

## LA CRISIS DE LAS HIPOTECAS *SUBPRIME*

En el verano de 2007 muchos de los más preeminentes bancos de Estados Unidos y Europa se vieron afectados por el hundimiento del valor de los títulos con garantía hipotecaria que ellos mismos habían creado y que, para sorpresa de muchos, resultaron ser una parte importante de su patrimonio<sup>5</sup>. La morosidad provocaba así una crisis de crédito, pues la respuesta de las instituciones financieras fue acumular caja y elevar sus exigencias antes de prestar a las demás. Entre julio de 2007 y marzo de 2008, los bancos de inversión y los brókeres de Wall Street sufrieron una sangría en su patrimonio de 175 millardos de dólares, y en marzo Bear Stearns, el quinto más grande, fue «rescatado» por JP Morgan Chase a precio de ganga y con una ayuda de la Reserva Federal de 29 millardos en garantías. Muchos de los demás han sobrevivido a base de vender grandes porciones de acciones preferentes, con tipos de rendimiento bonificado garantizados, a un conjunto de «fondos soberanos» propiedad de los gobiernos de Abu Dhabi, Singapur, Corea del Sur y China, entre otros.

Para fines de enero de 2008 ya se habían inyectado en los bancos 75 millardos de dólares de nuevo capital, pero no fue suficiente. En Reino Unido, el súbitamente creciente coste de la liquidez destruyó el modelo de negocio de un gran banco hipotecario, desembocando en la primera crisis de pánico financiero del país en 150 años y obligando al canciller británico a conceder casi 60 millardos de libras en préstamos y garantías a los depositantes, primero, y a nacionalizar la empresa, Northern Rock, después. En los últimos días de enero, Societé Générale, famosa por su habilidad en ingeniería financiera (es más, ganadora en ese mes del deseado Derivatives Bank of the Year Award de la revista *Risk*), informaba de que un operador deshonesto había hecho perder al banco más de 7 millardos de dólares. La dirección de Societé Générale empezó a desentrañar las terribles posiciones tomadas por su agente el 21 de enero, contribuyendo a elevar notable-

---

<sup>5</sup> Este artículo está dedicado a la memoria de Andrew Glyn (1943-2007), cuya sabiduría, generosidad y espíritu crítico se echan profundamente de menos. Quiero agradecer a Yally Avrahampour, Jane D'Arista, Duncan Foley, Max Gasner, John Grahl, Geoffrey Ingham y Julia Ott sus valiosos comentarios y sugerencias.

mente la volatilidad de las bolsas y, según parece, a que la Reserva Federal adoptase al día siguiente una decisión de emergencia, la de reducir el tipo de interés en 75 puntos básicos.

La gestión del riesgo en el mundo financiero, del riesgo sistémico especialmente, presentaba evidentemente serias deficiencias. Parte importante del problema era que instituciones financieras de las que constituyen el corazón del sistema habían hecho uso de un sistema bancario secundario opaco para ocultar gran parte del riesgo que estaban asumiendo. Citigroup, Merrill Lynch, HSBC, Barclays Capital y Deutsche Bank habían asumido mucha deuda y prestado fondos ajenos contra títulos colaterales desesperadamente pobres. Antes de la desregulación en Estados Unidos y de las privatizaciones del Reino Unido en la década de 1990, la Glass-Steagall Act de 1933 habría impedido a los bancos de inversión estadounidenses trabajar en el mercado financiero minorista, y el Northern Rock habría seguido siendo una sólida y aburrida entidad hipotecaria.

El detonante de la restricción crediticia fue el crecimiento de la morosidad entre los tenedores estadounidenses de hipotecas *subprime* en el último trimestre de 2006 y a principios de 2007, cuando los tipos de interés fueron aumentados para proteger la caída del dólar, lo que condujo a la quiebra de varias grandes instituciones hipotecarias en los meses de febrero y marzo de 2007. Pero sólo se empezó a valorar la verdadera envergadura de las dificultades a finales del verano. Curiosamente, el primer banco en informar de la existencia de un problema fue Deutsche Bank, que se vio forzado a salir al rescate de dos fondos especializados en valores inmobiliarios en el mes de julio. En octubre, el Tesoro de Estados Unidos impulsó a tres de los mayores bancos de Wall Street (Merrill Lynch, Morgan Stanley y Bank of America) a constituir un fondo de 70 millardos de dólares para tratar de establecer inequívocamente el valor de los activos amenazados. No funcionó. Los analistas se quejaron: «El camino que han iniciado de retirar la crema de la superficie no resuelve el problema de que el fondo esté envenenado»<sup>1</sup>.

A finales de 2007, ante la persistencia de la crisis crediticia, los bancos centrales inyectaron grandes cantidades de liquidez en el sistema financiero global, pero el impacto fue temporal y los bancos siguieron reacios a prestarse entre sí. Lawrence Summers, antiguo secretario del Tesoro estadounidense, avisó de que se avecinaba una «restricción crediticia crítica», como si la parálisis de seis meses hubiera sido una mera bagatela. Este peligro surgiría de la «dañada» base de activos de los grandes bancos, si no se inyectaba más capital<sup>2</sup>. El desastre de las *subprimes* y la sequía crediticia, consecuencias ellas mismas de unas condiciones deterioradas, estaban ace-

---

<sup>1</sup> «Some Wonder if Stabilization Fund Will Work», *The New York Times*, 12 de noviembre de 2007.

<sup>2</sup> Lawrence Summers, «Beyond Fiscal Stimulus», *Financial Times*, 28 de enero de 2008.

lerando el deslizamiento hacia la recesión en Estados Unidos y en la economía mundial. El 10 de febrero, Henry Paulson, secretario del Tesoro, confirmó que los problemas de crédito seguían siendo «serios y persistentes», y que se esperaban más<sup>3</sup>. El 29 de febrero, dos banqueros de inversión sénior, David Greenlaw (Morgan Stanley) y Jan Hatzius (Goldman Sachs), y dos economistas, Anil K. Kashyap (Chicago) y Hyun Song Shin (Princeton), publicaron un estudio titulado «Leveraged Losses», que estimaba con precaución que las pérdidas por la crisis de las *subprimes* podrían totalizar los 400 millardos de dólares y causar una caída del PIB de entre el 1 y el 1,5 por 100<sup>4</sup>. Se podría pensar que el título del trabajo hace referencia principalmente a la difícil situación de millones de hogares hipotecados, pero, como veremos, la lógica destructiva de los activos sobreapalancados estaba afectando también a los grupos financieros.

El presidente de Estados Unidos y el Congreso acordaron rápidamente un paquete de medidas de estímulo por importe de 150 millardos de dólares, y el 11 de marzo los bancos centrales del mundo se reunieron para ofrecer a la banca 200 millardos de dólares en condiciones favorables. Pero esos supuestos dueños del universo parecían apresados por una maquinaria celestial que no controlaban. El 16 de marzo la Reserva Federal intervino para evitar el colapso de Bear Stearns y acordar su compra por JP Morgan Chase a una pequeña fracción de su precio anterior. A los demás bancos de inversión se les ofrecieron, por primera vez, préstamos directos a tipos bajos y con débiles garantías colaterales.

La crisis de liquidez se presentó como el clímax de un largo periodo de desequilibrios globales de auténtico vértigo y de burbujas de activos. El miedo a la recesión había impulsado a la Reserva Federal estadounidense a mantener bajos los tipos de interés en el periodo 2001-2006, lo que, a su vez, preparó el marco para préstamos fáciles y baratos. Financieros y hombres de negocios de todo el mundo vieron en los hogares estadounidenses, «los consumidores en última instancia», el vastísimo mercado que iba a permitir el mantenimiento del *boom* global. Robert Brenner hizo una descripción impresionante de los fallos estructurales y las turbulencias sistémicas en la economía global en la *NLR* en 1998. En un valioso epílogo a *The Economics of Global Turbulence* escrito en 2006 subrayó que el *boom* artificial que se registró en 2002-2006 no había conseguido elevar los bajos niveles de rentabilidad e inversión. Mientras que la productividad del trabajo se elevó durante esos años, la remuneración de los asalariados no lo hizo. La importación de productos chinos baratos hizo algo más sencillo el mantenimiento del *boom*, pero el ingrediente fundamental que explica la prosperidad de los consumidores fue la facilidad para endeudarse

<sup>3</sup> Michael Phillips y Yuka Hayashi, «Markets at Risk for Additional Shocks», *The Wall Street Journal*, 11 de febrero, 2008.

<sup>4</sup> David Greenlaw, Jan Hatzius, Anil K. Kashyap y Hyun Song Shin, «Leveraged Losses. Lessons from the Mortgage Market Meltdown», presentado en el US Monetary Policy Forum el 29 de febrero de 2008.

que se les concedió. Brenner caracterizó las políticas de la Reserva Federal y del Tesoro estadounidenses de fomento de la demanda como «keynesianismo de mercado»<sup>5</sup>. Ofreciendo además otras consideraciones, Andrew Glyn y Giovanni Arrighi reconocieron también que la economía de burbujas del periodo 1995-2007 no estaba bajo control y que los aspectos financieros habían quedado fuera del alcance de los reguladores<sup>6</sup>.

Según los datos del *Flow of Funds* de la Reserva Federal, la deuda total en la economía de Estados Unidos creció desde el 255,3 por 100 del PIB en 1997 hasta el 352,6 en 2007, registrándose el mayor aumento en el sector hogares y en el financiero. La deuda de los hogares pasó del 66,1 por 100 del PIB al 99,9 por 100, pero el crecimiento más rápido fue el registrado por la deuda asumida por los bancos y otras entidades financieras, que pasó de representar un 63,8 por 100 del PIB en 1997 a un 113,8 en 2007<sup>7</sup>. Estos incrementos de la deuda fueron alimentados por sucesivas burbujas de activos.

A pesar de su famosa frase sobre la «exuberancia irracional» de 1996, Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal, no impuso medidas serias para pinchar la burbuja accionarial de finales de los años noventa. Desde el Tesoro, Robert Rubin y Lawrence Summers hicieron aún menos, con Summers insistiendo en que había que ver el espectacular aumento de los precios de las acciones como un aumento del ahorro estadounidense<sup>8</sup>. A principios de la década de 2000, Washington encontró poderosas razones para aplicar una política monetaria más relajada: deseaba tanto diseñar un «aterizaje suave» como demostrar que el poderío estadounidense no se había visto afectado por el terrorismo. Inflar la capacidad adquisitiva de los consumidores estadounidenses se convirtió en prioritario en términos de seguridad nacional. Después del 11 de septiembre de 2001, los norteamericanos tenían el deber patriótico de asumir más deuda, y los bancos y los reguladores del mercado debían hacerlo posible.

