Dios mío!].

«Los bancos de Estados Unidos solo están empezando a enfrentarse a sus problemas con los préstamos masivos. Por ejemplo, yo no tendría un solo banco en el estado de Florida, porque creo que todos ellos podrían irse a pique.»

10.02. ¡¡¡¡Bear 29 final!!!!

«Las clases altas de este país han destruido este país. ¡Jodida gentuza! Construís un castillo para estafar a la gente. Ni una sola vez en todos estos años me he tropezado con una persona en una gran firma de Wall Street que tuviera una crisis de conciencia. Nadie ha dicho nunca: “Eso está mal”. Y a nadie le ha importado nunca una mierda lo que yo tuviera que decir.»

En realidad, Eisman no pronunció estas últimas frases aquella mañana; solo las pensó. Y en realidad no sabía lo que estaba pasando en la Bolsa, ya que el único momento en que no pudo echarle una ojeada a su BlackBerry fue precisamente cuando estaba hablando. Pero

mientras hablaba, un banco de inversión de Wall Street quebraba, por una razón que no era el fraude. Y la pregunta obvia era: ¿por qué?

Más tarde el desplome de Bear Stearns se clasificaría como un pánico bancario, y en cierto sentido eso era correcto: otros bancos se negaban a hacer negocios con ellos, los fondos de cobertura retiraban sus cuentas... Ello, sin embargo, planteaba una cuestión, que volvería a plantearse de nuevo seis meses más tarde: ¿por qué el mercado de repente pasó a desconfiar de una gigantesca firma de Wall Street cuya permanencia daba por sentada no mucho antes? La caída de Bear Stearns resultaba tan impensable en marzo de 2007 que Cornwall Capital había comprado seguros contra su desplome por menos de tres décimos del 1 por ciento. Habían puesto 300.000 dólares para ganar 105 millones.

«Apalancamiento», fue la respuesta de Eisman ese día. Para generar beneficios, Bear Stearns, al igual que todas las demás firmas de Wall Street, hacía apuestas cada vez más especulativas con cada dólar de su capital. Pero, obviamente, el

problema era más complicado que eso: el problema estaba también en la naturaleza de aquellas apuestas especulativas.

El mercado de las hipotecas basura había experimentado al menos dos fases distintas. La primera, en la que AIG había asumido la mayor parte del riesgo de un desplome del mercado, había durado hasta finales de 2005. Cuando AIG cambió bruscamente de opinión, los operadores de AIG FP supusieron que su decisión podía cerrar por completo el mercado de las hipotecas basura.* Obviamente, no fue eso lo que pasó. Wall Street estaba ganando ya demasiado dinero utilizando CDO para convertir bonos basura malos con calificación triple B en otros triple A supuestamente sin riesgo como para limitarse a dejar de hacerlo. La gente que controlaba la maquinaria de CDO en las diversas firmas había adquirido demasiada autoridad. Desde finales de 2005 hasta mediados de 2007, las firmas de Wall Street crearon más o menos entre 200.000 y 400.000 millones de dólares en CDO respaldadas por activos *subprime*: nadie sabía con exactitud

cuántas había. Pongamos que fueran 300.000 millones de dólares, de los cuales unos 240.000 millones habrían sido calificados como triple A, y, en consecuencia, tratados, con propósitos contables, como libres de riesgo y, por ende, innecesarios de revelar. Muchos de ellos, si no todos, se mantuvieron fuera de los balances generales.

En marzo de 2008, la Bolsa finalmente había comprendido lo que todos los vendedores de bonos hipotecarios sabían desde hacía tiempo: alguien había perdido al menos 240.000 millones de dólares. Pero ¿quién? Morgan Stanley todavía poseía poco más o menos 13.000 millones de dólares en CDO por cortesía de Howie Hubler. Los idiotas de Alemania tenían algunas más, y Wing Chau y otros gestores de CDO como él también poseían algunas, aunque resultaba algo confuso de quién era el dinero que utilizaban para comprar los bonos. Ambac Financial Group y MBIA Inc., que durante mucho tiempo se habían ganado la vida asegurando bonos municipales, se habían quedado con lo que había dejado AIG, y

probablemente cada una de ellas tenía unos 10.000 millones de dólares. Lo cierto es que resultaba imposible saber la magnitud de las pérdidas, o quién las había sufrido. Lo único que todo el mundo sabía era que cualquier firma de Wall Street profundamente introducida en el mercado *subprime* quizá se había enganchado con muchas más de las que confesaba. Bear Stearns estaba profundamente introducida en el mercado *subprime*. Tenía 40 dólares en apuestas sobre sus bonos hipotecarios basura por cada dólar de capital con el que contaba para respaldar dichas apuestas. La cuestión no era qué posibilidades tenía Bear Stearns de quebrar, sino qué posibilidades tenía de sobrevivir.

Una vez finalizada su pequeña conferencia, al regresar a su silla Steve Eisman pasó junto a Bill Miller y le dio una palmadita en el hombro, casi con compasión. En la breve sesión de preguntas que siguió, Miller señaló lo improbable que resultaba que Bear Stearns quebrara, ya que hasta entonces los grandes bancos de inversión de Wall Street solo habían quebrado después de que les

pillaran realizando actividades delictivas. Eisman le espetó: «Son solo las diez y cinco. Deles tiempo». Aparte de eso, se había mostrado casi cortés. En el fondo de la sala, Vinny y Danny sintieron aquella curiosa combinación de alivio y decepción que seguía a un tornado que había pasado rozando la gran ciudad.

No fue Eisman el que provocó un revuelo en la sala, sino un muchacho de las últimas filas. Parecía tener veintitantos años, y, como todos los demás, estuvo tecleando en su BlackBerry durante todo el tiempo en que Miller y Eisman estuvieron hablando. «Señor Miller —dijo—, desde el momento en que usted ha empezado a hablar las acciones de Bear Stearns han caído más de veinte puntos. ¿Seguiría comprando más ahora?»

Miller le miró perplejo. «Era evidente que no tenía ni idea de lo que había pasado —explicaba Vinny—. Se limitó a decir: “Sí, sin duda, ahora mismo compraría más”.»

Después de eso, los hombres que había en la sala se precipitaron hacia las salidas, en apariencia para vender sus acciones de Bear

Stearns. Cuando le tocó el turno de hablar a Alan Greenspan, apenas quedaba nadie que deseara escuchar lo que tenía que decir. El público había desaparecido. El lunes, evidentemente, también había desaparecido Bear Stearns, que se vendería a J. P. Morgan a 2 dólares por acción.*

Las personas que salían de aquel agujero en el suelo situado en la esquina nordeste entre Madison Avenue y la calle Cuarenta y siete a las 6.40 de la mañana revelaban muchas cosas sobre sí mismas si uno sabía dónde buscar. Por ejemplo: cualquiera que estuviera en aquel lugar en aquel momento probablemente trabajaba en Wall Street. En cambio, la gente que salía de los agujeros que rodeaban la Estación Pensilvania, donde llegaba el tren de Vincent Daniel exactamente a la misma hora, no resultaba tan fácil de predecir. «El tren matutino de Vinny es solo en un 55 por ciento financiero, porque es también en el que vienen los trabajadores de la construcción —decía Danny Moses—. El mío lo es en un 95 por ciento.» Para

la mirada inexperta, la gente de Wall Street que viajaba de los barrios residenciales de Connecticut a la terminal Grand Central no era más que una masa indiferenciada; pero dentro de aquella masa Danny percibía muchas distinciones tan pequeñas como importantes. Si estaban pendientes de sus BlackBerrys, probablemente eran tipos de fondos de cobertura comprobando sus ganancias y pérdidas en los mercados asiáticos. Si dormían en el tren, probablemente eran gente de ventas, agentes de Bolsa que no tenían acciones de sus propias empresas. Cualquiera que llevara un maletín o una bolsa probablemente no trabajaba en ventas, ya que la única razón de que uno acarrearra una bolsa era llevar de un lado a otro informes bursátiles, y los agentes de Bolsa no leían sus propios informes, o al menos no en su tiempo libre. Cualquiera que llevara un ejemplar del *New York Times* probablemente era abogado, o personal administrativo, o alguien que trabajaba en los mercados financieros sin estar en realidad en dichos mercados.

También su indumentaria decía mucho. Los tipos que manejaban dinero vestían como si fueran a un partido de béisbol. Se suponía que su rendimiento financiero era lo único que importaba de ellos, y, por lo tanto, causaban recelo si vestían demasiado bien. Si veías a un tipo de compras con traje, normalmente ello significaba que tenía problemas, o que iba a reunirse con alguien que le había dado dinero, o ambas cosas. Aparte de eso, era difícil saber demasiado sobre la gente de compras por cómo iba vestida. Los de ventas, en cambio, era como si llevaran a la vista sus tarjetas de visita: el tipo con chaqueta deportiva y pantalones color caqui era un agente de Bolsa de una firma de segunda fila; el tipo con un traje de tres mil dólares y el corte de pelo perfecto era un banquero de inversión de J. P. Morgan u otra entidad similar. Danny podía adivinar dónde trabajaba la gente por el sitio que ocupaban en el tren. La gente de Goldman Sachs, el Deutsche Bank y Merrill Lynch, que se dirigían al centro de la ciudad, avanzaban hacia la parte delantera; aunque, si Danny lo pensaba, en realidad había poca gente de Goldman

que siguiera yendo en tren: todos tenían coche. Los tipos de los fondos de cobertura como él trabajaban en el distrito residencial de la ciudad, y, por lo tanto, salían de Grand Central en dirección norte, donde de repente numerosos taxis aparecían a su alrededor de manera desordenada y como salidos de la nada, igual que las truchas de piscifactoría cuando les echan la comida. La gente de Lehman y de Bear Stearns solía dirigirse a la misma salida que él, pero ahora había desaparecido. Esa era una de las razones de que el 18 de septiembre de 2008, en la esquina nordeste entre la calle Cuarenta y siete y Madison Avenue, a las 6.40 de la mañana, no hubiera, ni de lejos, tanta gente como el 18 de septiembre de 2007.

Danny sabía percibir muchos pequeños detalles en su colega financiero; en cierto sentido, ese era su trabajo: percibir los pequeños detalles. Eisman era el tipo de la visión global; Vinny era el analista. Danny, el operador jefe, era sus ojos y oídos en el mercado. Su fuente para obtener el tipo de información que nunca aparece televisada o escrita: los rumores, el comportamiento de los

agentes de ventas, las pautas que aparecen en las pantallas... Su tarea consistía en estar atento a los detalles, en ser rápido con los números... y en evitar que le jodieran.

Para ello tenía cinco pantallas de ordenador en su mesa. Una iba mostrando los teletipos de noticias, otra mostraba los movimientos de su cartera segundo a segundo, y en las otras tres aparecían las conversaciones de Danny con unos cuarenta agentes de Bolsa y colegas inversores de Wall Street. La bandeja de entrada de su correo electrónico recibió ese mes 33.000 mensajes. Para un profano, ese torrente de detalles insignificantes sobre los mercados financieros habría resultado desorientador. Para él todo aquello tenía sentido, con tal de que realmente no necesitara entenderlo en su globalidad, ya que Danny era el tipo de los detalles.

El jueves 18 de septiembre de 2008, sin embargo, el panorama global se había vuelto tan inestable que los pequeños detalles le resultaban casi incoherentes. El lunes, Lehman Brothers se había declarado en quiebra, y Merrill Lynch, que

había anunciado pérdidas de 55.200 millones de dólares en CDO respaldadas por bonos basura, se había vendido al Bank of America. La Bolsa estadounidense había caído más de lo que lo había hecho nunca desde el primer día hábil tras el atentado contra las Torres Gemelas. El martes, la Reserva Federal anunció que había prestado 85.000 millones de dólares a la compañía de seguros AIG, a fin de pagar las pérdidas sobre las permutas de impago crediticio *subprime* que AIG había vendido a diversos bancos de Wall Street, la mayor de las cuales eran los 13.900 millones de dólares que AIG debía a Goldman Sachs. Cuando se sumaban los 8.400 millones de dólares en efectivo que AIG había aflojado ya a Goldman en concepto de fianza, podía verse que Goldman había transferido más de 20.000 millones de dólares en riesgo sobre bonos hipotecarios basura a la compañía de seguros, una cantidad que, de una forma u otra, ahora recaía en el contribuyente estadounidense. Ese hecho solo fue suficiente para hacer que todo el mundo se preguntara de inmediato cuánto más de ese producto andaba

todavía por ahí, y en manos de quién estaba.