Los bancos fueron impulsados a financiar el consumo por la caída registrada en su papel tradicional de custodios de depósitos y ahorros que fondos de pensiones y fondos de inversión iban asumiendo en forma creciente, y por la disminución de ingresos provenientes de su actividad

<sup>5</sup> Robert Brenner, *The Economics of Global Turbulence. The Advanced Capitalist Economies from Long Boom to Long Downturn, 1945-2005*, Londres y Nueva York, 2006. Sobre el creciente endeudamiento de las personas y las empresas, véanse pp. 157-159, 276-278 [ed. cast. de próxima aparición en Cuestiones de antagonismo, Ediciones Akal].

<sup>6</sup> Andrew Glyn, *Capitalism Unleashed*, Oxford, 2006, y Giovanni Arrighi, *Adam Smith in Beijing*, Londres y Nueva York, 2007 [ed. cast.: *Adam Smith en Pekín*, Madrid, Akal, 2007].

<sup>7</sup> Federal Reserve Bank, *Flow of Funds*, Washington DC, 2008. El significado de estas cifras se estudia en un importante trabajo de Jane D'Arista, «Broken Systems. Agendas for Financial and Monetary Reform», presentado en la 17th Annual Iman Minsky Conference, celebrada el 17 de abril de 2008.

<sup>8</sup> Véase Robin Blackburn, *Banking on Death or Investing in Life. The History and Future of Pensions*, Londres y Nueva York, 2002, p. 218.

financiera tradicional. Entre 1997 y 2007, el peso de los activos de las instituciones de depósito en el total de los activos del sector financiero cayó abruptamente, pasando del 56,3 al 23,7 por 100, mientras que el peso de los fondos de pensiones y los fondos de inversión se elevaba desde el 21 por 100 hasta el 37,8. Liberados por la desregulación, los bancos encontraron nuevos negocios en la conversión de la deuda de los consumidores en títulos comercializables y su posterior venta a los fondos (o a otros bancos). Para financiar esta operación, la misma banca asumió más deuda, suponiendo alegremente que el rendimiento de tales títulos iba a estar desahogadamente por encima del correspondiente coste de endeudamiento y que, en cualquier caso, los venderían pronto a algún otro, en un modelo que se denominó «de crear y distribuir». Era difícil para cualquiera saber qué estaba pasando o hasta qué punto podían estar justificados tales supuestos, porque gran parte de esas transacciones figuraba sólo en el «balance de situación invisible» de los bancos del «sistema bancario opaco»<sup>9</sup>. Jane D'Arista sostiene que esas tendencias contribuyeron también a minar las herramientas tradicionales de la política monetaria, dado que éstas, especialmente los cambios en los tipos de interés y las grandes dosis de liquidez extra, actúan en y mediante su impacto en bancos e instituciones de depósito<sup>10</sup>.

En las páginas que siguen, interpreto la crisis de crédito como una crisis de financiarización o, dicho de otra manera, como una crisis de ese arriesgado nuevo mundo del apalancamiento, desregulación e «innovación financiera» que Alan Greenspan celebra en su reciente autobiografía. Muestro cómo buscar mercado en casi cualquier terreno ha conducido a la pesadilla del banquero, aquélla en la que los activos fundamentales no pueden ser valorados. Insto a que se preste atención a las ideas de Fischer Black, el improbable inventor de las finanzas estructuradas, que previno contra sobrecargarse de riesgo cuando declinó ser miembro fundador de Long Term Capital Management. Voy a evocar tanto la respuesta del *New Deal* a la bancarrota financiera como el crecimiento del crédito al consumo en el mundo de posguerra, antes de plantear, como conclusión, qué se puede hacer.

## I. DENTRO DEL SISTEMA BANCARIO OPACO

Los bajísimos tipos de interés vigentes en Estados Unidos durante el periodo 2001-2006 fueron muy lucrativos para la banca, permitiéndole asumir más deuda, mejorar las condiciones de su negocio y aumentar el volumen

---

<sup>9</sup> La naturaleza del «balance de situación invisible» se estudiará más adelante, pero el concepto está tomado de Salih N. Neftci, «FX Short Positions, Balance Sheets, and Financial Turbulence», en John Eatwell y Lance Taylor (eds.), *International Capital Markets. Systems in Transition*, Oxford, 2002, pp. 277-296.

<sup>10</sup> J. D'Arista, «Broken Systems», cit., pp. 8-10.

del mismo. Patrocinó *hedge funds* [fondos de alto riesgo] y compras de empresas, elaboró sus propios instrumentos financieros con base hipotecaria, organizó el aseguramiento de bonos y suministró líneas de crédito a sus propios *structured investment vehicles* [instrumentos para inversiones estructuradas] (SIV) y *conduits*<sup>11</sup>. Estas apuestas se apalancaron generalmente con cucharadas extras de deuda, mientras algunas instituciones, los bancos de inversión y los *hedge funds*, se endeudaban para comprar activos con valores de hasta treinta veces su capital. Así es como los protagonistas de la crisis de 2007-2008 se convirtieron en grupos altamente apalancados, frecuentemente endeudados unos con otros como veremos más adelante. Las dificultades de los bancos en estas nuevas condiciones tienen al menos un elemento en común con la precaria situación de los compradores de viviendas fuertemente hipotecadas. En ambos casos los prestatarios se encuentran aprisionados entre costes crecientes e ingresos menguantes derivados de un mercado en declive. Primero fueron los compradores de viviendas los que tuvieron que hacer frente a tipos de interés más altos, en 2006-2007. Luego la banca y sus peculiares *conduits* llevaron a un incremento aún más intenso en los costes de endeudamiento en agosto de 2007. Los sofisticados y pródigamente pagados profesionales de las finanzas deberían, al menos, haber detectado el problema, pero parecen haber sido abducidos por sus propios juegos de prestidigitación.

En palabras de un informe del *Financial Times* de finales de 2007:

Mientras los inversores analizan con detalle nombres bien conocidos de la actividad industrial, puede que haya un espectro silenciosamente al acecho: el estado del poco conocido sistema bancario «en la sombra». En esta década ha surgido una plétora de instituciones e instrumentos opacos en los mercados americano y europeo que han alcanzado un nivel importante en el suministro de crédito<sup>12</sup>.

Este sistema «oculto» se expandió con rapidez durante las décadas de 1990 y 2000 como consecuencia de la desregulación que permitió a muchas instituciones financieras asumir funciones bancarias y que relajó las condiciones para la solicitud y concesión de crédito. Como continuación del colapso de Enron, se puso de manifiesto que muchos bancos de primera fila habían ayudado a los incautos inversores y a los reguladores de la empresa diseñando la creación de un montón de instrumentos específicos fuera de balance. Para sorpresa de muchos, la legislación posterior no solamente no los prohibió taxativamente, sino que permitió, al amparo de la regla 46-R de la *Sarbanes-Oxley Act*, el mantenimiento de instrumentos fuera de balance siempre que el grueso de las recompensas y los riesgos

<sup>11</sup> *Conduits*, sociedades pertenecientes a entidades financieras que se usan para sacar del balance de situación activos o carteras de riesgo. [N. del T.]

<sup>12</sup> Gillian Tett y Paul Davies, «Out of the Shadows. How Banking's Secret System Broke Down», *Financial Times*, 17 de diciembre de 2007.

recayera en otros<sup>13</sup>. Mientras que otros inversores sufrían riesgos, los bancos, como propietarios de las SIV, han aprendido la dura lección de que los productos financieros estructurados pueden generar pérdidas menos controlables que los activos simples, cuyo valor no puede caer nunca por debajo de cero.

### *Valoraciones de fantasía*

Martin Wolf ha comparado los altos beneficios de la banca en 2006 con el rendimiento del capital a largo plazo. Mientras éste se encontraba en el entorno del 7 por 100, los beneficios de los bancos estadounidenses, alemanes, franceses e italianos rondaban el 12 por 100, y los bancos ingleses obtenían el 20<sup>14</sup>. Estas altas tasas de rentabilidad reflejan apalancamiento, «escasa» capitalización y asunción de riesgos. El milagro de la banca ha descansado siempre en el hecho de que sus activos líquidos son mucho menores que los excepcionales préstamos que conceden, lo que es consecuencia de su función de creadora de crédito. Los bancos centrales, como prestamistas en última instancia, están para cumplir una función aseguradora frente a las crisis bancarias, como demostró con reticencia el Banco de Inglaterra cuando, con ayuda del Tesoro británico, rescató a la Northern Rock, o la Reserva Federal cuando subvencionó la venta de Bear Stearns.

Se supone que los bancos centrales controlan los riesgos mediante el establecimiento de calificaciones estrictas de los activos y de los ratios capital/préstamos concedidos. Para los bancos británicos, el capital de categoría 1 era sólo del 4 por 100 del pasivo total pendiente al cierre de 2007. Los bancos estadounidenses afirman estar más capitalizados, al alcanzar entre el 8 y el 9 por 100 de la mencionada categoría, aunque Citigroup había caído hasta el 7,3 por 100 en aquel momento, y se supone que deben mantenerse por encima del 8 por 100. Tales niveles de capitalización no son generosos y, aun así, resultan engañosos en tanto que esconden problemas causados por la locura de la actividad crediticia fuera de balance, con apalancamiento invisible y pasivos calificados como activos. Esto se puso de manifiesto cuando los bancos se vieron obligados a reconocer el colapso del sistema bancario «en la sombra», formado por SIV fuera de balance, *conduits* y *hedge funds* patrocinados por ellos mismos. El colapso «a cámara lenta» reflejó las fechas de cierre de balance y las normas de divulgación de la información. Los SIV mantenían decenas de millardos de dólares de derivados de crédito, a precios de modelo, que reflejaban gran optimismo o incluso verdadera fantasía. Sin embargo, cada cierto tiempo los contables de la banca tienen que seguir el criterio

<sup>13</sup> Floyd Norris, «Why Surprises Still Lurk After Enron», *The New York Times*, 29 de febrero de 2008.

<sup>14</sup> Martin Wolf, «Why Banking Remains an Accident Waiting to Happen», *Financial Times*, 28 de noviembre de 2007.

del «valor actual de mercado», es decir, asignarles valor de mercado. Los mejores activos, activos de «categoría 1», son los que pueden ser valorados sin más que consultar una pantalla de Bloomberg, en la que aparecen los precios de cada momento. Los valores de los activos de «categoría 2» están basados en un modelo que los relaciona con un índice de activos comercializados similares. Los de «categoría 3» están basados, simplemente, en modelos no directamente relacionados con elementos comercializados, es decir, en una especie de trabajo de averiguación y adivinación o, en situaciones de crisis, en deseos y oraciones.