La Reserva Federal y el Tesoro hacían todo lo posible por tranquilizar a los inversores, pero el miércoles era obvio que nadie estaba tranquilo. Un fondo del mercado monetario llamado Reserve Primary Fund anunció que había perdido tanto en préstamos a corto plazo a Lehman Brothers que no era probable que sus inversores recuperaran todo su dinero, y congeló las amortizaciones. Los mercados monetarios no tenían dinero —pagaban intereses y, así, asumían un riesgo—, pero hasta aquel momento la gente había pensado en ellos como dinero. Ni siquiera podías confiar en tu propio dinero. En todo el mundo, las corporaciones empezaron a retirar su dinero de los fondos del mercado monetario, y los tipos de interés a corto plazo se dispararon como no lo habían hecho nunca. La Media Industrial Dow Jones había caído 449 puntos, alcanzando su nivel más bajo en cuatro años, y la mayoría de las noticias que influían en el mercado procedían no del sector privado, sino de los funcionarios públicos. A las 6.50 de la mañana del jueves,

cuando llegó a su oficina, Danny se enteró de que el principal regulador financiero británico estaba considerando la posibilidad de prohibir la venta en corto —una decisión que, entre otras cosas, obligaría a cerrar el sector de los fondos de cobertura—, pero eso no explicaba ni de lejos lo que pasó a continuación. «Se armó un follón como yo nunca había visto en toda mi carrera», decía Danny.

FrontPoint se hallaba perfectamente posicionada para ese momento exacto. Por acuerdo con sus inversores, su fondo podía tener una posición corta neta del 25 por ciento o una posición larga neta del 50 por ciento en el mercado de valores, y las posiciones brutas nunca podían exceder el 200 por ciento. Así, por ejemplo, por cada 100 millones de dólares de los que dispusieran para invertir, podían tener una posición corta neta de 25 millones de dólares o una posición larga neta de 50 millones, y todas sus apuestas combinadas no podían superar los 200 millones de dólares. No había nada en el acuerdo sobre permutas de impago crediticio, pero eso ya no importaba

(«Nunca resolvimos cómo incluirlas», explicaba Eisman): ellos le habían vendido la última de las suyas a Greg Lippmann dos meses antes, a primeros de julio. Ahora volvían a ser exclusivamente inversores bursátiles.

En aquel momento la envergadura de sus posiciones cortas casi llegaba al máximo que se les permitía, y todas sus apuestas eran contra bancos, precisamente las entidades que se desplomaban con más rapidez: minutos después de que abriera la Bolsa habían subido ya 10 millones de dólares. Las entidades que eran objeto de posiciones cortas caían; las de largas —principalmente bancos más pequeños alejados del mercado *subprime*— caían menos. Danny debería haberse alegrado: todo lo que ellos habían imaginado que podría suceder estaba sucediendo. Pero no se alegraba; antes bien, estaba inquieto. A las 10.30, una hora después de la apertura de la Bolsa, todos los valores financieros entraron en caída libre, lo merecieran o no. «Toda esa información pasa a través de mí —explicaba—. Se supone que yo sé cómo transmitir información.

Pero las cotizaciones se movían tan rápidamente que no podía situarlas. Parecía un agujero negro. Un abismo.»

Habían pasado cuatro días desde que Lehman Brothers se declarara en quiebra, pero era ahora cuando se sentían los efectos más potentes del desplome. Las acciones de Morgan Stanley y Goldman Sachs se veían abajo, y estaba claro que nada salvo el gobierno estadounidense podría salvarlas. «Aquello era el equivalente a cuando cesa un terremoto —explicaba—, y luego, mucho más tarde, llega el tsunami.» La vida bursátil de Danny era una lucha del hombre contra el hombre, pero esta parecía más bien una lucha del hombre contra la naturaleza: la CDO sintética se había convertido en un desastre natural sintético. «Normalmente sientes que tienes la capacidad de controlar tu entorno —decía Danny—. Eres bueno porque sabes lo que está pasando. Ahora no importaba lo que yo supiera. La sensibilidad se iba por la ventana.»

FrontPoint tenía probablemente unas setenta apuestas distintas activas, en varias bolsas de todo

el mundo. Todas ellas eran sobre instituciones financieras. Él luchaba por mantenerlas todas controladas, pero no podía. Tenían acciones de KeyBank y habían vendido en corto acciones del Bank of America, y ahora ambas entidades estaban haciendo cosas que no habían hecho nunca. «No había ofertas en el mercado sobre nada —decía Danny—. No había mercado. En realidad fue solo entonces cuando comprendí que había una cuestión de más envergadura que nuestra cartera. Los fundamentos no importaban. Las acciones iban a subir o bajar por la mera emoción y la especulación acerca de lo que haría el gobierno.» La idea más inquietante que le daba vueltas en la cabeza era la de que Morgan Stanley estaba a punto de hundirse. Su fondo era propiedad de Morgan Stanley. Ellos casi no tenían nada que ver con Morgan Stanley, y se consideraban muy poco vinculados a ella. No se sentían ni actuaban como empleados de Morgan Stanley; Eisman solía hablar de cuánto le gustaría poder vender en corto Morgan Stanley. Actuaban y se sentían como los gerentes de su propio fondo. Sin embargo, si

Morgan Stanley quebraba, la participación de esta en su fondo terminaría como un activo afectado por un proceso concursal. «Yo me decía: “¿Tenemos al mundo cogido por las putas pelotas, y la empresa para la que trabajamos va a quebrar?”.»

De pronto Danny sintió que algo iba tremendamente mal, pero en él mismo. Poco antes de las once de la mañana aparecieron unas líneas negras onduladas en el espacio comprendido entre sus ojos y la pantalla de su ordenador. La pantalla parecía aparecer y desaparecer. «Sentí un dolor punzante en la cabeza —explicaba—. Yo no suelo tener dolores de cabeza. Creí que tenía un aneurisma.» Entonces fue consciente de su corazón: miró hacia abajo y pudo ver materialmente cómo golpeaba con fuerza contra su pecho. «Llevaba toda la mañana tratando de controlar toda aquella energía y toda aquella información —decía—, y perdí el control.»

Había tenido esa misma experiencia solo una vez antes. El 11 de septiembre de 2001, a las 8.46 de la mañana, estaba en su mesa en el último piso

del World Financial Center. «¿Sabes cuando estás en la ciudad y pasa uno de esos camiones de basura, y dices: “¡Qué cojones era eso!”?» Hasta que alguien le dijo que era un avión de línea que se había estrellado contra la Torre Norte, él supuso que el primer avión era uno de aquellos camiones. Se asomó a la ventana para mirar el edificio al otro lado de la calle. En su opinión, un pequeño avión de línea no habría sido bastante grande o fuerte para causar todos aquellos daños, y él esperaba simplemente verlo asomar en uno de los lados del edificio. Pero lo único que pudo ver fue el agujero negro, y humo. «Mi primer pensamiento fue: “Eso no ha sido un accidente. ¡Y una mierda!”.» Todavía trabajaba en Oppenheimer & Co. —Steve y Vinny ya se habían marchado—, y una voz autoritaria anunció por megafonía que nadie debía abandonar el edificio. Danny permaneció junto a la ventana. «Entonces fue cuando la gente empezó a saltar —explicaba—. Se veía caer los cuerpos.» De repente se oyó el estruendo de otro camión de basura. «Cuando se estrelló el segundo avión pensé: “¡Adiós, me

largo!».)» Al llegar al ascensor se encontró escoltando a dos mujeres embarazadas. Las acompañó fuera del centro de la ciudad; dejó a una de ellas en su apartamento de la calle Catorce y a la otra en el hotel Plaza, y luego se fue a pie a casa, a reunirse con su esposa embarazada, en la calle Setenta y dos.

Cuatro días después se marchaba, o más bien escapaba, de la ciudad de Nueva York con su esposa y su hijo pequeño. Estaban de noche en la carretera, en medio de una tormenta, cuando le asaltó la certeza de que un árbol iba a caer y aplastar el coche. Empezó a temblar y a sudar de puro terror. Los árboles estaban a unos cincuenta metros de distancia; era imposible que alcanzaran el coche. «Tienes que ver a alguien», le había dicho su esposa, y él lo había hecho. Creía que podía tener un problema de corazón y se había pasado medio día conectado a una máquina de electrocardiogramas. La pérdida de autocontrol le avergonzaba —prefería no hablar de ello—, y se sintió profundamente aliviado al ver que los ataques se hacían menos frecuentes y menos

intensos. Finalmente, unos meses después del atentado terrorista, los ataques desaparecieron por completo.

Pero el 18 de septiembre de 2008 no fue capaz de establecer una conexión entre cómo se había sentido entonces y cómo se sentía ahora. Se levantó de su mesa y buscó a alguien. Eisman normalmente se sentaba frente a él, pero ese día estaba fuera, en alguna conferencia, tratando de recaudar dinero, lo que demuestra lo poco preparados que estaban en realidad todos ellos para cuando llegara el momento para el que se consideraban perfectamente preparados. Danny acudió al colega que tenía al lado. «Porter, creo que estoy teniendo un infarto», le dijo.

Porter Collins se rió y le respondió: «No, no lo tienes». Toda una trayectoria profesional en el remo olímpico había insensibilizado a Porter Collins ante el dolor de los demás, ya que suponía que en general no sabían lo que era de verdad el dolor.

«No, no —insistió Danny—. Tengo que ir al hospital.» Se había puesto pálido, pero todavía era

capaz de sostenerse en pie. No podía estar tan mal. Danny siempre había sido un poco asustadizo.

«Por eso es bueno en su trabajo —explicaba Porter—. Yo le repetía: “No tienes un infarto”. Entonces dejó de hablar. Y le dije: “De acuerdo, a lo mejor sí lo tienes”.» Obviamente, eso no le sirvió de nada. Con paso vacilante, Danny se dirigió a Vinny, que lo había visto todo desde el otro extremo de la larga mesa de contratación y estaba pensando en llamar a una ambulancia.

«Tengo que salir de aquí. Ahora», le dijo.

La apuesta de Cornwall Capital contra los bonos hipotecarios basura había cuadruplicado su capital, pasando de algo más de 30 millones a 135 millones de dólares, pero sus tres fundadores no habían tenido un momento para celebrarlo. «Estábamos centrados en pensar: ¿dónde ponemos nuestro dinero para que esté seguro?», contaba Ben Hockett. Antes no tenían dinero; ahora eran ricos, pero temían que no tuvieran la posibilidad de preservar su riqueza. Un poco atormentados ya

por naturaleza, ahora lo eran más todavía por su situación. De hecho, dedicaron un tiempo a preguntarse cómo unas personas que habían estado tan sensacionalmente acertadas (es decir, ellos mismos) podrían conservar esa misma capacidad de desconfianza en sí mismos, de duda y de incertidumbre que les había permitido acertar. Cuanto más seguro estabas de ti mismo y de tu capacidad de juicio, más difícil te resultaba encontrar oportunidades basadas en la idea de que tal vez te equivocabas.

La apuesta arriesgada, de algún modo extraño, era un juego para jóvenes. Charlie Ledley y Jamie Mai ya no se sentían, o actuaban, como si lo fueran. Charlie sufría ahora de migrañas, y se consumía pensando en lo que podía pasar en el futuro. «Creo que en nuestra democracia hay algo que fundamentalmente asusta —decía Charlie—, ya que pienso que la gente tiene la sensación de que el sistema está amañado, y es difícil argumentar que no lo está.» Él y Jamie dedicaban una sorprendente cantidad de su tiempo y su energía a idear formas de atacar lo que ellos

consideraban un sistema financiero profundamente corrupto. Así, por ejemplo, concibieron un plan para vengarse de las agencias de calificación: formarían una entidad jurídica sin ánimo de lucro cuyo único propósito fuera demandar a Moody's y a Standard & Poor's, y donar las ganancias a los inversores que habían perdido dinero invirtiendo en valores calificados como triple A.

Como explicaba Jamie: «Nuestro plan era ir a todos los inversores y decirles: “Tíos, no sabéis hasta qué punto os han jodido. Sin duda tendríais que presentar una demanda”». Pero habían tenido tantas malas experiencias con las grandes firmas de Wall Street, y con la gente que dependía de ellas para su sustento, que temían compartir la idea con abogados de Nueva York. Así que se dirigieron a Portland, Maine, y buscaron un bufete de abogados donde les escucharan. «Nos dijeron: “Tíos, estáis chiflados”», contaba Charlie. Demandar a las agencias de calificación por la inexactitud de sus calificaciones, les dijeron los abogados de Maine, sería como demandar a una revista de coches por anunciar un automóvil con el

que habías tenido un accidente.

Charlie conocía a un prominente historiador especializado en las crisis financieras, un antiguo profesor suyo, y se había aficionado a llamarle. «Aquellas llamadas solían producirse por la noche, ya tarde —cuenta el historiador, que prefiere permanecer en el anonimato—. Y se prolongaron durante largo tiempo. Recuerdo que empezó preguntándome: “¿Sabe usted lo que es una CDO entresuelo?”. Y comenzó a explicarme cómo funcionaba todo eso»: cómo los bancos de inversión de Wall Street habían engañado de algún modo a las agencias de calificación para que estas dieran su bendición a montones de préstamos malos; cómo eso había permitido el préstamo de billones de dólares a ciudadanos estadounidenses normales y corrientes; cómo esos ciudadanos estadounidenses normales y corrientes habían accedido alegremente a contar las mentiras que tenían que contar para obtener dichos préstamos; cómo la maquinaria que convertía los préstamos en valores supuestamente libres de riesgo resultaba tan complicada que los inversores habían

dejado de evaluar riesgos; cómo el problema se había hecho tan grande que el final estaba destinado a ser catastrófico y a tener graves consecuencias sociales y políticas. «Él quería que discutiéramos detenidamente su razonamiento — explicaba el historiador—, y ver si yo creía que estaba chiflado. Me preguntó si la Reserva Federal podría llegar a comprar hipotecas, y yo le dije que me parecía bastante improbable. Tendría que haber una catástrofe de proporciones colosales para que la Reserva Federal considerara siquiera la posibilidad de hacer algo así.» Lo que más chocó al distinguido historiador financiero, aparte de los alarmantes hechos del caso, fue que... los oía por primera vez de boca de Charlie Ledley. «¿Habría yo predicho nunca que Charlie Ledley anticiparía la mayor crisis financiera desde la Depresión? — se preguntaba—. Desde luego que no.» Y no era que Charlie fuera estúpido; nada más lejos de la realidad. Era que Charlie no era una persona de dinero. «Aparentemente no es nada materialista — comentaba el profesor—. Aparentemente no le mueve el dinero. Pero se indignaba. Se lo tomaba

como algo personal.»

Pese a ello, la mañana del 18 de septiembre de 2008 Charlie Ledley todavía pudo dejarse sorprender. Normalmente, él y Jamie no se sentaban delante de sus pantallas Bloomberg a observar el flujo de noticias, pero el miércoles 17 era eso lo que estaban haciendo. Las pérdidas anunciadas por las grandes firmas de Wall Street sobre bonos hipotecarios basura habían empezado siendo enormes y no paraban de crecer. Merrill Lynch, que había comenzado diciendo que tenía 7.000 millones de dólares en pérdidas, admitía ahora que la cifra superaba los 50.000 millones. Citigroup parecía tener unos 60.000 millones de dólares. Morgan Stanley se llevaba su propio premio de más de 9.000 millones de dólares, y quién sabe cuántos más. «Nos habíamos equivocado en nuestra interpretación de lo que estaba pasando —decía Charlie—. Siempre habíamos supuesto que [las empresas de Wall Street] habían vendido las CDO triple A, por ejemplo, a la Korean Farmers Corporation. Pero el modo en que todas estaban saltando implicaba que

no lo habían hecho. Se las habían guardado para sí.»

Las grandes firmas de Wall Street, aparentemente tan astutas y egoístas, de algún modo se habían convertido en «dinero tonto». La gente que las dirigía no entendía su propio negocio, y sus reguladores obviamente sabían todavía menos. Charlie y Jamie siempre habían supuesto que había algún tipo importante responsable del sistema financiero al que no conocían; ahora veían que no había ninguno. «Nosotros nunca estuvimos en las entrañas de la bestia —explicaba Charlie—. Veíamos cómo se llevaban los cuerpos, pero no estuvimos nunca dentro.» Un titular de Bloomberg News llamó la atención de Jamie y se le quedó grabado en la memoria: «El líder de la mayoría del Senado declara sobre la crisis: Nadie sabe qué hacer».

Anteriormente, mucho antes de que otros se convencieran de su visión del mundo, Michael Burry había advertido ya lo malsano que parecía

convertir su cartera de inversión en lo que equivalía a una apuesta por el desplome del sistema financiero. Pero no fue hasta después de haber ganado una fortuna con ese desplome cuando empezó a preguntarse por las dimensiones sociales de su estrategia financiera, y también si las opiniones de otros sobre él podrían un día llegar a ser tan distorsionadas como lo había sido su opinión sobre el sistema financiero. El 19 de junio de 2008, tres meses después de la quiebra de Bear Stearns, Ralph Cioffi y Matthew Tannin, los dos hombres que habían gestionado los ruinosos fondos de cobertura *subprime* de dicha entidad, fueron detenidos por el FBI, que se los llevó esposados de sus propias casas.* Aquella noche, tarde, Burry tecleó un correo electrónico a su abogado de empresa, Steve Druskin. «Confidencialmente, este caso representa una tensión bastante grande para mí. Me preocupa ser lo bastante inestable como para enviar correos electrónicos que puedan sacarse de contexto de maneras que podrían acarrearle problemas, por más que mis acciones y mis resultados últimos

sean del todo correctos. [...] No puedo imaginar cómo podría soportar terminar en la cárcel sin haber hecho nada malo salvo haber sido un poco descuidado al no aplicar ningún filtro entre mis pensamientos aleatorios durante los momentos difíciles y lo que escribo en un correo electrónico. De hecho, estoy tan preocupado por ello que esta noche he empezado a pensar que debería cerrar los fondos.»

Ahora estaba buscando motivos para abandonar la gestión de cartera. Y sus inversores le ayudaban a encontrarlos: él les había hecho ganar mucho dinero, pero ellos no parecían sentirse compensados del recorrido por el que les había llevado en los tres últimos años. El 30 de junio de 2008, cualquier inversor que hubiera permanecido con Scion Capital desde sus comienzos —el 1 de noviembre de 2000— había obtenido un beneficio, una vez deducidos comisiones y gastos, del 489,34 por ciento (el beneficio bruto del fondo había sido del 726 por ciento). En el mismo período, el S&P 500 había rendido únicamente algo más del 2 por ciento. Solo en 2007, Burry había hecho ganar a

sus inversores 750 millones de dólares, y, sin embargo, en ese momento tenía solo 600 millones de dólares bajo su gestión. Las demandas de recuperar el dinero por parte de sus inversores llegaban de manera inflexible. Y tampoco le llamaba ningún inversor nuevo; ni uno solo. Nadie le llamaba para preguntarle por su visión del mundo, ni tampoco por sus predicciones para el futuro. Por lo que él sabía, nadie parecía querer saber siquiera cómo había hecho lo que había hecho. «No es que hayamos sido terriblemente populares», escribió.

Le ofendía que la gente a la que se atribuía el mérito de un mayor conocimiento fuera la que dedicaba la mayor parte del tiempo a ganarse el favor de los medios de comunicación. Ningún negocio podría ser más objetivo que la gestión de cartera, y, sin embargo, aun en ese negocio los hechos y la lógica se veían superados por la nebulosa dimensión social de las cosas. «Debo decir que me ha sorprendido ver cuánta gente dice ahora que se vio venir el colapso *subprime*, el auge de las materias primas y el desvanecimiento

de la economía —escribió Burry en abril de 2008 a los inversores que le quedaban—. Y aunque no siempre lo dicen con tantas palabras, lo hacen apareciendo en televisión o dando entrevistas a periodistas, proyectando con estridencia su propia confianza en lo que pasará después. Y seguramente esa gente nunca tendría el valor de decirles lo que pasa después si se hubieran equivocado terriblemente en lo que acaba de pasar, ¿verdad? Sin embargo, yo no recuerdo a demasiadas personas que por entonces estuvieran de acuerdo conmigo.» Era casi como si le perjudicara haber tenido toda la razón, ya que su presencia hacía que mucha gente se sintiera incómoda. Una revista bursátil publicó la lista de los 75 primeros fondos de cobertura de 2007, y Scion no aparecía en ella, pese a que sus rendimientos lo situaban en o cerca del primer puesto. «Era como si en las Olimpiadas cogieran a un nadador y le hicieran nadar en una piscina aparte —decía Burry—. Su plusmarca ganaba el oro, pero no le daban ninguna medalla. Creo honestamente que eso fue lo que lo mató [el interés] para mí. Yo buscaba algún

reconocimiento, pero no hubo ninguno. Me había entrenado para las Olimpiadas, y entonces me dijeron que me fuera a nadar a la piscina de los retrasados.» Algunos de los inversores que le quedaban le preguntaron por qué no había sido más agresivo en sus relaciones públicas, ¿como si eso formara parte del negocio!

A primeros de octubre de 2008, después de que el gobierno estadounidense hubiera intervenido para decir que, en efecto, absorbería todas las pérdidas del sistema financiero e impediría la quiebra de cualquier gran firma de Wall Street, Burry había empezado a comprar acciones con entusiasmo, por primera vez en años. El estímulo público llevaría inevitablemente a la inflación, pensó, pero también a un auge de las cotizaciones de las acciones. Obviamente, era posible que se hubiera adelantado y que las acciones cayeran un poco antes de subir; pero eso no le importaba: ahora el valor estaba allí, y la apuesta funcionaría a largo plazo. De inmediato, el mayor de los inversores que le quedaban, que tenía 150 millones de dólares en el fondo, cuestionó su

capacidad de juicio y amenazó con retirar su dinero.

El 27 de octubre, Burry le escribió a uno de sus dos amigos del correo electrónico: «Esta noche estoy liquidando las posiciones. Creo que he llegado a un punto límite. Hoy no he comido, no duermo, no hablo con mis hijos, no hablo con mi esposa, estoy destrozado. El Asperger me ha hecho algunos grandes regalos, pero también debido a él mi vida está siendo demasiado dura y durante demasiado tiempo». Un viernes por la tarde de principios de noviembre sintió dolores en el pecho y acudió a urgencias. Su tensión arterial se había disparado. «Parece que estoy abocado a una vida corta», escribió. Una semana más tarde, el 12 de noviembre, envió una última carta a sus inversores. «Me he visto empujado repetidamente al límite por mis propias acciones, los inversores del fondo, socios comerciales y hasta antiguos empleados —escribió—. Pero siempre he sido capaz de echarme atrás y continuar mi a menudo demasiado intensa aventura con este negocio. Ahora, sin embargo, afronto asuntos personales

que me han llevado irrefutablemente a cruzar el umbral, y he llegado a la triste conclusión de que debo cerrar el fondo.» Después de eso se desvaneció, dejando a un montón de gente preguntándose qué había pasado.

Lo que había pasado era que él había tenido razón y el mundo se había equivocado, y el mundo le odiaba por ello. Y así, Michael Burry terminó donde había empezado: solo, y aliviado por su soledad. Permaneció en su oficina de Cupertino, California, con una capacidad para veinticinco empleados, pero el fondo se cerró y la oficina quedó vacía. El último en salir fue Steve Druskin, y una de las últimas acciones de Druskin fue determinar qué había que hacer con las permutas de impago crediticio sobre bonos hipotecarios basura de Michael Burry. «Mike guardaba un par de ellas, solo por diversión —explicaba—. Solo un par. Para ver si las podíamos cobrar íntegramente.» Y las cobró, aunque no fue por diversión, sino por reivindicación: para demostrar al mundo que los bonos supuestamente de primera categoría contra los que había apostado carecían

por completo de valor. Las dos apuestas que había guardado eran contra bonos basura creados en 2005 por Lehman Brothers. Habían pasado a tener un valor igual a cero más o menos al mismo tiempo que su creadora. Burry había apostado más o menos 100.000 dólares sobre cada uno, y ganó 5 millones.

El problema, desde el punto de vista de un abogado encargado de cerrar un fondo de inversión, era que aquellos extraños contratos no expiraban hasta 2035. Los agentes de Bolsa hacía mucho que los habían pagado en su integridad: a 100 centavos por dólar. Ninguna firma de Wall Street se molestó siquiera en enviarles más cotizaciones sobre los productos. «No tengo ninguna declaración de ningún agente diciendo que tenemos una posición abierta con ellos — explicaba Druskin—. Pero la tenemos. Es como si nadie quisiera volver a hablar ya más de ello. Es como decir: “Vale, ya tiene sus diez millones de dólares. No siga dándome la lata sobre ello”»

En Wall Street los abogados desempeñan el mismo papel que los médicos en las guerras:

entran cuando han terminado los disparos para limpiar el desbarajuste. Aquellos contratos a treinta años que tenían un remoto riesgo técnico de reembolso —todavía intentaba determinar exactamente qué riesgo era aquel— constituían el último de los desbarajustes de Michael Burry. «Es posible que los agentes hayan tirado los contratos —decía Druskin—. Hace tres años nadie esperaba que le sucediera esto al sector del corretaje. De modo que nadie ha sido entrenado para afrontarlo. Nosotros hemos dicho muchas veces: “Vamos a ir a la quiebra”. Y ellos respondían: “¡Bueno!”.»