En agosto de 2007, los instrumentos con garantía hipotecaria eran difíciles de vender y los basados en hipotecas *subprimes* no se admitían ni regalados. Nunca habían sido calificados como de categoría 1, pero ya no alcanzaban siquiera la 2. El 8 de noviembre *The Economist* escribió: «Ahora, entre las empresas de Wall Street, el creciente nivel de títulos de categoría 3 es superior al capital de los accionistas»<sup>15</sup>. En el caso del Citigroup, sólo sus obligaciones colaterales (CDO)<sup>16</sup> tenían un valor superior al del patrimonio del banco, lo que forzó a éste, en las semanas siguientes, no sólo a buscar nuevos inversores sino a ofrecerles acciones preferentes o «convertibles», que diluyeron notablemente las posiciones de los anteriores accionistas, dado que un bono convertible es aquel que tiene prioridad en la distribución de rentas de la empresa, pero se convierte en una acción una vez que se supera un determinado precio de referencia<sup>17</sup>. En abril de 2008, el FMI estimó que era probable que las pérdidas totales alcanzasen los 945 millardos de dólares: «La banca global se va a ver obligada a soportar aproximadamente la mitad de las pérdidas agregadas potenciales, entre 440 y 510 millardos, y las compañías de seguros, los fondos de pensiones, fondos del mercado monetario, *hedge funds* y otros inversores institucionales, el resto»<sup>18</sup>. Sin embargo, esos fondos, especialmente los de seguros y pensiones, tienen también grandes participaciones accionariales en los bancos, por lo que además sufrirán fuertes pérdidas indirectas. Es más, la mayor parte de sus pérdidas serán «daños colaterales», ya que sus tenencias directas de CDO *subprime* serían mínimas.

Los bajos tipos de interés incitaron a muchos propietarios de viviendas a endeudarse más, refinanciando las hipotecas sobre sus propiedades. Como Robert Brenner demostró, las burbujas de activos –primero acciones tecnológicas y luego casas– ayudaron a mantener el espejismo de una

<sup>15</sup> «CDOH no!», *The Economist*, 8 de noviembre de 2007.

<sup>16</sup> *Collateralized Debt Obligation* (CDO), títulos respaldados por un *pool* de bonos, préstamos y otros activos. [N. del T.]

<sup>17</sup> «Breaking Views. To Raise More Capital, Citigroup Is Shoving Aside its Shareholders», *The Wall Street Journal*, 16 de enero de 2008.

<sup>18</sup> FMI, *Global Financial Stability Report. Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, Washington DC, abril, 2008, p. 12. La estimación de pérdidas hecha por el FMI es casi el doble de la de D. Greenlaw *et al.*, «Leveraged Losses», cit., principalmente porque su cobertura es más global y amplia.

economía boyante y el crecimiento del consumo, pero sólo a costa de un endeudamiento personal y empresarial creciente<sup>19</sup>. Hacía tiempo que las empresas no financieras –especialmente las de automoción– ofrecían créditos al consumo como único medio de mantener el volumen de ventas. Ahora son los propietarios de inmuebles los que se ven incentivados a tratar sus casas como cajeros automáticos. A finales de 2003, alrededor del 18 por 100 de la renta disponible de los consumidores estadounidenses se destinaba al servicio de la deuda. Y aun así, ni la Reserva Federal ni la Securities and Exchange Comision (SEC) se plantearon regular la titulación hipotecaria. Los que se sentían acaudalados podían convertirse en promotores inmobiliarios, mientras que la mayoría, con sus ingresos fijos, aspiraba al confortable estilo de vida presente en la TV y en los catálogos publicitarios. Los tipos de interés *low teaser*<sup>20</sup> llevaron a millones de pobres a pensar que podrían poseer un hogar. A finales de 2007, la pérdida de valor de las viviendas y la deuda de los consumidores rondaban la marca del billón de dólares. Durante algún tiempo, las financieras se habían aliado con los minoristas para distribuir a diestro y siniestro tarjetas de las llamadas de oro y platino, para tratar de hacer crecer el endeudamiento de los consumidores y poder cargar un 18 o 20 por 100 anual sobre un dinero por el que la banca estaba pagando 3 o 4 por 100.

En febrero de 2008, después de más de un año de precios alicaídos, el número de propietarios de inmuebles en Estados Unidos con patrimonio negativo subió hasta los 8,8 millones, la décima parte del total<sup>21</sup>. Como los inmuebles parecen ser tan buena garantía, la deuda hipotecaria total era de unos 11 billones de dólares, de los que algo más de la décima parte era o *subprime* o los igualmente dudosos «Alt A», cuyo perfil del riesgo está entre las *prime* y las *subprime*<sup>22</sup>. La deuda de las tarjetas de crédito subió hasta casi rozar el billón de dólares, y la de los automóviles un poco menos, hasta alrededor de los 700 millardos. En estos casos, el activo que respalda el préstamo es, realmente, la capacidad adquisitiva del comprador, no la nevera o el coche.

### ¿Es contagioso?

¿Cómo de grave puede llegar a ser? Mucho, creen algunos. Nouriel Roubini, de la Stern School of Business (NYU), ha estimado un total de pérdidas posibles para la economía estadounidense que alcanza varios billones

<sup>19</sup> Robert Brenner, *The Boom and the Bubble*, London y Nueva York, 2002, pp. 146-152 [ed. cast.: *La expansión económica y la burbuja bursátil*, Madrid, Akal, 2003].

<sup>20</sup> Los *teaser periods* hacen referencia a tipos de interés variables y particularmente bajos en los primeros periodos, que pueden inducir a los prestatarios a pensar que el crédito correspondiente es más ventajoso de lo que realmente es. [N. del T.]

<sup>21</sup> Edmund Andrews y Louis Uchitelle, «Rescues for Homeowners in Debt Weighed», *The New York Times*, 22 de febrero de 2008.

<sup>22</sup> «Alt A» son hipotecas en las que el perfil del riesgo está entre *prime* y *subprime*. [N. del T.]

nes de dólares. Martin Wolf lo describe como una fórmula para «la madre de todas las crisis»: el estallido de la burbuja podría llevarse por delante entre 4 y 6 billones de riqueza de los hogares; las pérdidas de las hipotecas *subprime* se situarían en los 250-300 millardos; habrá morosos en los créditos al consumo, una caída en la valoración de las aseguradoras de bonos, disolución del mercado de la propiedad comercial, bancarota de un gran banco, colapso de empresas compradas mediante emisión de deuda, una ola de hundimientos de empresas (una «cola gruesa» de empresas tiene baja rentabilidad y mucha deuda), la agonía del sistema financiero en la sombra, colapso de precios de las acciones, una cascada de fracasos de *hedge funds* y una grave crisis de liquidez. Después de todo esto, uno apenas necesita añadir nada al «círculo vicioso de pérdidas [...] contracción [...] y ventas a precios de saldo»<sup>23</sup>.

Wolf insiste en que éste es un guión posible –de hecho, la predicción sobre la bancarota de un gran banco se hizo realidad menos de un mes después de ser formulada– y en que la interconexión global será muy fuerte: Wall Street estornuda, una economía estadounidense debilitada es atacada por un mal virus y el mundo entero coge la gripe. Desde luego que algunos de estos desastres pueden ser más suaves de lo temido, y las autoridades tratarían de controlar cada uno de los elementos de la catástrofe; pero, según Roubini, los reguladores carecen de los instrumentos adecuados para evitar los daños. De hecho, algunos de los problemas de hoy provienen de intentos pasados de demorar el inevitable reconocimiento de pérdidas. Y si no se reconocen las pérdidas y se expropian las acciones subordinadas, se seguirá sin conocer con certeza dónde son necesarias nuevas inyecciones de capital y se podrá producir una situación de estancamiento económico, como sucedió en Japón en la década de 1990<sup>24</sup>.

### *Cadena de irresponsabilidades*

¿Cómo se ha llegado a esta situación de riesgo? La fuente de los problemas que emergieron en 2007, aunque sobre algunos ya se había prevenido, no descansa sólo en el déficit de Estados Unidos o en la política de la Reserva Federal de dinero fácil. El origen se encuentra también en unas complejas instituciones, una cadena de incentivos desastrosos y conflictos de intereses entre acreedores y gestores que han acibillado un sistema superextendido de intermediación financiera. Tomemos, para empezar, los incentivos relativos a los famosos CDO sobre hipotecas *subprime*. Las nuevas hipotecas *subprime* crecieron desde 160 hasta 600 millardos de dólares entre 2001 y 2006, cuando ya representaban la quinta parte de las hipotecas originales.

<sup>23</sup> Martin Wolf, «America's Economy Risks the Mother of All Meltdowns», *Financial Times*, 20 de febrero de 2008.

<sup>24</sup> Jean-Charles Rochet, en *Why Are There So Many Banking Crises? The Politics and Policy of Bank Regulation*, Princeton, 2008, pp. 4-5, 28-33 y 284, destaca la renuencia de las autoridades políticas y financieras a reconocer pérdidas y realizar expropiaciones.

El operador responsable de este crecimiento recibía generosas comisiones por cada nuevo préstamo, pagadas por anticipado, pero expresadas como porcentaje de la amortización a realizar a lo largo de varios años. Los brókeres suscribieron felices cientos de miles de «ninjas» (acrónimo de «no income, no job and no assets»: sin ingresos, sin trabajo, sin activos). Este comportamiento se veía directamente estimulado por la estructura de incentivos y por una legislación aprobada en la década de 1960 que había reducido los estándares exigibles a los salarios bajos y a los desempleados sin considerar las probables consecuencias. La visión de la Administración Bush de la «sociedad de la propiedad» se basó de alguna manera en codicilos de la *Great Society* de Johnson para animar a los pobres a solicitar créditos hipotecarios en el momento álgido de una burbuja inmobiliaria. La calidad de las previsiones hechas para los hipotecados más pobres era manifiestamente inadecuada —no estaban asegurados— y soslayaba también el problema real, que es la verdadera extensión de la pobreza en Estados Unidos y la locura de imaginar que puede ser barrida agitando la varita mágica de la creación de deuda<sup>25</sup>. Ciertamente, los prestatarios de *subprimes* fueron inducidos a acuerdos inherentemente malos por unos *teaser rates* bajos que no guardaban relación con los grandes pagos no incluidos en el resultado del ejercicio que les iban a ser exigidos.

Las apuestas que encerraban las hipotecas basura iban a ser enormemente agravadas por los bancos de inversión que compraban la deuda hipotecaria para revenderla, supuestamente de acuerdo con el modelo de «crear y distribuir» (adquirir la deuda, titularla y venderla). Como explicaba un artículo de *The Wall Street Journal*,

las comisiones y las tasas por adelantado están firmemente establecidas en Wall Street. Los bancos de inversión cobran cuando se firma una fusión de un millardo de dólares. Las empresas que crean complejos nuevos títulos van a porcentaje. Las consultorías calibran el riesgo de un nuevo bono contra comisiones *front-end*, que se cobran en el momento de la compra o de lanzamiento al mercado de un producto<sup>26</sup>.