Cuando Eisman recibió la llamada de Danny Moses diciéndole que podía estar sufriendo un infarto, y que él, Vinny y Porter estaban sentados en la escalinata de la catedral de San Patricio, Steve se hallaba en medio de una lenta, casi menopáusica, transformación. Nadie le había preparado para su primer sofoco de calor, a finales del otoño de 2007. Por entonces estaba claro para muchos que él había tenido razón y que

ellos se habían equivocado, y encima él se había hecho rico. Había ido a una conferencia organizada por Merrill Lynch justo después de que despidieran a su presidente, Stan O'Neal, y descubrieran unos 20.000 millones de dólares del total de los 52.000 millones de pérdidas relacionadas con el mercado *subprime* en las que había incurrido. Allí se había acercado furtivamente al director financiero de Merrill, Jeff Edwards, el mismo Jeff Edwards del que se había burlado Eisman, unos meses antes, en relación con los modelos de riesgo de la entidad. «¿Recuerda usted lo que dije sobre aquellos modelos de riesgo suyos? —le preguntó ahora Eisman—. Supongo que tenía razón, ¿no?» Al instante, y asombrosamente, lamentó haberlo dicho. «Me sentí mal por ello —explicaba Eisman—. Era repugnante. Él era un tío encantador; solo que estaba equivocado. Yo ya no era el paria. Y tenía que comportarme de manera distinta.»

Valerie Feigen observaba casi con desconcierto cómo su marido iba adquiriendo, de manera vacilante, a trompicones, un rasgo parecido al

tacto. «Hubo un vacío después de todo lo que había ocurrido —explicaba—. Una vez demostrado que tenía razón, toda aquella ansiedad, cólera y energía desaparecieron. Y quedó ese gran vacío. Él mantuvo su ego durante un tiempo. Estaba realmente satisfecho de sí mismo.» Eisman había sido tan elocuente sobre la inevitable catástrofe que ahora la gente más improbable quería escuchar lo que tenía que decir. Tras la conferencia de Las Vegas había vuelto con un parásito intestinal, y le había dicho al médico que lo trataba que el mundo financiero tal como lo conocíamos estaba a punto de terminar. Un año después volvió al mismo médico para hacerse una colonoscopia. Tumbado en la camilla, oyó decir al médico: «¡Aquí está el tipo que predijo la crisis! Vengan y escuchen». Y en medio de la colonoscopia entraron numerosos médicos y enfermeras a los que les contó la historia del genio de Eisman.

La historia del genio de Eisman no tardó en ser agua pasada para su esposa. Hacía mucho ella había formado una especie de destacamento de

emergencia social para Eisman junto con el terapeuta de su marido. «Le sacudimos y le dijimos: “¡Tienes que parar ya con esa mierda!”. Él lo entendió. Y empezó a ser agradable. ¡Y le gustaba ser agradable! Era una nueva experiencia para él.» A su alrededor, ella y otros encontraban pruebas circunstanciales de un hombre cambiado. En la fiesta de Navidad de la casa de al lado, por ejemplo. Ella ni siquiera tenía planeado decírselo a Eisman, ya que nunca sabía lo que podría hacer o decir. «Yo estaba tratando de salir a hurtadillas de nuestro apartamento —explicaba—. Y él me para y me dice: “¿Qué impresión dará si no voy?”.» La sinceridad de su preocupación le impresionó, y decidió darle una oportunidad. «Puedes venir, pero tendrás que comportarte —le dijo ella—, a lo que Eisman repuso: “De acuerdo, ahora sé cómo comportarme”.» De modo que ella se lo llevó a la fiesta de Navidad, y él se mostró todo lo agradable que pudo. «Se ha convertido en un encanto —decía Valerie—. ¡Quién lo diría!»

Aquella tarde del 18 de septiembre de 2008, el nuevo y posiblemente mejorado Eisman se dirigió

a paso tranquilo hacia sus compañeros en la escalinata de la catedral de San Patricio. Ir a los sitios a pie siempre le llevaba demasiado tiempo. «Steve es un caminante jodidamente lento —decía Danny—. Camina como lo haría un elefante si un elefante pudiera dar pasos de tamaño humano.» Hacía un día espléndido, uno de aquellos raros días en que el cielo azul se abre paso a través del bosque de rascacielos y reconforta el alma. «Nos quedamos allí sentados —explicaba Danny—, viendo pasar a la gente.»

Estuvieron sentados, juntos, en la escalinata de la catedral durante más o menos una hora. «Allí sentados estábamos extrañamente tranquilos —contaba Danny—. Nos sentíamos aislados de la realidad entera del mercado. Era una experiencia extracorpórea. Simplemente estábamos allí sentados, viendo pasar a la gente y hablando de lo que podía pasar ahora. ¿Cuántas de aquellas personas perderían su empleo? ¿Quién iba a alquilar aquellos edificios después de que todas las firmas de Wall Street se hubieran desplomado?»

Porter Collins pensaba que «era como si el mundo se hubiese parado. Mirábamos a todas aquellas personas y nos decíamos: “Esta gente o está arruinada o está a punto de arruinarse”». Aparte de eso, nadie en FrontPoint se rasgó demasiado las vestiduras. Aquello era lo que habían estado esperando: un colapso total.

«El sector de la banca de inversión está jodido —había dicho Eisman seis semanas antes—. Esos tipos apenas están empezando a entender lo jodidos que están. Es como ser un escolástico antes de Newton. Llega Newton, y una mañana te despiertas y dices: “¡Mierda, estaba equivocado!”.» Lehman Brothers se había esfumado, Merrill había sucumbido, y a Goldman Sachs y Morgan Stanley les faltaba solo una semana para dejar de ser bancos de inversión. Los banqueros de inversión no solo estaban jodidos: se habían extinguido. «Que Wall Street se haya hundido por culpa de esto es una cuestión de justicia», decía Eisman. El único de ellos que no acababa de estar cómodo con su papel —el de los tipos que habían ganado una fortuna apostando

contra su propia sociedad— era Vincent Daniel. «Vinny, como es de Queens, tiene que ver el lado oscuro de todo», decía Eisman.

A lo que Vinny replicaba: «El modo en que pensábamos en ello, y que nos disgustaba, era: “Al vender en corto este mercado estamos creando la liquidez necesaria para mantener el mercado en funcionamiento”».

«Era como alimentar al monstruo —decía Eisman—. Nosotros alimentamos al monstruo hasta que reventó.»

Ahora el monstruo estaba reventando. Sin embargo, en las calles de Manhattan no había ningún signo que indicara que algo importante acababa de pasar. La fuerza que iba a afectar a todas sus vidas se ocultaba a su vista. Ese era el problema del dinero: lo que la gente hacía con él tenía sus consecuencias; pero la gente estaba tan alejada de la acción original que su mente nunca conectaba lo uno con lo otro. Los préstamos con tipo de interés «de enganche» que hagas a gente que nunca va a poder amortizarlos no irán mal de inmediato, sino dentro de dos años, cuando sus

tipos de interés suban. Los diversos bonos que crees a partir de dichos préstamos no irán mal cuando lo hagan los préstamos, sino unos meses más tarde, después de un montón de tediosos embargos, quiebras y ventas forzosas. Las diversas CDO que hagas con los bonos no irán mal justo entonces, sino después de que algún administrador decida si va a haber o no suficiente dinero para pagarlas, después de lo cual el propietario final de la CDO recibe una pequeña nota: «Estimado señor, lamentamos informarle de que su bono ya no existe...». Pero el mayor retraso de todos estaba justo allí, en las calles. ¿Cuánto tiempo transcurriría antes de que la gente que pasaba arriba y abajo por delante de la catedral de San Patricio llegara a entender lo que acababa de pasarle?

Epílogo

Todo está conectado

Más o menos en el momento en que Eisman y sus socios estaban sentados en la escalinata de la catedral en el centro de Nueva York, yo me sentaba también en un banco acolchado en la parte este, esperando a que llegara John Gutfreund, mi antiguo jefe, para almorzar juntos, y preguntándome, entre otras cosas, por qué en un restaurante hacían sentarse juntos a dos hombres sin el menor interés en contactar el uno con el otro.

Cuando publiqué mi libro sobre la década financiera de 1980, se suponía que la década financiera de 1980 estaba terminando. Recibí muchos elogios inmerecidos por el momento elegido. El malestar social causado por el desplome del sector de ahorro y préstamo y el

auge de opas hostiles y compras apalancadas había dado paso a un breve período de recriminaciones. Al igual que la mayoría de los estudiantes de la Universidad del Estado de Ohio leían *El póquer del mentiroso* como un manual de instrucciones, la mayoría de los entrevistadores de radio y televisión me veían como un denunciante de trapos sucios. (Geraldo Rivera fue la gran excepción: me incluyó, junto con unos cuantos actores infantiles que habían pasado a convertirse en drogadictos, en un programa titulado «Gente que ha tenido éxito demasiado pronto en la vida».) Por entonces el sentimiento de hostilidad hacia Wall Street era lo bastante grande como para que Rudolph Giuliani pusiera a flote toda una carrera política gracias a él, pero el resultado se parecía más a una caza de brujas que a un honesto reexamen del orden financiero. Los linchamientos públicos de Michael Milken, y luego del presidente de Salomon Brothers, Gutfreund, fueron meras excusas para no afrontar las inquietantes fuerzas que sustentaron su ascensión. Y lo mismo a la hora de limpiar de indecencia la cultura bursátil de Wall Street. Las

firmas de Wall Street no tardarían en desaprobando el comportamiento grosero, obligando a sus empleados masculinos a tratar a las mujeres casi como iguales, y despidiendo a operadores por cosas tales como echar una mirada a una bailarina erótica. En 2008, Bear Stearns y Lehman Brothers parecían mucho más empresas normales, presididas por los sólidos valores del estadounidense medio, que cualquier firma de Wall Street en torno a 1985.

Pero aquellos cambios no eran más que un camuflaje. Ayudaban a distraer a las personas ajenas al mundillo de lo que realmente constituía un hecho grosero: la creciente discrepancia de intereses entre las personas que traficaban con el riesgo financiero y la cultura en general. Puede que la superficie se agitara, pero allí debajo, en las profundidades, el conjunto de primas se mantenía imperturbable.

La razón de que la cultura financiera estadounidense fuera tan difícil de cambiar —la razón de que resultara tan lento forzar el cambio del proceso político, aun después de la catástrofe

de las hipotecas basura— era que se había tardado mucho tiempo en crearla, y sus presupuestos se habían convertido en algo profundamente arraigado. Había un cordón umbilical que iba desde el vientre de la bestia reventada hasta la década financiera de 1980. La crisis de 2008 tenía sus raíces no solo en los préstamos basura hechos en 2005, sino en las ideas que se habían incubado en 1985. Un compañero de mi programa de formación en Salomon Brothers creó el primer derivado hipotecario en 1986, al año siguiente de haber terminado el programa. («Los derivados son como las armas —todavía le gusta decir—. El problema no está en las herramientas, sino en quién las utiliza».) La CDO entresuelo se inventó en el departamento de bonos basura de Michael Milken, en Drexel Burnham, en 1987. La primera CDO con garantía hipotecaria la creó en el Credit Suisse, en el año 2000, un operador que había pasado sus años de formación, en la década de 1980 y principios de la de 1990, en el departamento hipotecario de Salomon Brothers. Su nombre era Andy Stone, y además de su conexión

intelectual con la crisis *subprime* tuvo también una conexión personal, ya que fue el primer jefe de Greg Lippmann en Wall Street.

No había visto a Gutfreund desde que dejé Wall Street. Había tenido dos o tres tensos encuentros con él en el parque. Unos meses antes de mi marcha, mis jefes me pidieron que le explicara a nuestro presidente lo que por entonces parecían exóticas operaciones con derivados que yo había hecho con un fondo de cobertura europeo, y traté de explicárselo. Él afirmó no ser lo bastante inteligente como para entender nada de todo aquello, y yo supuse que así era como un presidente de Wall Street demostraba que era el jefe, elevándose por encima de los detalles. No había razón alguna para que él recordara aquellos encuentros, y no lo hizo: cuando salió mi libro, y se convirtió en un fastidio para sus relaciones públicas, declaró a los periodistas que no nos conocíamos. Con los años, yo había oído cosas dispersas sobre él. Sabía que, después de verse obligado a dimitir de Salomon Brothers, pasaba por dificultades económicas. Me enteré, más tarde,

de que unos años antes de nuestro almuerzo había participado en una mesa redonda sobre Wall Street en la Escuela de Negocios de Columbia. Cuando le llegó el turno de hablar, había aconsejado a los estudiantes que buscaran algo más significativo que hacer con sus vidas que ir a trabajar a Wall Street. Al empezar a relatar su trayectoria profesional, se había desmoronado y había llorado.