Y ya, para completar el cuadro, habría que añadir que no son sólo los que construyen y venden títulos respaldados por activos los que recolectan tales tasas. El mismo día en que su patrón anunciaba una reducción en el valor nominal de más de 8 millardos de dólares, el director gerente

---

<sup>25</sup> Louis Hyman, «The Original Subprime Crisis», *The New York Times*, 26 de diciembre de 2007.

<sup>26</sup> Charles Forelle y Jeanne Whalen, «US Financiers' Pay Spurs Financial Crunch», *The Wall Street Journal*, 17 de enero de 2008. Esto es parte de un problema de incentivos estructurales evidente en burbujas anteriores. En un artículo premonitorio, dos economistas financieros, Franklin Allen y Gary Gorton, prevenían contra los defectos en el diseño de los esquemas de incentivos, que impulsan a los financieros a sumarse a la moda especulativa incluso si saben que, finalmente, acabará en una zanja. «Churning Bubbles», *Review of Economic Studies* LX, 4 (1993), pp. 813-836.

de un banco de inversión explicaba que el ejecutivo sénior (del banco) dedicado a evaluación de riesgos había recibido, el año anterior, una bonificación de 21 millones de dólares por su participación en la gran bonanza de CDO. Más aún. Ese ejecutivo seguía sin informar directamente al consejo del banco.

### *Los rendimientos del riesgo*

El colapso de las *subprimes* ilustra perfectamente los peligros de la financiarización y de lo que he llamado el «capital gris», grandes nubes de ahorros institucionalizados, incluidas pensiones privadas, confiados a *insiders*, esto es, gestores estrechamente vinculados a la industria financiera. He explicado previamente cómo la máquina de crecimiento de los años 1990 y 2003-2006 amplió las desigualdades y se basó en montañas insostenibles de deuda<sup>27</sup>. En cierto momento, el peso de la cancelación de la deuda extinguiría las perspectivas de más crédito. Adormecidos por el éxito, los bancos se enfrentaron a un *Minsky moment*<sup>28</sup> en el que los nuevos riesgos e inestabilidades de un capitalismo financiarizado estallarían a través de los mercados<sup>29</sup>.

Los propios bancos se endeudaban para comprar a los prestamistas de *subprimes*, algunos incluso con condenas por «préstamos rapaces», porque eso les daba acceso a lo que más deseaban, activos basura. Supuestamente habían descubierto cómo limitar su propio riesgo, titulizando deudas de poca calidad como CDO y vendiéndolas a sus clientes. La deuda con mayor riesgo era potencialmente mucho más rentable que la buena, porque esta última es cara y no puede valer nunca por encima de la par, mientras que el valor de la primera se encontraba sometido a un fuerte descuento, y el optimismo respecto a las previsiones de cobro y la ingenuidad de las «finanzas estructuradas» condujeron a altos precios de reventa<sup>30</sup>.

---

<sup>27</sup> Véase Robin Blackburn, «Finance and the Fourth Dimension», *NLR* 39 (mayo-junio de 2006) [ed. cast.: «Las finanzas y la cuarta dimensión», *NLR* 39 (julio-agosto de 2006), Madrid, Akal] y *Age Shock. How Finance Is Failing US*, Londres y Nueva York, 2006, especialmente pp. 175-181 [de próxima aparición en «Cuestiones de antagonismo», Ediciones Akal].

<sup>28</sup> El término *Minsky moment* hace referencia al punto del ciclo del crédito en el que los inversores tienen problemas de *cash flow* a causa de la espiral de deuda en que han incurrido para financiar instrumentos especulativos. [*N. del T.*]

<sup>29</sup> Hyman Minsky sostenía que los mercados financieros capitalistas tenían tendencia a devenir uniformemente más frágiles durante un *boom*. Esto es así, entre otras razones, porque los bancos se acostumbran a la baja morosidad y a magros márgenes de seguridad y porque tales *booms* tienden a generar efectos Ponzi, así llamados por Charles Ponzi, autor de un esquema de pirámide. Véase el ensayo de H. Minsky «The Financial Instability Hypothesis», en Charles Kindleberger y Jean-Paul Laffargue (eds.), *Financial Crises. Theory, History and Policy*, Cambridge, 1982, pp. 1-39. Para una interesante discusión sobre Minsky, véase el valioso y reciente libro de Geoffrey Ingham *The Nature of Money*, Cambridge, 2004, pp. 159-162.

<sup>30</sup> Tony Jackson, «Crazy Crisis May Herald the End of New Derivative Folly», *Financial Times*, 24 de diciembre de 2007.

Con acceso directo a las hipotecas *subprime*, los bancos y los *hedge funds* habían aumentado el margen para hacer lotes de CDO, de manera que supuestamente diversificaban y aseguraban el riesgo. Miles de hipotecas se consolidaban en un único instrumento, y el consiguiente conjunto de deuda se subdividía en diez tramos, cada uno de los cuales representaba un derecho sobre las rentas resultantes de las hipotecas subyacentes y donde el tramo más bajo representaba la de mayor riesgo de impago, la segunda los siguientes activos más pobres y así hasta las categorías superiores, que eran las que tenían el menor riesgo de impago. El tramo más bajo de las CDO, denominado el «patrimonio», era a la vez vulnerable y valioso y atraía buenos rendimientos, mientras que el tramo intermedio también prometía una buena rentabilidad. Los tramos sénior, el 70 o 75 por 100 superior, eran más difíciles de vender, porque la remuneración y (se pensaba) el riesgo eran bastantes bajos. La vulnerabilidad de los distintos tramos a la morosidad se limitaba asegurándolos a tipos que variaban de acuerdo con la percepción del riesgo de impago. Nótese que una característica del proceso de titulización y división en tramos es que los tenedores de cada uno de ellos no conocerán qué hipotecas específicas poseen hasta que quede clara cuál es la tasa de fallidos en un periodo determinado. Según cuáles fueran los términos concretos de cada lote, los distintos tipos de tenedores podían encontrarse también, si se produjera un pico de morosidad muy elevada, vinculados unos con otros en formas extrañas e inesperadas.

Las generalmente boyantes condiciones de 2003-2006, con bajas tasas de morosidad y reducidos tipos de interés, hacían que el aseguramiento de CDO fuera barato. Los CDO, aseguraban al comprador quienes montaban los lotes, van acompañados de un seguro protector y todo el paquete está calificado como «triple A» por las agencias calificadoras. La complejidad de los CDO con su seguro acompañante hacía que todo el derivativo de crédito fuera un producto difícil de valorar. Las porciones no vendidas podían ser «vendidas» a precios de modelo a SIV o *conduits* montados con crédito del propio banco. Esos precios reflejaban confianza en los bancos y en las agencias calificadoras que habían producido y evaluado los productos. En lo más alto del *boom* de CDO, las agencias calificadoras estaban obteniendo la mitad de sus rentas de esas comisiones<sup>31</sup>. Los SIV eran instrumentos fuera de balance, de manera que la participación del banco en ellos era un activo, mientras que los pasivos confinados en otro sitio no se mostraban. Los inversores institucionales podían ser persuadidos de comprar la supuestamente alta calidad de los SIV, títulos negociables a corto plazo, permitiendo a los intermediarios adquirir activos a más largo plazo, de peor calidad y generando beneficios combinando ambos. Entre esos últimos activos se encontraban grandes cantidades de hipotecas, deuda de tarjetas de crédito, préstamos de estudiantes y otros. Como los CDO, los SIV están divididos en tramos, guardando el banco el capital.

---

<sup>31</sup> «The Moody's Blues» (editorial), *The Wall Street Journal*, 15 de febrero de 2008.

Durante alrededor de cinco años, a los que negociaban con SIV y *conduits* les fue muy bien explotando la combinación entre el rendimiento de los títulos a corto que vendían a los inversores y el de la base de activos SIV de títulos a su favor. Pero esto se acabó en agosto de 2007 y los bancos se quedaron con un producto enfermo<sup>32</sup>.

### *¿Ignorancia del mercado?*

Mientras duró la fiesta, los grandes bancos no encontraban suficientes hipotecas para alimentar sus cadenas de producción de CDO. La pasión de los bancos por adquirir hipotecas *subprime* se hizo tan intensa que estimuló a los brókeres a rebajar los controles exigidos por la «diligencia debida». A cambio de inmunidad, Clayton Holdings, una empresa que evaluaba los préstamos de muchos bancos de inversión, entregó documentos a Andrew Cuomo, fiscal general de Nueva York, que mostraban que sus clientes, los bancos, le habían permitido aceptar muchas «excepciones» a las condiciones normales para la concesión de créditos y luego ocultar una parte importante de las mismas. El informe detalla irresponsabilidades en serie<sup>33</sup>.

La complejidad de los CDO y CDS (*credit default swaps*, *swaps* de créditos fallidos, los instrumentos financieros que aseguran a los tenedores de bonos) genera nuevos riesgos: riesgo de documentación, riesgo operativo, riesgo de valoración, riesgo de contrapartida, riesgo de liquidez y riesgos de relaciones entre todos ellos. En los momentos cumbres del alza de CDO y CDS, cada semana se empaquetaban y calificaban miles de bonos hipotecarios. A veces el trabajo de oficina subyacente se retrasaba, se saltaba alguna de las fases o se alteraba el orden de las tareas, lo que producía complicaciones inesperadas. El 15 de noviembre de 2007 se informó de que un juez de Ohio había rechazado catorce embargos de lotes de hipotecas solicitados por los inversores, basándose en que no habían sido capaces de demostrar la propiedad de los bienes que estaban tratando de confiscar<sup>34</sup>.

Los prestamistas tradicionales de *subprimes* habían tendido a cubrir determinadas localidades respecto a las que recopilaban información detallada. Tenían también equipos para valorar a los prestatarios potenciales de acuerdo a criterios bastante complejos, y cobradores que mantendrían el contacto con el tenedor de la hipoteca. Pero los grandes brókeres hipotecarios y los bancos de inversión tenían un *modus operandi* distinto. En

---

<sup>32</sup> Para conocer cómo funcionan los SIV, véase BCA Research, Special Report: *A Vicious Circle of Credit Retention*, Montreal, 12 de febrero de 2008, p. 8.

<sup>33</sup> Jenny Anderson y Vikas Bajaj, «Loan Reviewer Aiding Enquiry into Big Banks», *The New York Times*, 27 de enero de 2008.

<sup>34</sup> Gretchen Morgenson, «Foreclosures Hit a Snag for Lenders», *The New York Times*, 15 de noviembre de 2007.

los días de J. P. Morgan, los bancos valoraban la «confianza» más que las garantías. Pero entonces trabajaban con un número relativamente restringido de personas ricas y de empresas. El crecimiento de la deuda individual ofrecía un mercado vasto, pero con poco margen para el conocimiento y el juicio individuales. Fair Isaac y otras agencias de evaluación de la capacidad personal de crédito pensaban que el valor de cualquier consumidor en términos crediticios se podía resumir en un único número de tres dígitos, que reflejaría la probabilidad estadística de morosidad<sup>35</sup>. Prestamistas y brókeres aprendieron a manipular los resultados. Como el crecimiento del patrimonio negativo elevaba los fallidos, ese algoritmo se hizo poco fiable. En tiempos normales, los que tuvieran hipotecada su casa se habrían sentido muy preocupados por la necesidad de seguir pagando. Pero para los casi nueve millones o más de tenedores con patrimonio negativo, el atractivo de, simplemente, abandonarla resultaba grande. Tan pronto como ven que su propiedad vale menos que su deuda, se sienten inducidos a dejar las llaves en el cajetín del correo, renunciar al activo y eludir la deuda<sup>36</sup>.

Los emisores de hipotecas deberían haber ignorado las valoraciones de Fair Isaac y tomado nota del riesgo de mercado. Después de todo, las tasas de morosidad están más fuertemente correlacionadas con el ciclo de negocios que cualquier otro elemento. Pero este factor se ignoró, como se ignoraron las señales de que las valoraciones de los créditos se estaban deteriorando. En un mercado que había estado creciendo durante años, había aún dinero por ganar aceptando que todavía se mantendría un poquito más, lo suficiente como para «distribuir». Y fueron muchos los que creyeron que los ciclos económicos se estaban haciendo tan suaves, y la acción anticíclica de las autoridades monetarias tan fuerte y efectiva, que la morosidad de los consumidores iba a disminuir.

Los bancos de inversión estaban jugando al juego rápido de «pasa la cerilla». De acuerdo con la visión globalizadora de un mundo plano, sin fluctuaciones, los préstamos podían ser adquiridos un día, empaquetados durante la noche en India y vendidos al día siguiente a inversores institucionales, con un perfil de riesgo tanto mejor cuanto más rápida fuera la venta. Pero en 2006 la oferta de CDO superó la demanda. Muchos fondos públicos y fondos de pensiones de «prestación definida» se negaron a comprar CDO porque les entraron sospechas o porque no estaban seguros de cómo iban a resultar. Pero los fondos de inversión y los planes de pensiones «401(k)» resultaron a menudo peor servidos por sus gestores. También había demanda procedente de otras instituciones financie-

---

<sup>35</sup> Jan Kregel, «Minsky's Cushions of Safety. Systemic Risk and the Crisis in the US Subprime Mortgage Market», Levy Economics Institute of Bard College, Policy Brief no. 93, enero, 2008, p. 11.

<sup>36</sup> Dean Foust y Aaron Pressman, «Credit Scores. Not-So-Magic Numbers», *Business Week*, 7 de febrero de 2008; Nicole Gelinas, «The Rise of the "Mortgage Walkers"», *The Wall Street Journal*, 8 de febrero de 2008.

ras, especialmente de *hedge funds* a los que atraía el hecho de que los CDO aparecieran acompañados de impresionantes calificaciones crediticias y pudieran ser usados indirectamente para reforzar su activo. A muchos de los mismos grandes bancos empezaron a gustarles las cualidades decorativas de este oro para incautos. Incluso sabiendo que la morosidad estaba acechando, creyeron que podrían protegerse contra ella o invertir sólo en los tramos bien protegidos. Es más, el brazo gestor del dinero en los bancos tenía margen para inclinar hacia los derivados bien calificados a sus clientes institucionales menos precavidos. Así, en enero de 2008, el secretario de la Municipalidad de Springfield (MA) se quejó de que Merrill Lynch, gestor del fondo municipal, les hubiera vendido CDO por un precio total de 13,9 millones de dólares haciéndoles creer que eran activos seguros. En noviembre de 2007 sólo valían 1,2 millones de dólares. Temeroso de las consecuencias para su reputación, Merrill Lynch recompró los activos a su precio de venta<sup>37</sup>.

### *Temblores*

Una secuencia prolongada de fechas de cierre de balances vinculados a diferentes servicios y productos financieros retrasó el impacto de la crisis de las *subprimes*. El terremoto no se produjo de golpe. La tasa de fallidos saltó en la segunda mitad de 2006. En febrero de 2007 resultó claro que la morosidad estaba en un nivel que hacía probable que afectara a Countrywide, uno de los mayores brókeres hipotecarios de Estados Unidos. En un movimiento impulsado por la Reserva Federal, Bank of America se ofreció a rescatarlo y garantizar su actividad, pero el proceso de acuerdo llevó meses. A principios de marzo de 2007, la Bolsa de Nueva York suspendió New Century Financial, una empresa que había tomado obligaciones de seguros de los tramos sumergidos de la deuda hipotecaria de la mayoría de los grandes bancos.

Los tramos de CDO en los SIV y *conduits* estaban ya etiquetados como «residuos tóxicos» por los *insiders*. En el contexto de una crisis crediticia y de alza en la morosidad hipotecaria, esa frase tan colorista tenía un significado muy preciso. Los tramos CDO habían pasado de ser firmemente rentables a convertirse en una fuente de pérdidas, en tanto que su rentabilidad caía por debajo del interés que habían prometido a los inversores en las *conduits*. Como propietarios beneficiarios de SIV y *conduits*, los bancos tenían que encontrar alguna forma de hacer frente a sus obligaciones con los tenedores de papel comercial que había sido emitido en su nombre. La venta de hipotecas titulizadas y de otros títulos a su favor era imprescindible, pero nadie quería comprarlas. Los «activos apalancados» se convirtieron en un tormento cuando el valor de los activos se hizo negativo.

---

<sup>37</sup> Craig Karmin, «Merrill Faces Fraud Allegations», *The Wall Street Journal*, 1-2 de febrero de 2008.

En la época de financiarización, los hogares habían sido impulsados a comportarse como si fueran empresas, tomando, por ejemplo, una segunda hipoteca porque el valor de sus hogares había crecido. Pero muchos fueron prudentes, conscientes de que querían seguir viviendo en su hogar. Los intermediarios financieros, en mucha mayor medida que los hogares, ajustaron activamente sus balances como respuesta a los cambios en los precios de los activos. Excepción hecha de la ostentación en sus sedes centrales, los bancos no obtienen valor de uso de los activos de sus balances y están obligados a perseguir un rendimiento monetario. Greenlaw, Hatzius y sus coautores contrastan la respuesta de los hogares y de las instituciones financieras:

Respecto a las fluctuaciones en el patrimonio neto, los intermediarios financieros reaccionan en forma muy diferente a como lo hacen los hogares o las empresas no financieras [...] los hogares tienden a no ajustar drásticamente sus balances de situación como respuesta a los cambios en los precios de los activos. En general, el apalancamiento *cae* cuando los activos totales crecen [...] Sin embargo, la imagen que ofrecen los intermediarios financieros es muy distinta. Hay una relación *positiva* entre los cambios en el apalancamiento y los cambios en el tamaño de los balances de situación. Lejos de permanecer pasivos, los intermediarios financieros ajustan activamente sus balances<sup>38</sup>.

Los autores creen que este comportamiento de los intermediarios financieros supuso una contribución crucial a la burbuja hipotecaria: «En relación con el mercado hipotecario de *subprimes* en Estados Unidos [...] cuando los balances crecen suficientemente deprisa, se concede crédito incluso a los prestatarios que no tienen medios para pagarlo, debido a la extrema urgencia en emplear el excedente de capital. Así quedan sembradas las semillas de la subsiguiente caída en el ciclo del crédito». Pero una vez surgida la contracción, la presión de los balances actúa poderosamente en la dirección contraria y los bancos se ven forzados a acumular caja. Los superapalancados *conduits* y SIV agravaron el problema, al haber sido establecidos con acceso a líneas de crédito automáticas de la institución madre. Greenlaw y compañía lo explican:

Cuando se cerraron las líneas de crédito, el balance forzó a los bancos a empezar a blindarse, haciéndoles reacios a prestar [...] El hecho de que los balances de los bancos no se contrajeran es indicativo de la involuntaria expansión del crédito. Una de las consecuencias [...] fue que los bancos buscaron otras vías de reducir el crédito. Su respuesta natural fue interrumpir, o cortar, el crédito que era discrecional. El atasco en el mercado del crédito interbancario puede ser contemplado como la conjunción de la deseada contracción del balance y el crédito «involuntario» debido al cierre de las líneas de crédito por entidades afectadas<sup>39</sup>.

<sup>38</sup> D. Greenlaw *et al.*, «Leveraged Losses», cit., pp. 25-26.

<sup>39</sup> *Ibid.*, pp. 30, 32-33.

Las presiones de los balances crecieron cuando vencieron los plazos contables. Los auditores de los bancos querían que sus clientes aceptasen importantes reducciones en el valor de esos activos. Pero hacerlo suponía afectar al capital base, lo que, para los más débiles, evocaba el espectro del colapso. A la vez que forcejeaban con la presión del balance en relación a las *conduits*, tenían que estar pendientes de otras amenazas, especialmente las provenientes de un aseguramiento poco convencional.

### *Seguros de bonos*

Una cadena de bancarrotas entre los muy apalancados sería una prueba para el mercado de CDS. Las aseguradoras de bonos municipales, conocidas como «*monolines*»<sup>40</sup>, gozaban de una calificación «triple A» precisamente por su tradicional especialización. Los fondos de pensiones y otras instituciones habían invertido fuertemente en las *monolines*, con tenencias de hasta 800 millardos de dólares a finales de 2007. Sin embargo, algunos años atrás las *monolines* se habían diversificado, asumiendo el aseguramiento de bonos de empresas, además de los municipales, mientras trataban de mantener que su seguro de «sólo bonos» era de riesgo limitado<sup>41</sup>. La exigua capitalización de las grandes aseguradoras de bonos minaba su credibilidad, a pesar de sus pasadas calificaciones. La búsqueda de rendimientos más interesantes les había conducido a ramas del aseguramiento empresarial y financiero que presionaban sobre su base de capital. Un inversor institucional se quejaba de que Ambac, una *monoline* con patrimonio inferior a los 5 millardos de dólares, aseguraba la deuda de California, la sexta mayor economía del mundo<sup>42</sup>. Si las *monolines* perdían sus deseadas calificaciones «triple A» se elevaría fuertemente el coste de su capital. Consiguieron escapar de ser degradadas por medio de discretas inyecciones de capital organizadas por algunos de sus clientes, bancos incluidos. Los accionistas sufrieron la pérdida, pero se había conjurado la perspectiva del colapso. Es posible que la Reserva Federal ayudase a promover esta salida, como indudablemente hizo con la venta de Bear Stearns. La salvación de Bear Stearns y Countrywide por medio de absorciones fue un éxito tanto para los tenedores de bonos como para las agrupaciones de empresas que habían asegurado esos bonos<sup>43</sup>. Es más, cuando una empresa se asoma a la bancarrota, los tenedores de bonos y los

---

<sup>40</sup> Las *monoline insurance companies* son empresas de seguros que garantizan el pago puntual del principal y de los intereses de los bonos emitidos por un agente económico o institucional cuando éste se convierte en moroso; normalmente prestan servicios a un solo tipo de emisores. [N. del T.]