Cuando le envié un correo electrónico a Gutfreund para invitarlo a almorzar, él no podía haber sido más cortés, o más amable. Aquella actitud persistió mientras le acompañaban a la mesa, charlaba con el dueño del restaurante y elegía la comida. Su voz había bajado medio tono y era más deliberado en sus movimientos, pero por lo demás era completamente reconocible. El mismo barniz de cortesía enmascaraba el mismo impulso animal de ver el mundo tal como es, antes que como debería ser.

Pasamos más o menos veinte minutos determinando que nuestra presencia en la misma mesa a la hora del almuerzo no iba a hacer que la

tierra explotara. Descubrimos a un amigo común. Convinimos en que un presidente de Wall Street no tenía capacidad real para seguir el ritmo de la frenética innovación producida en su empresa. («Yo no entendía todas las líneas de producción, y tampoco ellos las entienden.») Estuvimos de acuerdo, además, en que el presidente de un banco de inversión de Wall Street tenía un control tremendamente limitado de sus subordinados. («Te bailan el agua y luego hacen lo que les sale de los cojones.») Él creía que la causa de la crisis financiera era «simple: codicia por ambas partes; codicia de los inversores y codicia de los banqueros». A mí me parecía que era más complicado. En Wall Street la codicia era algo que se daba por sentado, casi una obligación. El problema era el sistema de incentivos que canalizaba esa codicia.

La línea que separa el juego de la inversión es artificial y delgada. La inversión más sólida tiene el rasgo definitorio de una apuesta (estás perdiendo todo tu dinero con la esperanza de ganar un poco más), y la especulación más salvaje tiene

el rasgo sobresaliente de una inversión (podrías recuperar su dinero con intereses). Tal vez la mejor definición de invertir sea «jugar con las probabilidades a tu favor». La gente de la parte corta del mercado de las hipotecas basura había jugado con las probabilidades a su favor. La gente del otro lado —básicamente, el sistema financiero entero— había jugado con las probabilidades en contra. Hasta ese momento, la historia de esta gran apuesta en corto no podía ser más sencilla. Lo extraño y complicado en ella, sin embargo, es que casi todos los tipos importantes de ambos lados de la apuesta se levantaron de la mesa ricos. Obviamente, Steve Eisman, Michael Burry y los jóvenes de Cornwall Capital ganaron cada uno de ellos decenas de millones de dólares. Greg Lippmann cobró 47 millones en 2007, aunque 24 millones fueron en acciones restringidas que no podía cobrar a menos que se quedara rondando por el Deutsche Bank unos años más. Pero todas estas personas habían tenido razón: habían estado en la parte ganadora de la apuesta. El negocio de gestión de CDO de Wing Chau se fue a pique, pero

también él se llevó decenas de millones de dólares, y tuvo el valor de tratar de montar un negocio dedicado a acaparar, a bajo precio, los mismos bonos hipotecarios basura con los que había perdido dinero de otra gente por valor de miles de millones de dólares. Howie Hubler perdió más dinero que ningún otro operador en toda la historia de Wall Street, y, sin embargo, le permitieron quedarse con las decenas de millones de dólares que había ganado. Los presidentes de todas las grandes firmas de Wall Street también estaban en la parte equivocada de la apuesta. Todos ellos, sin excepción, o bien llevaron a sus empresas a la bancarrota, o bien dichas empresas fueron salvadas de la bancarrota por el gobierno estadounidense. Pero también todos ellos se enriquecieron.

¿Cuáles son las probabilidades de que la gente tome decisiones inteligentes sobre el dinero si resulta que no necesitan tomar decisiones inteligentes, si resulta que pueden enriquecerse tomando decisiones tontas? Los incentivos de Wall Street eran incorrectos; y todavía siguen siéndolo.

Pero yo no discutí con John Gutfreund. Del mismo modo en que vuelves a tener más o menos nueve años cuando vas de visita a casa de tus padres, vuelves a experimentar una subordinación total cuando estás en presencia del antiguo presidente de tu empresa. John Gutfreund seguía siendo el rey de Wall Street, y yo seguía siendo un pazguato. Él hablaba sentando cátedra; yo hablaba haciendo preguntas. Pero mientras él hablaba, me fijé casualmente en sus manos; en sus manos tremendamente gruesas y carnosas. No eran las manos de un blando banquero de Wall Street, sino las de un boxeador. Alcé la vista. El boxeador estaba sonriendo, aunque la suya fuera menos una sonrisa que una expresión de marcar territorio. Y estaba diciendo, con toda la intención: «Su... jodido... libro».

Yo sonreí a mi vez, aunque aquello no fuera en absoluto una sonrisa.

«¿Por qué quería que almorzáramos juntos?», me preguntó, aunque en un tono amable. Sentía una sincera curiosidad.

Lo cierto es que no puedes decirle a nadie que

le has pedido que te acompañe a almorzar para hacerle saber que no creías que fuera tan malo. Ni tampoco puedes decirle que le has pedido que te acompañe a almorzar porque te parece que el origen de la mayor crisis financiera de toda la historia del mundo podría estar en una decisión que él había tomado. John Gutfreund había violentado el orden social de Wall Street —y se había hecho apodarar el rey de Wall Street— cuando, en 1981, había convertido Salomon Brothers de sociedad colectiva en la primera empresa cotizada en Bolsa de Wall Street. Había ignorado la indignación de los socios ya jubilados de Salomon. («Me repugnaba su materialismo», me había dicho William Salomon, el hijo de uno de los fundadores de la empresa, que había nombrado presidente a Gutfreund solo después de que este le prometiera que nunca vendería la firma.) Había levantado un gigantesco dedo acusador de desaprobación moral hacia sus colegas, los demás presidentes de empresas de Wall Street. Y había ganado la partida. Él y otros socios no solo hicieron una rápida masacre:

también transfirieron el riesgo financiero último de sí mismos a sus accionistas. Ello, en última instancia, acabó no teniendo demasiado sentido para dichos accionistas (una acción de Salomon Brothers, comprada cuando yo llegué al parqué, en 1986, al entonces precio de mercado de 42 dólares, equivaldría hoy a 2,26 acciones de Citigroup, las cuales, el primer día hábil de 2010, tenían un valor total de mercado de 7,48 dólares), pero sí tuvo un magnífico sentido para los operadores de bonos.

Sin embargo, desde aquel momento la firma de Wall Street se convirtió en una caja negra. Los accionistas que financiaban la asunción de riesgos no entendían realmente lo que hacían quienes asumían dichos riesgos, y, dado que la asunción de riesgos se hacía cada vez más compleja, cada vez lo entendían menos. Lo único que estaba claro era que los beneficios a ganar por parte de la gente inteligente que hacía apuestas complicadas superaban con creces todo lo que se pudiera ganar dando servicio a clientes o asignando capital a empresas productivas. Los clientes se hicieron

extrañamente irrelevantes. (¿Es extraño que la desconfianza hacia los vendedores por parte de los compradores en el mercado de bonos llegara a un punto en que los compradores fueran incapaces de ver un plan para enriquecerse con rapidez cuando un vendedor, Greg Lippmann, se lo ofreció?) A finales de la década de 1980 y principios de la de 1990, Salomon Brothers pasó varios años — ¡grandes años!— en los que cinco operadores vinculados a la empresa, los precursores intelectuales de Howie Hubler, generaron más que los beneficios anuales de la firma, lo cual equivale a decir que el resto de los aproximadamente diez mil empleados de la entidad perdían dinero.

En el momento en que Salomon Brothers demostró las potenciales ganancias que se podían obtener convirtiendo un banco de inversión en una empresa cotizada en Bolsa y apalancando su balance general con riesgos exóticos, los fundamentos psicológicos de Wall Street se alteraron, pasando de la confianza a la fe ciega. Ningún banco de inversión propiedad de sus empleados se habría apalancado en una

proporción de 35:1, ni habría comprado y conservado 50.000 millones de dólares en CDO entresuelo. Dudo que ninguna sociedad colectiva hubiera tratado de enredar a las agencias de calificación, o de meterse en la cama con usureros, o hasta de permitir que se vendieran CDO entresuelo a sus clientes. La ganancia esperada a corto plazo no habría justificado la pérdida esperada a largo plazo.

Ninguna sociedad colectiva, para el caso, me habría contratado a mí, o a nadie remotamente parecido a mí. ¿Había siquiera alguna relación entre la capacidad para entrar, y salir, de Princeton y el talento para asumir riesgos financieros?

La principal preocupación en la lista de Charlie Ledley, después de que Cornwall Capital hubiera hecho sus apuestas contra los préstamos basura, era que los que mandan pudieran intervenir en cualquier momento para impedir que los prestatarios de hipotecas basura estadounidenses individuales se arruinaran. Obviamente, los que

mandan no hicieron tal cosa. En cambio, sí intervinieron para impedir la ruina de las grandes firmas de Wall Street que se las habían ingeniado ellas solitas para ir a la quiebra haciendo un montón de apuestas estúpidas sobre prestatarios *subprime*.

Después de que Bear Stearns quebrara, el gobierno alentó a J. P. Morgan a comprarla ofreciéndole un precio de saldo y garantizando los activos más precarios de la empresa. Se cubrió íntegramente a los bonistas de Bear Stearns, mientras que los accionistas perdieron la mayor parte de su dinero. Luego vino el desplome de las entidades patrocinadas por el Estado, Fannie Mae y Freddie Mac, ambas puntualmente nacionalizadas. Se reemplazó a sus directivos, se rebajó fuertemente el valor de sus acciones y se dejó intactos a los acreedores, aunque con algunas incertidumbres. Después vino Lehman Brothers, a la que solo se permitió declararse en quiebra, con lo que las cosas se hicieron aún más complicadas. Al principio, el Tesoro y la Reserva Federal afirmaron que habían permitido quebrar a Lehman

para transmitir el mensaje de que no todas las firmas de Wall Street imprudentemente gestionadas iban a contar con la garantía del Estado; pero luego cuando se armó la gorda, y el mercado se congeló, y la gente empezó a decir que dejar quebrar a Lehman era una estupidez, cambiaron de argumento y afirmaron que carecían de autoridad legal para rescatar a Lehman. Sin embargo, unos días más tarde quebró AIG, o trató de hacerlo, antes de que la Reserva Federal le hiciera un préstamo de 85.000 millones de dólares —pronto incrementados a 180.000 millones— para cubrir las pérdidas de sus apuestas sobre bonos hipotecarios basura. Esta vez el Tesoro cobró mucho por los préstamos y se quedó con la mayoría de las acciones. Después siguió Washington Mutual, que fue embargada por el Tesoro sin más contemplaciones, con lo que tanto sus acreedores como sus accionistas lo perdieron todo. Luego quebró Wachovia, y el Tesoro y la FDIC (la Corporación Federal de Seguro de Depósitos) alentaron a Citigroup a comprarla, de nuevo a precio de saldo y garantizando los activos

malos.

Las personas que estaban en situación de resolver la crisis financiera eran, obviamente, las mismas que habían sido incapaces de preverla: el actual secretario del Tesoro, Henry Paulson; el futuro secretario del Tesoro, Timothy Geithner; el presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke; el presidente de Goldman Sachs, Lloyd Blankfein; el presidente de Morgan Stanley, John Mack; el presidente de Citigroup, Vikram Pandit, etcétera. Unos cuantos presidentes de Wall Street habían sido despedidos por su papel en la catástrofe de las hipotecas basura, pero la mayoría conservaban sus empleos, y ellos, entre todos, se convirtieron en personajes importantes, actuando a puerta cerrada para tratar de determinar qué hacer ahora. Les acompañaban unos cuantos funcionarios públicos, los mismos funcionarios públicos que antes deberían haber estado mucho mejor informados sobre lo que estaban haciendo las firmas de Wall Street cuando lo estaban haciendo. Todos ellos compartían una distinción: habían demostrado ser mucho menos capaces de captar

las verdades básicas que subyacían en el corazón del sistema financiero estadounidense que un gestor de cartera tuerto con el síndrome de Asperger.