<sup>41</sup> Saskia Scholtes y Gillian Tett, «Casualties and Shipwrecks' Warning for Credit Markets», *Financial Times*, 11 de enero de 2008.

<sup>42</sup> William Gross, «Rescuing Monolines Is Not a Long-Term Solution», *Financial Times*, 8 de febrero de 2008.

<sup>43</sup> Gretchen Morgenson, «In the Fed's Cross-Hairs. Exotic Game», *The New York Times*, 23 de marzo de 2008.

accionistas pueden tener intereses muy diferentes: un rescate a precio de saldo puede penalizar a los accionistas, pero deja a los tenedores de bonos relativamente ilesos.

Hemos visto que el *boom* de la titulización ayudó a maquillar el estancamiento económico o la caída de las comisiones bancarias procedentes de créditos a empresas y suscripciones (de IPO, emisión de derechos, etc.) en 2001 y después. Es más, los bancos, ayudados por su papel en la titulización y venta de todo tipo de derivados de crédito, incluidos CDO respaldados por hipotecas, consiguieron beneficios crecientemente elevados hasta el estallido de la crisis de crédito. Eso fue así tanto para los históricos bancos de inversión como para los bancos comerciales, aunque en el periodo final de la desregulación tal distinción estaba desapareciendo. Un contraste añadido era que los bancos de inversión eran *«prime brokers»*—esto es, prestaban diversos servicios de gestión y financiación, especialmente a los *«hedge funds»*— y se involucran masivamente en operaciones en nombre propio para obtener un beneficio [*propetary trading*], arriesgando su propio dinero, aunque con procedimientos que son a menudo difíciles de captar. Donde las operaciones de banca comercial resultan importantes, como sucede en JP Morgan Chase, los balances de situación tienden a ser más fuertes (y de ahí su capacidad para absorber Bear Stearns). Sin embargo, los derivados de crédito resultaban atractivos para los dos tipos de entidades financieras, contribuyendo a difuminar la distinción entre ellas.

### *Casandras y otros*

Warren Buffett advirtió en 2002 de que los derivados eran «armas financieras de destrucción masiva». En una carta a los accionistas de Berkshire Hathaway admitió que el principal negocio de Berkshire, el reaseguramiento, era conceptualmente cercano al uso de derivados, siendo estos últimos sopesadas apuestas sobre un esquema de acontecimientos futuros similar al que realiza cualquier aseguradora. Subrayó que hay riesgos ampliamente compartidos en el mundo de los derivados y que «no hay ningún banco central cuya tarea sea evitar el efecto dominó en las caídas de seguros o derivados». También hizo la siguiente observación:

Mucha gente sostiene que los derivados reducen los problemas sistémicos, en tanto que los participantes que no pueden soportar ciertos riesgos adquieren la capacidad de transferirlos a brazos más fuertes [...] A escala micro, lo que dicen es frecuentemente cierto. Es más, en Berkshire a veces yo participo en transacciones de derivados a gran escala, para facilitar algunas estrategias de inversión. Charlie [Munger] y yo creemos, sin embargo, que a escala global es peligroso, y cada vez más. Un número relativamente pequeño de intermediarios en derivados que, además, comercian intensamente entre sí, ha llegado a concentrar una gran cantidad de riesgo. Las dificultades de uno podrían infectar rápidamente a los otros. Además, estos intermediarios están fuertemente participados por otras empresas no intermediarias, algunas de las cuales [...]

están tan interrelacionadas que podrían tener problemas simultáneamente como consecuencia de un único acontecimiento [...] Los vínculos, cuando aparecen súbitamente, pueden desatar serios problemas sistémicos<sup>44</sup>.

Buffet se quejaba de que la forma en que los bancos contabilizan sus tenencias de derivados era completamente impenetrable y se burlaba de los requerimientos de transparencia que se les exigían. La revolución de los derivados, desde esta perspectiva, era el paso más decisivo hacia la desregulación. Buffet tenía claro también que los bancos estaban acribillados por los problemas de principal-agente<sup>45</sup>.

Les puedo asegurar que los errores de acomodación [es decir, los errores cometidos «marcando a mercado»] en el negocio de los derivados no han sido simétricos. Casi invariablemente han favorecido, o al intermediario que esperaba una comisión multimillonaria, o al director ejecutivo que quería poder informar de «ganancias» impresionantes, o a ambos.

Alan Greenspan, cuyo trabajo consistía en seguir tales problemas, prefirió continuar como animador principal de la industria de servicios financieros. Dirigiéndose a la Futures Industry Association, en marzo de 1999, insistió en que cualquier nueva regulación de los derivados «sería un gran error»: «Los esquemas reguladores de la medida del riesgo», añadía, «son más simples y mucho menos finos que los [propios] modelos de medición del riesgo de los bancos»<sup>46</sup>. Esta visión estaba en línea con la derogación de la Glass-Steagall Act en aquel año y la aprobación de la Futures Modernization Act patrocinada por los congresistas Gramm, Leach y Bliley y entrada en vigor durante el mandato del presidente Clinton en 2000. Cuando Greenspan publicó sus memorias, explicó lo siguiente: «Yo era consciente de que relajar las exigencias para conceder préstamos hipotecarios a prestatarios de *subprimes* aumentaba el riesgo financiero [...] Pero creía, entonces como ahora, que los beneficios de aumentar la propiedad de viviendas merecían el riesgo»<sup>47</sup>. En las fechas en que esto se publicaba, el espejismo de la «extensión de la propiedad de viviendas» estaba empezando a desvanecerse, amenazando el «espléndido nuevo mundo» de productividad creciente y desempleo e inflación bajos.

Algunos de los colegas de Greenspan, sin embargo, estaban alarmados por su visión de caballero andante respecto a la bola de deuda. Ned

<sup>44</sup> Warren Buffett, «Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway», 2002, p. 14, disponible en la página web de Berkshire Hathaway.

<sup>45</sup> El problema «principal-agente» trata de las dificultades que surgen en condiciones de información incompleta y asimétrica cuando un «principal» contrata a un «agente», y de los mecanismos que se pueden utilizar para tratar de alinear los intereses de ambos. [N. del T.]

<sup>46</sup> Nelson D. Schwartz y Julie Creswell, «What Created This Monster?», *The New York Times*, 23 de marzo de 2008.

<sup>47</sup> Alan Greenspan, *The Age of Turbulence. Adventures in a New World*, Nueva York, 2007, p. 233 [ed. cast.: *La era de las turbulencias*, Barcelona, Ediciones B, 2008].

Gramlich, un gobernador de la Reserva Federal, indagó sobre el planteamiento del presidente en 2000 y después elaboró una detallada acusación en la que se preguntaba por qué los supersofisticados productos hipotecarios estaban siendo presentados como valiosos para los pobres<sup>48</sup>. Otros profesionales relacionados con el sistema de la Reserva Federal estaban también preocupados. En 2004, la Reserva Federal publicó un trabajo de Michael Gibson en el que subrayaba la vulnerabilidad de los CDO al clima empresarial. Podrían descomponerse muy rápidamente si una ráfaga recesiva sopla sobre el interconectado flujo de pagos<sup>49</sup>. Los reguladores estadounidenses parecían ignorar los grandes problemas de las interrelaciones y el riesgo de correlación. Sin duda, eran reacios a atraer públicamente la atención sobre los riesgos que corrían los bancos, sus SIV y sus aseguradoras, o sobre las conexiones entre ellos. Los inversores, grandes o pequeños, no tenían un método viable para hacer frente a las interrelaciones o al riesgo de correlación de morosidad, porque el aseguramiento, con un coste de 400 puntos básicos, barrería cualquier beneficio en la tenencia de tales activos. Como hemos visto, muchos fondos de pensiones públicos evitaban deliberadamente los CDO y CDS, una de las razones por las que los bancos fueron pillados con tanto *stock* en sus manos. Los gestores de tales fondos tienden a ser prudentes y a prestar atención a los avisos de comentaristas informados.

Dos hombres que estaban bien situados para haber podido anticipar tales problemas no fueron capaces de hacerlo: Robert Rubin y Henry Paulson. Rubin era un respetado director del Citi y podría haber asegurado una menor exposición a instrumentos arriesgados. Estuvo en la vanguardia de la revolución financiera de la década de 1980, cuando contrató los mejores evaluadores de riesgo para Goldman Sachs, con quien trabajaba entonces. Henry Paulson, como jefe de Goldman, se aseguró de que el banco saliera casi indemne de la debacle de las *subprime*. Y, sin embargo, en el Tesoro no tomó ninguna medida, pública o efectiva, para evitar la catástrofe. ¿Había aspectos del problema que simplemente eludían estos superinteligentes y bien informados financieros? ¿O estaban ciegos por su fe en el mercado o en la capacidad de la comunidad financiera para autoregularse?

## II. LA NIEBLA DE LA FINANCIARIZACIÓN

La debacle de las *subprimes* y sus secuelas arrojan luz sobre la financiarización. Cuando se encuentran adecuadamente integradas en estructuras de

---

<sup>48</sup> Edmund Andrews, «Fed and Regulators Shrugged as Subprime Crisis Spread», *The New York Times*, 18 de diciembre de 2007. El último aviso de Ned Gramlich se produjo en una presentación en la conferencia Jackson Hole de la Reserva Federal, en agosto de 2007, poco antes de su muerte.

<sup>49</sup> Michael S. Gibson, «Understanding the Risk of Synthetic CDOS», Federal Reserve Working Paper No. 36, Washington DC, 2004.

control social, las finanzas pueden ayudar a asignar capital, facilitar la inversión y homogeneizar la demanda. Pero si no son responsables y no están reguladas, se convierten en dueñas del proceso de reasignación y pueden arramplar con la parte del león de las ganancias que ellas mismas hacen posibles, incluidas ganancias anticipadas antes de que se hayan confirmado. El problema se agrava cuando los intermediarios financieros proliferan y sacan ventaja de las asimetrías en el acceso a la información y de los desequilibrios de poder. Tales distorsiones se multiplican conforme la financiarización avanza. Crece cuando la lógica de las finanzas se hace ubicua, alimentando la cosificación de cualquier aspecto de la vida y del curso de la vida (préstamos para estudiantes, bonos para niños, hipotecas, hipotecas inversas, deuda de tarjetas de crédito, seguros sanitarios, fondos de pensiones individualizados)<sup>50</sup>. La financiarización impulsa también a las empresas a primar las funciones financieras y a verse a sí mismas como una colección de activos de ocasión que, cuando las circunstancias cambian, tienen que ser desmontados y reconfigurados. Mientras que se intenta que el individuo se vea a sí mismo como una unidad de coste y beneficio con dos piernas, la empresa es simplemente un ensamblaje accidental que hay que estar continuamente redefiniendo en respuesta a las señales del mercado.