A finales de septiembre de 2008, el más alto funcionario financiero estadounidense, el secretario del Tesoro Henry Paulson, persuadió al Congreso de que necesitaba 700.000 millones de dólares para comprar activos hipotecarios basura a los bancos. Así nació el TARP, siglas en inglés del Programa de Ayuda para Activos Problemáticos. Una vez conseguido el dinero, Paulson abandonó la estrategia prometida y, en lugar de ello, se dedicó básicamente a regalar miles de millones de dólares a Citigroup, Morgan Stanley, Goldman Sachs y algunas otras seleccionadas de manera nada natural para la supervivencia. Así, por ejemplo, los 13.000 millones de dólares que AIG debía a Goldman Sachs, como resultado de su apuesta sobre préstamos hipotecarios basura, fueron pagados íntegramente por el gobierno estadounidense: a 100 centavos por dólar. Aquellas fantásticas

limosnas —más la garantía pública implícita que las acompañaba— no solo evitaron la quiebra de firmas de Wall Street, sino que les ahorraron tener que reconocer las pérdidas producidas en sus carteras hipotecarias basura. Aun así, solo unas semanas después de recibir su primera inversión de 25.000 millones de dólares en dinero de los contribuyentes, Citigroup volvió a acudir de nuevo al Tesoro confesando que —¡mira por dónde!— los mercados seguían sin confiar en su supervivencia. Como respuesta, el 24 de noviembre el Tesoro le concedió otros 20.000 millones de dólares del TARP y garantizó 306.000 millones de dólares de los activos de Citigroup. A cambio, el Tesoro no exigió una parte de los dividendos, ni cambios de dirección, ni, para el caso, nada en absoluto excepto un puñado de opciones fuera de valor y acciones preferentes. La garantía de 306.000 millones de dólares —casi el 2 por ciento del producto nacional bruto estadounidense y más o menos los presupuestos combinados de los departamentos de Agricultura, Educación, Energía, Seguridad Nacional, Vivienda

y Desarrollo Urbano, y Transporte— se presentó manifiestamente como un regalo. El Tesoro, de hecho, ni siquiera encontró la forma de explicar cuál era la crisis, sino únicamente que la medida se tomó en respuesta al «descenso de las cotizaciones» de Citigroup.

Entonces ya estaba claro que 700.000 millones de dólares eran una suma insuficiente para lidiar con los activos problemáticos adquiridos durante los años anteriores por los operadores de bonos de Wall Street. Fue entonces cuando la Reserva Federal estadounidense dio el paso traumático y sin precedentes de comprar bonos hipotecarios basura malos directamente a los bancos. A principios de 2009, los riesgos y pérdidas asociados a un volumen de más de un billón de dólares en malas inversiones se transfirieron de las grandes firmas de Wall Street al contribuyente estadounidense. Henry Paulson y Timothy Geithner afirmaron ambos que el caos y el pánico causados por la quiebra de Lehman Brothers les habían demostrado que el sistema no podía tolerar la quiebra caótica de otra gran entidad financiera.

Afirmaron asimismo, aunque solo al cabo de unos meses, que hasta entonces habían carecido de autoridad legal para ir liquidando paulatinamente entidades financieras gigantescas de una manera ordenada; es decir, para cerrar bancos en quiebra. Sin embargo, un año después habían hecho muy poco por adquirir dicha autoridad; un hecho curioso, dado que obviamente no solía darles ningún miedo exigir más poder.

Los acontecimientos producidos en Wall Street en 2008 no tardaron en ser redefinidos, por parte no solo de los líderes de Wall Street, sino también del Tesoro y la Reserva Federal estadounidenses, como una «crisis de confianza»; un sencillo pánico financiero tradicional, desencadenado por la quiebra de Lehman Brothers. En agosto de 2009, el presidente de Goldman Sachs, Gary Cohn, incluso afirmó públicamente que su entidad de hecho nunca había necesitado la ayuda del gobierno, puesto que había sido lo bastante fuerte como para resistir cualquier pánico temporal. Pero hay una diferencia entre un pánico financiero tradicional y lo que ocurrió en Wall Street en 2008. En un

pánico tradicional, la percepción crea su propia realidad: alguien grita «¡Fuego!» en un teatro abarrotado, y los espectadores se atropellan unos a otros hasta morir en su desbandada hacia las salidas. En Wall Street, en 2008, la realidad acabó superando a las percepciones: un teatro abarrotado se incendió con un montón de gente todavía en sus asientos. Todas las grandes firmas de Wall Street se hallaban o en quiebra o fatalmente entrelazadas con un sistema en quiebra. El problema no era que se hubiera permitido quebrar a Lehman Brothers; el problema era que antes se le hubiera permitido triunfar.

Este nuevo régimen —dinero libre para los capitalistas, mercados libres para todos los demás—, junto con la reescritura más o menos inmediata de la historia financiera, disgustó a toda clase de personas, pero pocos se mostraron tan entusiásticamente disgustados como Steve Eisman. Los financieros más poderosos y mejor pagados del mundo habían sido completamente desacreditados; sin la intervención del Estado, todos y cada uno de ellos habrían perdido su

empleo; y sin embargo, aquellos mismos financieros utilizaban al Estado para enriquecerse. «Puedo entender por qué Goldman Sachs quería ser incluida en la conversación acerca de qué hacer con Wall Street —decía—. Lo que no puedo entender es por qué alguien querría escucharles.» En opinión de Eisman, la renuencia del gobierno estadounidense a permitir que quebraran los banqueros era menos una solución que un síntoma de un sistema financiero todavía profundamente disfuncional. El problema no era que los bancos fueran, por sí mismos, clave para el éxito de la economía estadounidense. El problema —estaba seguro— era que se hubiera comprado y vendido una cantidad de dólares gigantesca y desconocida en permutas de impago crediticio sobre cada uno de ellos. «No hay límite al riesgo en el mercado —explicaba—. Un banco con una capitalización de mercado de mil millones de dólares podría tener permutas de impago crediticio pendientes de pago por valor de un billón. ¡Nadie sabe cuántas hay! ¡Y nadie sabe dónde están!» El fracaso de, pongamos por caso, Citigroup podría ser

económicamente tolerable. Provocaría pérdidas a los accionistas, bonistas y empleados de Citigroup, pero todos conocerían las sumas de dinero implicadas. Sin embargo, la quiebra de Citigroup provocaría también el pago de una enorme apuesta de dimensiones desconocidas: de la gente que había vendido permutas de impago crediticio sobre Citigroup a la que las habían comprado.

Esa era otra consecuencia más de convertir las sociedades colectivas de Wall Street en empresas cotizadas en Bolsa: eso las convertía en objeto de especulación. Ya no era la relevancia social y económica de un banco la que lo hacía demasiado importante para quebrar, sino el número de apuestas colaterales que se habían hecho sobre él.

En un momento dado no pude por menos de preguntarle a John Gutfreund por su acto más trascendente y fatídico: al examinar los escombros de la avalancha, la decisión de convertir la sociedad colectiva de Wall Street en una empresa

cotizada en Bolsa parecía algo así como la primera piedra que lo había iniciado todo en la cima de la colina. «Sí —me explicó—. Ellos [los jefes de las otras firmas de Wall Street] dijeron todos que era horrible eso de salir a Bolsa y que cómo podía yo hacer tal cosa. Pero cuando la tentación creció, todos sucumbieron a ella.» Sin embargo, él estaba de acuerdo: el principal efecto de convertir una sociedad colectiva en una sociedad anónima era transferir el riesgo financiero a los accionistas. «Cuando las cosas van mal es problema de ellos», me dijo; pero, obviamente, no solo de ellos. Cuando el banco de inversión de Wall Street se encontró lo bastante jorobado, sus riesgos se convirtieron en un problema del gobierno estadounidense. «Es la política del *laissez faire* hasta que estás cubierto de mierda», me dijo con una media risita. Él estaba fuera de la partida: ahora todo era culpa de algún otro.

Me miró con curiosidad mientras yo garabateaba sus palabras. «¿Para qué es eso?», me preguntó.

Le dije que pensaba que quizá valía la pena reexaminar el mundo que yo había descrito en *El póquer del mentiroso*, ahora que estaba finalmente moribundo. Tal vez sacando una edición del vigésimo aniversario.

«Eso es repugnante», me contestó.

Por difícil que le resultara a él disfrutar de mi compañía, más difícil era para mí no disfrutar de la suya: él seguía siendo duro, directo y contundente como un carnicero. Había ayudado a crear un monstruo, pero todavía había mucho en él del viejo Wall Street, donde la gente decía cosas como «La palabra de un hombre es su vínculo». En aquel Wall Street la gente no se iba de sus empresas y se dedicaba a causar problemas a sus antiguos jefes escribiendo libros sobre ellos. «No —me dijo—. Creo que podemos estar de acuerdo en esto: su jodido libro destruyó mi carrera y labró la suya.» Y diciendo esto, el antiguo rey del antiguo Wall Street levantó el plato que contenía su aperitivo y me preguntó amablemente: «¿Le apetece un huevo a la diablo?».

Hasta aquel momento yo no había prestado

mucha atención a lo que él había comido. Ahora me di cuenta de que había pedido el mejor plato de la casa, aquella deliciosa y espumosa elaboración de una época pasada. ¿Quién se había inventado el huevo a la diablo? ¿Quién descubrió que un sencillo huevo podía hacerse tan complicado, y a la vez tan apetitoso? Alargué el brazo y cogí uno. Algo a cambio de nada: una fórmula que nunca pierde su encanto.

Palabras finales

Al escribir este libro me tropecé, ya desde el primer momento y de manera recurrente, con una peculiar molestia: el material no me permitía hacer lo que lógicamente me gustaría hacer con él. Era como si me pidieran que jugara al baloncesto usando solo la mano derecha, o que escribiera un soneto usando solo rimas asonantes. Tardé un tiempo en entender el problema, ya que estaba acostumbrado a escribir historias que en el fondo eran cómicas. La historia de los inversores que ganaron fortunas con el desplome del sistema financiero estadounidense tenía muchas cosas graciosas, pero en el fondo era una tragedia.

También era una historia «seria», en el sentido de que había gente importante que consideraba que tenía que conocerla. En el momento en que se publicó, el libro me aportó otra nueva experiencia:

el interés por parte de los políticos. A los pocos meses me pidieron que hablara ante una gran sala llena de congresistas republicanos y otra gran sala llena de congresistas demócratas. Media docena de senadores estadounidenses me telefonearon para charlar conmigo, y uno de ellos incluso trató de persuadirme para que declarara ante la subcomisión de la que formaba parte. Asimismo, los banqueros centrales de varios países extranjeros de cierta envergadura mostraron interés en el libro, y uno de ellos hasta se puso en contacto conmigo para hablar de él. La Comisión de Investigación sobre la Crisis Financiera, creada en el Congreso estadounidense para investigar las causas del desplome, se convirtió en una especie de plaga en mi vida. La cuarta vez que me llamaron yo estaba cerrando los ojos y pensando en Estados Unidos. No es que su trabajo no sea importante; lo es en extremo. Es que yo no tenía nada que aportar a él fuera de las páginas de esta historia; y, sin embargo, se negaban a creerme. Un libro que yo concebía principalmente como una historia real tan buena de por sí que su autor solo

podía empeorarla se había convertido de algún modo en un documento programático sobre las raíces de la crisis financiera. La transformación era tan misteriosa como la conversión de la manzana de fruta prohibida en medicina cotidiana.

Todavía me resulta desconcertante. La mayor parte de lo que aprendí sobre la crisis financiera lo supe por los personajes de mi libro. Sin embargo, mucha gente importante que lo leía sentía la necesidad de hablar conmigo en lugar de con esas personas que tenían un conocimiento de primera mano de los acontecimientos. Me convertí en algo que, por supuesto, no soy: una autoridad. Mi libro había pasado casualmente a llenar un vacío. El gobierno estadounidense al final se veía abocado a reformar Wall Street, o, cuando menos, a entenderlo. Pero Wall Street se había vuelto tan complicado que resultaba prácticamente imposible para un profano entenderlo sin ayuda. Después de una crisis financiera ordinaria, los líderes políticos normalmente acudían a la gente de Wall Street en la que confiaron en busca de asesoramiento e instrucción. Pero tras esta crisis

financiera no había nadie en Wall Street en quien pudieran confiar. La clase de personas que antaño habían formado la élite financiera estadounidense se habían desacreditado tanto que los senadores ya no creían que fueran capaces de proporcionar un asesoramiento honesto a su país en aquellos momentos de necesidad. De modo que los senadores empezaron a leer sobre el tema por su cuenta...

Lo absurdo de la relación entre el autor y el gobierno finalmente se hizo evidente en la sexta llamada de la Comisión de Investigación sobre la Crisis Financiera. La hizo un hombre cuya tarea consistía en tomar declaración oficialmente a los testigos. Pronto quedó claro que él sabía más que yo sobre la crisis financiera estadounidense, y que, si nos obligaban a hacer un examen sobre el tema, él obtendría la puntuación más alta. Sin embargo, se mostró muy cortés al respecto y se limitó a plantear sus preguntas. Cuando llevábamos más o menos una hora de conversación me preguntó con quién más había hablado en el gobierno estadounidense sobre la crisis financiera. Le recité

de un tirón la larga lista de dignatarios con los que me había reunido en los últimos meses.

«¿Y qué le dijeron?», me preguntó (más o menos, ya que lo reproduzco de memoria.)

«¿Qué me dijeron ellos a mí?»

«Sí, cualquier idea sobre lo que pasó. Cualquier cosa que pudiera resultar perseguible.»

«¡No, no, no! —le dije—, no lo entiende: ellos me llamaron a mí para preguntarme qué había pasado.»

Al oírme decir eso él se echó a reír. El globo se deshinchó. La entrevista con la Comisión de Investigación sobre la Crisis Financiera había terminado. Desde entonces no he vuelto a tener noticias de ellos.

Paralelamente, en cambio, sí he tenido noticias de algunos otros. Uno de los problemas de los libros, desde el punto de vista de la gente a la que se retrata en ellos, es lo difícil que resulta presentar una queja formal al respecto. Aquí no hay cartas al director, al menos no de un modo que les permita llegar al público lector. Si existieran, este libro habría suscitado al menos tres de ellas

que merecerían ser publicadas. La primera vino del analista del Deutsche Bank Eugene Xu, que me escribió, en inglés, para expresar su consternación ante la posibilidad de que quienes leyeran la descripción que Greg Lippmann hacía de él («¿Cómo puede mentir un tipo que no habla inglés?») pudieran terminar el libro creyendo que él no hablaba inglés en absoluto. La segunda vino del fundador de Gotham Partners, Joel Greenblatt, que creía que los lectores podían acabar pensando mal de él por el trato que había dado a Michael Burry, y quería que supieran que: *a*) él nunca quiso luchar contra Michael Burry; *b*) él solo le pidió a Michael Burry que le devolviera su dinero porque sus propios inversores se lo estaban pidiendo a él y tenía que sacarlo de algún sitio, y *c*) Burry no se comunicó de forma directa con él o con sus otros inversores. Los motivos de ello se deducen fácilmente de la propia historia.

La tercera carta vino de Ace Greenberg, el antiguo presidente de Bear Stearns y, lo que es más importante, antiguo agente de Bolsa de Cornwall Capital, a quien a sus ochenta y tres años no le

gustaba la idea de que sus antiguos clientes pensarán en él como una presencia remota, casi espectral. «Puedo decirle que nunca se me ha criticado por el modo en que cuido, proveo y mimo a mis clientes —escribió—. Espero que esa impresión negativa de mí se corrija en su próximo libro. No tengo intención de demandarle.» Para añadir, en una posdata: «Mi libro sale el 1 de junio de 2010. Yo salgo bien».

Agradecimientos

Mi editor en la hoy desaparecida *Portfolio*, Kyle Pope, me alentó al principio, cuando me dispuse a desandar el camino recorrido desde Wall Street. Brandon Adams me ofreció generosamente su ayuda para sacar a la luz datos y cifras desconocidos, y demostró tener un conocimiento tan extenso del tema que llegué a preguntarme si no debería ser él, y no yo, quien escribiera el libro. Uno de los tesoros que desenterró fue A. K. Barnett-Hart, un estudiante de Harvard que acababa de escribir una tesis sobre el mercado de las CDO respaldadas por hipotecas basura, la cual sigue siendo más interesante que cualquier informe de Wall Street sobre el tema. Marc Rosenthal me sirvió de guía en la tenebrosa selva de los préstamos basura y el funcionamiento interno de los modelos de las agencias de calificación, y no

podía haber sido más generoso con su tiempo ni con sus ideas. Al Zuckerman, de Writers House, representó hábilmente este libro, como ha hecho con mis otras obras. Varias personas leyeron todo o parte del manuscrito y me ofrecieron útiles consejos: John Seo, Doug Stumpf, mi padre, Tom Lewis, y mi esposa, Tabitha Soren. Janet Byrne realizó un trabajo casi asombrosamente minucioso, enérgico e inteligente corrigiendo el manuscrito, y también demostró ser una lectora ideal. Starling Lawrence, de W. W. Norton, que ha editado todos mis libros menos uno, y que editó *El póquer del mentiroso*, se mostró tan sabio y admirable como de costumbre.

Me habría resultado imposible escribir una obra de no ficción decente sin la cooperación excepcionalmente valiosa de las personas de las que trata. Steve Eisman, Michael Burry, Charlie Ledley, Jamie Mai, Vincent Daniel, Danny Moses, Porter Collins y Ben Hockett me permitieron entrar en sus vidas. Con un riesgo incuantificable para sí mismos, compartieron conmigo sus pensamientos y sentimientos. Les estoy eternamente agradecido

por ello.

* United Jewish Appeal, una organización filantrópica judía.

* La ISDA había sido creada en 1985 por mis jefes de Salomon Brothers para abordar el problema inmediato de una innovación denominada permuta de tipo de interés. Lo que parecía una sencilla operación a la gente que la hacía —yo te pago un tipo de interés fijo y a cambio tú me pagas un tipo de interés variable— terminaría necesitando numerosas normas. Bajo tales normas subyacía el simple temor de que la otra parte de una permuta de tipo de interés de una firma de Wall Street pudiera quebrar y no pagar su apuesta. La permuta de tipo de interés, como la permuta de impago crediticio, exponía a las firmas de Wall Street al crédito de otras personas, y a otras personas al crédito de las firmas de Wall Street, de una nueva manera.

* Las dos principales agencias de calificación emplean una terminología ligeramente distinta para expresar la misma idea. Lo que Standard & Poor's denomina AAA, por ejemplo, Moody's lo denomina Aaa; pero ambos términos describen un bono que se considera que tiene el menor riesgo de impago. Para simplificar, en el texto utilizaré solo los términos de S&P, y AAA se denominará triple A, etcétera.

En 2008, cuando las calificaciones de un gigantesco montón de bonos relacionados con productos *subprime* se revelaron absolutamente arbitrarias, sus pretendidos significados fueron objeto de un acalorado debate. Los inversores de Wall Street los habían interpretado durante mucho tiempo como indicadores de las probabilidades de impago. Por ejemplo, un bono calificado como triple A históricamente tenía una probabilidad de impago de menos de una entre 10.000 en su primer año de existencia. Un bono calificado como doble A —el siguiente rango en la jerarquía— representaba una posibilidad de impago de menos de una entre 1.000, y un bono calificado como

triple B, de menos de una entre 500. En 2008, las agencias de calificación adujeron que nunca habían pretendido que sus calificaciones se tomaran como indicadores tan precisos; dichas calificaciones eran simplemente la mejor estimación de las agencias en una jerarquía ordenada de riesgo.

* Dichas pérdidas dependían no solo de cuántos prestatarios incumplían sus pagos, sino también del coste de cada impago. Al fin y al cabo, el prestador disponía de la garantía de la casa. Por regla general, en caso de impago, el prestador recuperaba alrededor de 50 centavos por dólar. De modo que aproximadamente el 16 por ciento de los prestatarios de un fondo de hipotecas tenían que incumplir sus pagos para que dicho fondo experimentara pérdidas del 8 por ciento.

* Gillian Tett, periodista del *Financial Times*, ha contado minuciosamente la historia de cómo y por qué lo hicieron en su libro *Fool's Gold*.

* London InterBank Offered Rate («tipo londinense de oferta interbancaria»): una de las referencias (como el Euribor) del tipo de interés al que los bancos se prestan dinero unos a otros. Antaño considerado más o menos libre de riesgo, hoy se considera, también más o menos, que no lo está.

* Querido lector: si ha seguido esta historia hasta aquí, merece no solo cinco estrellas, sino también una respuesta a una compleja pregunta: si Mike Burry fue el único que compró permutas de impago crediticio sobre bonos hipotecarios basura, y las compró por valor de 1.000 millones de dólares, ¿quién se llevó los otros aproximadamente 19.000 millones de dólares de la parte corta de la transacción con AIG? La respuesta es que, en primer lugar, a Mike Burry no tardaron en unírsele otras personas, incluyendo la propia Goldman Sachs, con lo que Goldman estuvo en posición de vender a sus clientes bonos creados por sus propios operadores, de modo que pudieran apostar contra ellos. En segundo lugar, había un tosco, sucio, lento, pero aceptable sustituto de las permutas de impago crediticio de Mike Burry: los bonos dinerarios reales. Según un antiguo operador de derivados de Goldman, esta compraba el tramo triple A de una CDO, lo emparejaba con las permutas de impago crediticio que AIG vendía a Goldman y que aseguraban el tramo (a un coste muy por debajo del rendimiento

del tramo), declaraba el paquete entero libre de riesgo, y lo excluía de su balance general. Obviamente, todo eso no estaba exento de riesgos: si AIG quebraba, el seguro no valía nada, y Goldman podía perderlo todo. Hoy, Goldman Sachs se muestra, por decirlo con delicadeza, muy poco servicial cuando se le pide que explique con exactitud qué hizo, y esa falta de transparencia se extiende a sus propios accionistas. «Si un equipo de contables forenses examinara los libros de Goldman, se sorprendería al ver lo buenos que son para ocultar cosas», explica un antiguo empleado de AIG FP, que ayudó a desenredar la trama y que conocía íntimamente a sus colegas de Goldman.

* Zelman se fue distanciando de su empresa de Wall Street debido a su pesimismo, y al final se marchó y montó su propia firma de consultoría. «Retrospectivamente, no era tan difícil de ver — explica—. Lo que era muy difícil era saber cuándo se pararía.» Zelman hablaba de vez en cuando con Eisman, y siempre terminaban aquellas conversaciones sintiéndose mejor con respecto a sus puntos de vista y peor con respecto al mundo. «De vez en cuando necesitábamos asegurarnos de que no estábamos chiflados», cuenta Zelman.

* De manera harto confusa, los bonos hipotecarios basura no se clasifican como bonos hipotecarios, sino, junto con los bonos respaldados por préstamos de tarjetas de crédito, autopréstamos y otras formas de garantía más disparatadas, como «valores respaldados por activos».

* Aún hoy, después de la quiebra de Lehman Brothers, LehmanLive sigue siendo la fantasmal fuente a la que acudir para averiguar el contenido de muchas CDO.

* Cuando el mercado se desplomó, Devaney quebró, y se vio obligado a vender su yate, su avión y su Renoir (por un jugoso beneficio) y a defenderse de varios artículos de periódico desagradables. «Hay que ser una persona honesta para admitir que uno se ha equivocado —escribió en una de las confusas cartas que publicó en PR Newswire—. En 2007 adopté una posición larga, y me equivoqué.»

«Era increíblemente escéptico con respecto al mercado —explicaba Charlie—. Y, sin embargo, perdió dinero. Nunca logré entenderlo.»

* Dos años después, Las Vegas lideraría el país en su índice de embargos de viviendas.

* En Las Vegas también se reunieron con David Wells, que gestionaba préstamos basura para una empresa llamada Fremont Investment & Loan. Asimismo, Wells dijo que esperaba unas pérdidas en torno al 5 por ciento. En septiembre, nueve meses después, Fremont anunciaría que el 30 por ciento de sus préstamos basura eran objeto de impago. Sus grupos de préstamos llegarían a registrar pérdidas superiores al 40 por ciento, lo que equivale a decir que, aun después de haber vendido las casas embargadas, había perdido casi la mitad del dinero que había prestado.

* El «margen» de cualquier bono es simplemente el diferencial entre el tipo de interés que este paga al inversor y cierto tipo de interés supuestamente libre de riesgo, pongamos por caso el tipo pagado a los inversores en bonos del Tesoro estadounidense.

* Un breve recordatorio: al pensar en esas torres de deuda resulta práctico simplificarlas en tres pisos: un sótano, llamado «valor neto», que absorbe las primeras pérdidas y no es un título de primera calidad; la planta baja, llamada «entresuelo», con una calificación triple B; y el primer piso, con una calificación triple A, y generalmente denominado «sénior». En la práctica, las torres estaban distribuidas en capas mucho más finas: una CDO podía tener 15 tramos diferentes, cada uno con una calificación ligeramente distinta desde la triple B menos hasta la triple A: triple B menos, triple B, triple B más, A menos, A, etcétera. La calificación doble A del tramo vendido en corto por Cornwall Capital implicaba que los bonos subyacentes, aunque algo más arriesgados que los triple A (supuestamente chapados en oro), todavía tenían una posibilidad de impago de menos del 0,1 por ciento.