El recurso al «apalancamiento» en un mundo financiarizado supuestamente capacita a los individuos y a las empresas para desembarazarse del «riesgo no rentable» y a maximizar resultados. Mientras que la palabra «deuda» tiene un halo negativo, «apalancamiento» lo tiene positivo. Es más, ahora se usa a menudo como verbo, como si usáramos una palanca para que nuestros activos alcanzasen las estrellas. Olvidando que la palanca de Arquímedes necesitaba un punto de apoyo, los ingenieros financieros aspiran a mover el mundo sin afianzar la tierra en la que se apoyan. En su filosofía, todo lo que está fijo se disuelve en el aire. Esto les proporciona cierta visión del interior del mundo capitalista, pero ninguna medida de sus límites. En las condiciones contemporáneas del capitalismo, especialmente de un capitalismo gris acribillado por vínculos defectuosos entre directivos y operadores, la financiarización resulta altamente destructiva.

En las décadas de 1950 y 1960 se produjeron dos procesos que alimentaron la financiarización: nuevos principios para el crédito al consumo, y el alza de las finanzas institucionales y la gestión de fondos. En el periodo de posguerra, los comerciantes e industriales estadounidenses construyeron un mundo nuevo de créditos renovables y «cuentas en opciones», que culminó finalmente en la tarjeta de crédito<sup>51</sup>. El crecimiento del crédito al consumo se hizo pronto vital para el éxito de una amplia gama de negocios. La Commercial Credit Corporation (CCC) ofreció sus servicios a los

<sup>50</sup> Randy Martin, *The Financialization of Daily Life*, Filadelfia, 2002, y R. Blackburn, *Age Shock*, cit., pp. 29-74.

<sup>51</sup> Véase Louis Hyman, «Debtor Nation. How Consumer Credit Built Postwar America», Harvard University PhD 2007, cap. 6. El fenómeno fue anticipado por la *Monthly Review*, cuyo temprano interés en el endeudamiento personal reflejaba el análisis que se puede encontrar en el ya

comerciantes que carecían de los conocimientos, o del capital, necesarios para poner en marcha sus propias actividades crediticias. General Electric ofrecía financiación a los compradores de su variada gama de bienes de consumo duraderos, poniendo las bases para el surgimiento del poderoso GE Capital, responsable del 42 por 100 de los beneficios del grupo en 2000. General Motors expandió su General Motors Acceptance Corporation (GMAC) de finales de los años 1960, el brazo armado que aportaba casi la mitad de los beneficios de todo el grupo a finales del siglo. Louis Hyman concluye: «Más que impuestas a los consumidores y a los minoristas por los bancos, las prácticas crediticias gotearon *hacia arriba* sobre las instituciones financieras, a medida que los comerciantes llegaban al límite de su capital»<sup>52</sup>. Diners Club, American Express y Visa recogieron y desarrollaron unas prácticas crediticias que ya estaban establecidas.

La poderosa tendencia hacia la financiarización se ponía también de manifiesto en el crecimiento de la inversión institucional (fondos de pensiones, seguros, fondos de inversión y bolsas de estudio). Es más, eran éstos, a menudo, los que suministraban el capital necesario para financiar los nuevos créditos, con distintos intermediarios financieros obteniendo comisiones generosas tanto de los gestores de los fondos como de los prestamistas. En los siglos XIX y XX, las cooperativas, las cooperativas de vivienda [*housing associations*] y las aseguradoras, organizadas en una auténtica base «mutual» (esto es, propiedad de sus miembros, no de accionistas privados), consiguieron reducir los costes de la intermediación reduciendo los intermediarios financieros. Pero la revolución del consumo de las décadas de 1950 y 1960 fue dirigida por comerciantes minoristas a gran escala y por sus bancos. En las últimas décadas, muchas auténticas mutuas fueron marginadas o desmembradas, no recibiendo sus miembros más que una modesta compensación en el momento de la privatización.

### *Modelos teóricos*

El auge financiero se vio acompañado por una revolución en la teoría financiera que fue abanderada tanto por aquellos que aconsejaban a los inversores institucionales como por los departamentos de economía, ya que la mayoría de estos últimos no estaban demasiado interesados en el día a día de las finanzas. El desorden global y los avances informáticos de mediados de la década de 1970 dieron alas a una nueva teoría de la economía financiera y a la práctica de la ingeniería financiera. Economistas y profesionales de las finanzas incubaron los principios y métodos de aquella, sintiéndose atraídos por las nuevas condiciones del crédito e ideológica-

---

clásico trabajo de Paul Baran y Paul Sweezy, *Monopoly Capital*, Nueva York, 1966, en el que se sostenía que el capitalismo estadounidense estaba afectado por sobreproducción. Para un estudio más reciente, véase John Bellamy Foster, «The Household Debt Bubble», *Monthly Review* LVIII, 1 (mayo de 2006).

<sup>52</sup> L. Hyman, «Debtor Nation», cit., cap. 6, p. 3.

mente hostiles al mundo bien ordenado del *boom* de la posguerra, con sus regulaciones gubernamentales, su gerencialismo, la jerarquía de las grandes empresas y los crecientemente influyentes gestores de fondos. Fischer Black (1938-1995), que se movió tanto en el mundo financiero como en la academia, fue el miembro teóricamente más fértil y ambicioso de la emergente escuela. Por un lado, Black fue coinventor de uno de los instrumentos financieros más intensivamente utilizados del mundo, la fórmula Black-Scholes de fijación de precios de las opciones, y, por otro, intentó llegar a un nuevo modelo de equilibrio.

A mediados de la década de 1960, el Investment Company Institute (ICI), un consorcio de gestores de fondos, solicitó a Fischer Black que elaborase un documento que pudieran presentar en las próximas audiencias del Congreso, que demostrase que los gestores de fondos estaban haciendo un buen trabajo para sus clientes (fondos de pensiones, bolsas de estudio e inversores en fondos de inversión). En colaboración con dos académicos, Michael Jensen de Chicago y William Sharpe de Seattle, Black inició un trabajo que iba a redefinir el «modelo de precios de activos de capital», sentar las bases para el mecanismo de fijación del precio de las opciones de Black y Scholes y hacer ganar a sus otros colaboradores, Myron Scholes y Robert C. Merton, el premio Nobel de Economía de 1997<sup>53</sup>. Sin embargo, para disgusto de sus patrocinadores, Black y sus asociados, después de analizar décadas de movimientos de los precios de las acciones, no encontraron evidencia de que los gestores de fondos añadiesen nada al valor de sus activos. (El ICI omitió esta embarazosa conclusión en la versión publicada)<sup>54</sup>.

Los «ingenieros financieros» determinaron con gran precisión la contribución hecha por cada gestor en beneficio del precio de las acciones extrayendo del movimiento del precio aquellos movimientos que se debían a cambios globales en la bolsa o en el sector correspondiente. Llegaron a la conclusión de que, por término medio, la mitad del movimiento en el precio de la acción no se debe a características de la empresa o del sector, sino que refleja tendencias generales del mercado, y coligieron que las tendencias del sector explicaban el 10 por 100 de los cambios de precios. La lógica de este planteamiento dio lugar a múltiples índices de acciones, para permitir a los inversores decidir sus movimientos para protegerse del riesgo y asegurarse la recompensa. Éste fue el origen del arbitraje del riesgo, o la explotación de activos devaluados como consecuencia de operaciones de mercado como las OPA hostiles<sup>55</sup>. Black insistió en que el inversor prudente debe encontrarse ampliamente diversificado y no admitir «riesgo no recompensado». Estas claves de la inversión financiera tienen dimensiones

---

<sup>53</sup> Para la gestación y el significado de Black-Scholes, véase Donald MacKenzie, «An Equation and its Worlds», *Social Studies of Science* XXXIII, 6 (diciembre de 2003), pp. 831-868.

<sup>54</sup> Perry Mehrling, *Fischer Black and the Revolutionary Idea of Finance*, Hoboken, NJ, 2005, pp. 60-64.

<sup>55</sup> Un ejemplo es John Paulson (sin relación alguna con Henry), maestro del arbitraje de riesgos. Mientras que el arbitraje de riesgos generalmente se centra en un único acontecimiento

inesperadas. Para Black, la diversificación debía extenderse tanto en el tiempo como dentro del universo de activos disponibles en el momento. El mismo activo nominal no era el mismo tres días o tres años después, porque, como afirmó el filósofo griego hace mucho tiempo, no podemos beber dos veces la misma agua en el mismo río.

Pero la importancia dada por Black a la diversificación longitudinal apoyaba también la «protección dinámica», en la que la cartera de valores está continuamente reevaluándose y recomponiéndose. La aversión al riesgo no recompensado puede incentivar tanto a intentar eliminarlo (protegiéndose contra los riesgos de divisas, inflación o tipos de interés) como a buscar continuamente riesgos que puedan acarrear beneficios. Esta idea está frecuentemente en la base del planteamiento del «apalancamiento con cualquier cosa». Apalancar los activos de una cartera permite una mayor diversificación; mientras sigue invirtiendo en un conjunto de activos, el inversor puede hipotecarlos y establecer derechos sobre otro conjunto, quizá comprando una opción o tomando posiciones a corto. Tales procedimientos pueden, además, minimizar los impuestos.

El respeto que Black sentía por las «fuertes fuerzas económicas» que llevan por sí mismas al inevitable equilibrio general hizo de él un crítico tanto de monetaristas como de keynesianos. La política monetaria era siempre impotente frente a los cambios en lo que la gente quiere. Black estaba a favor de la «banca sin control», incluso del abandono de todos los coeficientes de caja. En «Banking and Interest Rates in a World Without Money» invocaba las ventajas de un sistema bancario pasivo, citando a James Tobin respecto al efecto de que, en tal mundo, «la economía real marcaría el paso del sector financiero, sin *feedback* en la otra dirección»<sup>56</sup>.

Black teorizó sobre las «hipótesis de mercados eficientes», según las cuales los precios de mercado reflejan toda la información disponible en un momento dado. La versión que él aceptó fue, sin embargo, la siguiente:

Podríamos definir un mercado eficiente como aquél en el que el precio está dentro de un intervalo del valor de factor 2, es decir, el precio es más de la mitad del valor y menos de dos veces el valor [...] Según esta definición, creo que todos los mercados son eficientes casi todo el tiempo. «Casi todo» significa al menos el 90 por 100<sup>57</sup>.