* Posteriormente, un portavoz de S&P pondría en duda que ningún empleado de la empresa hubiera dicho jamás tal cosa, ya que su modelo sí era capaz de manejar cifras negativas.

* El 22 de octubre de 2008, un antiguo analista de bonos hipotecarios basura de S&P llamado Frank Raiter declararía ante la Comisión de Supervisión y Reforma del gobierno que el director gerente de S&P responsable de la inspección de los bonos hipotecarios basura «no creía que los datos de nivel préstamo [los datos de cada préstamo concreto] fueran necesarios, y ello tuvo el efecto de anular todas las demandas de que los fondos crearan bases de datos internas». Raiter presentó un correo electrónico del director gerente de S&P para calificaciones de CDO, Richard Gugliada, en el que este decía: «¡¡Cualquier demanda de cintas de nivel préstamo es totalmente irrazonable!! La mayoría de las entidades emisoras no las tienen y no pueden proporcionarlas. Sin embargo, nosotros debemos producir una estimación de crédito. [...] Es responsabilidad de ustedes proporcionar dichas estimaciones de crédito y es responsabilidad de ustedes diseñar algún método para hacerlo».

* Un fondo de cobertura con sede en Connecticut que perdió 6.800 millones de dólares en apuestas sobre el gas natural a principios de 2006 y reventó de manera espectacular.

* La distinción entre unas y otras se había vuelto superficial. Los prestatarios de Alt-A tenían puntuaciones crediticias FICO por encima de 680; los prestatarios de *subprime* las tenían por debajo de esa cifra. Los préstamos Alt-A, sin embargo, apenas exigían documentación, y, por ejemplo, el prestatario no proporcionaba una prueba de ingresos. En la práctica, los préstamos hipotecarios Alt-A realizados en Estados Unidos entre 2004 y 2008, por un total de 1,2 billones de dólares, tenían la misma probabilidad de impago que los préstamos *subprime*, por un total de 1,8 billones.

* Una «segunda silenciosa» es una segunda hipoteca utilizada, en la compra de una vivienda, para complementar la primera. Resulta «silenciosa» solo para el tipo que ha hecho el primer préstamo, que también tiene menos probabilidades de cobrar, dado que también es menos probable que el prestatario conserve un patrimonio neto sobre su propia casa.

* Casi todo el mundo implicado en la crisis financiera puede perder dinero si le pillan hablando de lo que vio e hizo. Eso es obvio en el caso de quienes todavía siguen empleados en las grandes firmas de Wall Street, pero también en el de los que se han marchado, dado que normalmente han firmado algún acuerdo de confidencialidad. Los antiguos empleados de Morgan Stanley no están tan asustados como los que trabajaban en Goldman Sachs, pero casi.

* De todos los conflictos de intereses dentro de una firma de Wall Street que operara con bonos, este fue tanto el más pernicioso como el menos comentado. Cuando una firma hace apuestas sobre acciones y bonos por su propia cuenta al mismo tiempo que los negocia para sus clientes, afronta una gran presión de cara a utilizar a sus clientes para sus propios objetivos. A las firmas de Wall Street les gusta decir que construyen «murallas chinas» para evitar que la información sobre las operaciones con sus clientes se filtren a sus propios operadores internos. Vincent Daniel, de FrontPoint Partners, ofreció la respuesta más sucinta a dicha pretensión: «Cuando oigo la expresión “muralla china” pienso: “Eres un jodido mentiroso”».

* Aquí es útil recordar que vender una permuta de impago crediticio sobre una cosa le deja a uno con el mismo riesgo financiero que si la poseyera. Si la CDO triple A termina teniendo un valor igual a cero, uno pierde la misma cantidad tanto si la había comprado directamente como si había vendido una permuta de impago crediticio sobre ella.

* El momento de la salida de Goldman del mercado *subprime* resulta interesante. Mucho después, Goldman afirmaría que había hecho aquel movimiento en diciembre de 2006. Pero los operadores de las grandes firmas de Wall Street que trataban con Goldman estaban seguros de que la firma no invirtió el rumbo hasta la primavera y principios del verano de 2007, después de que New Century, la mayor entidad prestadora estadounidense, se declarara en quiebra. Si realmente fue ese el momento en que Goldman cambió a una posición corta, ello explicaría el caos tanto en el mercado *subprime* como en Goldman Sachs percibido por Mike Burry y otros a finales de junio. Goldman Sachs no dejó la casa antes de que empezara a arder; simplemente fue la primera en precipitarse hacia la salida, y luego cerró la puerta tras de sí.

* Hay cierta polémica en torno a las conversaciones entre Hubler y Cruz. La versión de los hechos ofrecida por las personas cercanas a Zoe Cruz es que a ella le preocupaba el riesgo jurídico de hacer negocios con los problemáticos fondos de cobertura de Bear Stearns, y que Hubler nunca le explicó del todo el riesgo de las CDO triple A, y le dejó creer que Morgan Stanley no tenía ninguna posibilidad de sufrir una pérdida enorme, probablemente porque ni siquiera el propio Hubler entendía el riesgo. Los amigos de Hubler afirman que Cruz se hizo con el control efectivo de la operación de Hubler e impidió que este se deshiciera de una buena parte de sus CDO triple A. En mi opinión, y en la de los operadores de Wall Street, la historia del bando de Hubler resulta mucho menos plausible. «Es imposible que él dijera “Tengo que salirme ya” y ella le respondiera “No” —explica un operador que vivió la situación de cerca—. Imposible que Howie dijera nunca: “Si no nos salimos ya, podríamos perder diez mil millones de dólares”. Howie le argumentó en favor de no salirse.» La capacidad

de los operadores de Wall Street para atribuirse sus éxitos y atribuir a los directivos sus fracasos se repetiría más tarde, cuando sus firmas, que en los tiempos de vacas gordas desdeñaban la necesidad de una regulación estatal, insistieron en ser rescatadas por el gobierno cuando llegaron las vacas flacas: el éxito era un logro individual; el fracaso era un problema social.

* Es pedir demasiado esperar que la gente que controla las grandes firmas de Wall Street hable un lenguaje normal, ya que una gran parte de su sustento depende de que la gente crea que lo que hacen no puede traducirse al lenguaje normal. Lo que John Mack estaba tratando de decir, sin venir a afirmar claramente que nadie más en Morgan Stanley tenía ni idea de los riesgos que corría Howie Hubler, era que nadie más en Morgan Stanley tenía ni idea de los riesgos que corría Howie Hubler, ni tampoco el propio Howie Hubler.

* Otra forma de plantear la misma pregunta: ¿cómo era posible que los bonos de Howie Hubler cayeran de 100 a 7 y los informes que vosotros recibíais siguieran sugiriendo que eran imposible que experimentaran variaciones drásticas?

* Es interesante imaginar cómo se habría desarrollado el desastre si AIG FP se hubiera limitado a seguir asumiendo todo el riesgo. Si Wall Street, siguiendo el ejemplo de Goldman Sachs, hubiera transferido todo el riesgo de los bonos hipotecarios basura a AIG FP, el problema podría muy bien haberse clasificado como algo que no tenía nada que ver con Wall Street y que era, en cambio, responsabilidad exclusiva de aquella extraña compañía de seguros.

* Más tarde se revisaría el precio a unos 10 dólares por acción.

* La acusación presentada contra Cioffi y Tannin por el Departamento de Justicia estadounidense trataba de demostrar que los dos hombres habían engañado a sabiendas a sus inversores, pasando por alto la posibilidad de que simplemente no tuvieran ni idea de lo que estaban haciendo y no fueran capaces de comprender el auténtico riesgo de una CDO respaldada por activos *subprime* y calificada como triple A. La acusación era débil, y giraba en torno a un par de correos electrónicos obviamente sacados de contexto. Una miembro del jurado que votó por absolver a los operadores de bonos basura de Bear Stearns declararía más tarde a Bloomberg News no solo que ella creía que eran inocentes de los cargos, sino que además estaría encantada de invertir dinero con ellos.

* Dado que en español se ha popularizado el uso apositivo del término «basura» en expresiones como «hipotecas basura», «bonos basura», etcétera, como traducción del inglés *subprime*, en este texto utilizaré indistintamente uno u otro término como sinónimos en función del contexto.
(N. del T.)

* Hipotecas a treinta años con los dos primeros a interés fijo y los veintiocho restantes a interés variable. (*N. del T.*)

* *Los vástagos de Shannara*, de Terry Brooks, escritor de literatura fantástica y autor, entre otras obras, de la versión novelada de *La guerra de las galaxias*. (N. del T.)

* Se trata de hipotecas que se conceden sin que el prestador pida ninguna documentación (No-Doc) o en las que pide poca documentación (Low-Doc) que acredite los ingresos y bienes de la persona que la solicita. (*N. del T.*)

* Un exhaustivo informe anual que la Comisión del Mercado de Valores estadounidense exige a las empresas que cotizan en Bolsa. (*N. del T.*)

* En inglés *off the run*, por contraposición al término *on the run*, «a la carrera», que alude a la contratación de los bonos públicos más recientes y de mayor liquidez. (*N. del T.*)

Michael Lewis estudió Historia en Princeton y posee un máster en Economía por la London School of Economics.

Actualmente es profesor en la Universidad de Berkeley, editor de *Vanity fair* y colaborador de *The New York Times* y *Bloomberg*. Su capacidad de combinar información económica con periodismo narrativo le distingue desde sus inicios con *El póquer del mentiroso*, donde cuenta sus años de bróker en el ya desaparecido banco de inversión Salomon Brothers. El escándalo financiero que protagonizó ese banco convirtió el libro en un fenómeno en ventas y en el testimonio más ácido de la codicia desmesurada que vivió Wall Street en la década de los ochenta. Desde entonces ha escrito entre otros *The New New Think*, *Moneyball*, *The Blind Side* o *Boomerang*, varios de los cuales han sido llevados al cine.

Título original: *The Big Short*

Edición en formato digital: enero de 2013

© 2010, Michael Lewis

© 2013, Random House Mondadori, S. A.

Travessera de Gràcia, 47-49. 08021 Barcelona

© 2013, Francisco J. Ramos Mena, por la traducción

Diseño de cubierta: Random House Mondadori, S. A.

Fotografía de la cubierta: © Chris Stein / Getty Images

Quedan prohibidos, dentro de los límites establecidos en la ley y bajo los apercibimientos legalmente previstos, la reproducción total o parcial de esta obra por cualquier medio o procedimiento, así como el alquiler o cualquier otra forma de cesión de la obra sin la autorización previa y por escrito de los titulares del copyright. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos, <http://www.cedro.org>) si necesita reproducir algún fragmento de esta obra.

ISBN: 978-84-9992-287-4

Composición digital: [Barcelona edicions digitals](#)

www.megustaleer.com

The logo consists of two vertical grey bars of varying heights, with the taller bar on the left and the shorter bar on the right.

Random House Mondadori

Consulte nuestro catálogo en: www.megustaleer.com

Random House Mondadori, S.A., uno de los principales líderes en edición y distribución en lengua española, es resultado de una *joint venture* entre [Random House](#), división editorial de [Bertelsmann AG](#), la mayor empresa internacional de comunicación, comercio electrónico y contenidos interactivos, y [Mondadori](#), editorial líder en libros y revistas en Italia.

Desde 2001 forman parte de Random House Mondadori los sellos Beascoa, Debate, Debolsillo, Collins, Caballo de Troya, Electa, Grijalbo, Grijalbo Ilustrados, Lumen, Mondadori, Montena, Plaza & Janés, Rosa dels Vents y Sudamericana.

Sede principal:

Travessera de Gràcia, 47-49

08021 BARCELONA

España

Tel.: +34 93 366 03 00

Fax: +34 93 200 22 19

Sede Madrid:
Agustín de Betancourt, 19
28003 MADRID
España
Tel.: +34 91 535 81 90
Fax:+34 91 535 89 39

Random House Mondadori también tiene presencia en el Cono Sur (Argentina, Chile y Uruguay) y América Central (México, Venezuela y Colombia). Consulte las direcciones y datos de contacto de nuestras oficinas en www.randomhousemondadori.com.



Editorial Sudamericana

Índice

La gran apuesta

Prólogo. Poltergeist

1. Una historia de origen secreto

2. En el país de los ciegos

3. ¿Cómo puede mentir un tipo que no habla inglés?

4. Cómo explotar a un trabajador inmigrante

5. Capitalistas accidentales

6. Spiderman en el Venetian

7. En busca del tesoro

8. Un largo período de calma

9. La muerte de un interés

10. Dos hombres en una barca

Epílogo. Todo está conectado

Palabras finales

Agradecimientos

Notas

[Biografía](#)

[Créditos](#)

[Acerca de Random House Mondadori](#)