---

to, Paulson avanzó un paso más en 2005: viendo los precios de las viviendas, las hipotecas y las CDO como una burbuja gigante, estableció dos prudentísimos *hedge funds* cuyo valor creció desde alrededor de 30 millones de dólares en 2006 hasta más de 4 millardos a principios de 2008 (George Soros también estuvo acertado, apoyando a Paulson en 2007). Gregory Zuckerman, «House Money. How Trader Made Billions on Subprime Downturn», *The Wall Street Journal*, 16 de enero de 2008.

<sup>56</sup> Fischer Black, «Banking and Interest Rates in a World Without Money. The Effects of Uncontrolled Bankings», en F. Black, *Business Cycles and Equilibrium*, Oxford, 1987, pp. 1-19.

<sup>57</sup> Fischer Black, «Noise», *The Journal of Finance* XLI, 3 (1986), pp. 539-543.

Muchas personas considerarán que unos parámetros tan amplios representan un concepto de eficiencia muy laxo. Pero a Black le gustaban las aproximaciones (el mismo modelo Black-Scholes no pretende conseguir una gran exactitud). Para Black, el precio de mercado oscilaba alrededor del precio de eficiencia, de la misma manera que los economistas marxistas consideran que el precio de mercado oscila alrededor del valor. Aún más, la idea misma de que precio y valor reflejan el «tiempo de trabajo socialmente necesario» supone una notable aproximación a la eficiencia<sup>58</sup>.

Black sigue siendo una figura contradictoria y enigmática. Llevó más lejos que nadie un modelo de equilibrio que trata a los seres humanos como soportes de «capital humano» que deben maximizar sus rendimientos. Perry Mehrling explica que experimentó con dietas, sexo y drogas en su persecución de esta idea. Fue el apóstol del apalancamiento porque creía que sólo los endeudados estaban centrados en la consecución del equilibrio solicitado (desconcertantemente, este concepto funciona más bien como la acumulación en la concepción marxista). En su búsqueda de la diversificación, alternaba periodos en la academia con otros de trabajo en Wall Street. Pero cuando fue abordado por el Chicago Board con la idea de basar el mercado de derivados en su fórmula de precio de opciones, se negó a involucrarse y observó: «Las opciones son un emocionante juego de apuestas y el Chicago Board Options Exchange quiere actuar como casa de apuestas y llevarse su parte. No hay nada malo en ello, pero si vamos a permitir esta forma de juego, parece lógico que se le impongan unos impuestos tan fuertes como los que recaen sobre las apuestas en las carreras de caballos»<sup>59</sup>.

### *Riesgos e incertidumbres*

La ciencia financiera cuantitativa adelantada por Black quería conocer siempre el peor de los escenarios posibles (¿cuánto se perdería en el caso de un colapso continuado del mercado?). Los bancos a los que la crisis crediticia ha vencido por goleada utilizaban sofisticadas medidas para estimar su *Value at Risk* (VaR)<sup>60</sup>. Tales medidas han sido arrasadas por los vendavales financieros, ya que no son capaces de reaccionar ante lo inesperado e incitan a la réplica o al refuerzo de acontecimientos adversos. Muchos años de baja volatilidad llevaron a resultados bajos del VaR. La alimentación de esos sistemas con malas noticias propiciaba señales de venta que agravaban los peligros que el indicador había señalado inicial-

<sup>58</sup> Véase Slavoj Žižek, «The Parallax View», *NLR* 25 (enero-febrero de 2004) [ed. cast.: «La perspectiva *parallax*», *NLR* 25 (marzo-abril de 2004), Madrid, Ediciones Akal].

<sup>59</sup> Citado en P. Mehrling, *Fischer Black*, cit., p. 138.

<sup>60</sup> *Value at Risk* (VaR) es una medida estadística que con un solo dato resume el riesgo de un valor, o cartera de valores, de generar pérdidas derivadas de movimientos normales de mercado. [N. del T.]

mente<sup>61</sup>. El *crash* de 1987 había puesto de manifiesto problemas similares con programas informáticos de simulación de compraventas.

El paciente afligido no es siempre el mejor juez. Los reguladores con acceso a un VaR mejor construido podían actuar más racionalmente que quienes se sentían presionados por una marea de falta de liquidez. No sería difícil acercar el balance de situación visible al real, exigiendo que se publicaran los niveles de VaR aprobados por los consejos de administración y se presentaran públicamente todos los pasivos exigibles a las empresas asociadas. Los archivos de la SEC muestran que los VaR subyacentes en la actividad de compraventa de los mayores bancos de inversión se doblaron entre mayo de 2006 y noviembre de 2007<sup>62</sup>. En los últimos años, como hemos visto, los bancos de Wall Street se han sentido obligados a asumir más riesgos con sus propios recursos por la contracción en los ingresos financieros, que, a su vez, era un reflejo de la baja inversión que se registraba en la economía estadounidense. No sólo patrocinan *hedge funds* sino que empiezan a parecerse a ellos, en cuanto que usan su posición como *prime brokers* para apalancar sus apuestas y ejercer arbitraje.

La crítica liberal austriaca al socialismo ha insistido en la irracionalidad de los «precios administrados», porque los administradores podrían no conocer nunca la multitud de apuestas puntuales que podrían echar abajo cualquier conjunto de precios comparativos. Los practicantes de las finanzas cuantitativas creen que el modelo de Black-Scholes-Merton de valoración de opciones ha abierto un nuevo camino para la valoración, posibilitando la asignación de precios válidos a los productos financieros. El prestigio de este instrumento estableció un precedente para la valoración al margen de la cotización pública (directa, de institución a institución) de las ventas de los derivados. Como explica MacKenzie:

Muchos de los instrumentos comercializados en este mercado están altamente especializados y, en ocasiones, no tienen un precio líquido o fácilmente observable. Sin embargo, tanto sus vendedores (generalmente bancos de inversión) como, al menos, los compradores más sofisticados, pueden calcular a menudo precios teóricos, obteniéndose así un «precio justo» de referencia<sup>63</sup>.

El modelo teórico convenía a los compradores de CDO de que habían pagado el precio adecuado, a pesar de la ausencia de un mercado, de la

<sup>61</sup> Véase Gillian Tett, «Volatility Wrecks Financial World's Value at Risk Models», *Financial Times*, 12 de octubre de 2007. Véase también Boris Holzer y Yuval Millo, «From Risks to Second-Order Dangers in Financial Markets. Unintended Consequences of Risk-Management Systems», *New Political Economy* X, 2 (2005). Los autores ofrecen ejemplos del *crash* de 1987 y del colapso de LTCM. Jérôme Kerviel, el desafortunado «Che Guevara de las finanzas», muestra algo similar cuando sostiene que las enormes pérdidas de Société Générale reveladas el 24 de enero reflejaban la excesivamente precipitada liquidación de sus posiciones.

<sup>62</sup> D. Greenlaw *et al.*, «Leveraged Losses», cit., p. 32.

<sup>63</sup> D. MacKenzie, «An Equation and its Worlds», cit., p. 855.

misma manera que aparentemente tranquilizaba a los bancos su propia falta de implicación directa.

En condiciones capitalistas «grises», los conceptos y las técnicas de los ingenieros financieros empiezan a minar y corromper el mecanismo del mercado. Parte del problema es que esas técnicas se usan a menudo para convencer a jugadores no tan bien informados, para evitar impuestos o para promover una reorganización constante de los activos. Como muestra la actual crisis, pueden incluso confundir a los impostores. En cierta medida, el fallo está en el abuso de técnicas financieras, más que en las técnicas en sí. El horizonte a corto plazo de las entidades financieras, su falta de compromiso con los colectivos de trabajadores y su proclividad a que se produzcan abusos por parte de los *insiders* son todas características típicas del capitalismo vigente. Más ampliamente, el inversor institucional de hoy (capitalismo «gris») ha tolerado o generado malas prácticas financieras vestidas a menudo con la jerga de analistas cuantitativos e ingenieros.

### *Derivados y fraude*

Un mercado bursátil bien regulado es una fuente increíble de información para todos los participantes en el mercado. Genera, segundo a segundo, datos referentes al volumen y al precio de los elementos comercializados, y sus reglas de funcionamiento registran la identidad de compradores y vendedores. Las hazañas analíticas de los economistas financieros estaban basadas también en esos datos. Y aun así, el advenimiento de las finanzas estructuradas generó un volumen gigantesco de relaciones directas entre instituciones cuyos detalles eran conocidos únicamente por quienes participaban en ellas. Las transacciones que eludían el mercado bursátil superaban, a finales del siglo, a las que se realizaban en las bolsas, y condujeron a éstas a agilizar procedimientos para seguir siendo competitivas. Aquí tenemos tanto la causa como el efecto del colapso crediticio y la última ironía de la cruzada occidental para mercantilizar el globo. Una gran ola de titulización dirigida a convertir hasta el proyecto menos prometedor o la ambición personal más íntima en un bien comercializable consiguió sumergir los principales mercados del mundo bajo una avalancha de títulos sin contenido y sin precio. La niebla del capital gris descendió sobre los distritos financieros, envolviendo a los grandes bancos y dificultando la visión de inversores y reguladores.

Para entender el capitalismo de hoy necesitamos el análisis financiero, pero el fenómeno de la financiarización absorbe oxígeno de la atmósfera. Privatiza información que debería ser pública, de la misma manera que comercializa la vida de cada día y promueve un modelo de «destrucción no creativa» en la que empresas y equipos de trabajo se ven continuamente desmantelados y recompuestos para sacar ventaja de transitorias ganancias de arbitraje. Además de ayudar a las instituciones financieras a jugársela a sus propios clientes, las técnicas de financiarización permiten al gran capital (grandes empresas e individuos muy ricos) evadir impuestos y esquilar

mar las tenencias de los pequeños accionistas. Obsérvese que la mayoría de los fondos de pensiones y organizaciones de caridad, aunque no los fondos de inversión estadounidenses, tienen limitada por reglas fiduciarias la exposición muy alta a *hedge funds* o derivados exóticos. Otro corolario de la proliferación de la financiarización es que las regulaciones que gobiernan la creación de crédito fueron, primero, relajadas y, después, casi enteramente ignoradas. La expansión temeraria del crédito ha sido desde hace mucho un camino de rosas hacia la crisis y el colapso financieros<sup>64</sup>.

El despegue de la financiarización que se produjo con posterioridad a 1972 coincidió con avances informáticos y con el descubrimiento de nuevas técnicas matemáticas para la valoración de las opciones y la construcción de derivados. En un primer momento, tales técnicas fueron empleadas principalmente para reducir la incertidumbre y limitar el riesgo de la moneda. Pero poco después resultó claro que los *swaps* derivados podrían ser empleados para confundir a autoridades tributarias y accionistas. La ingeniería financiera podía convertir un tipo de flujo de renta en otro, o un activo en renta, o justo al revés, reduciendo o evitando impuestos. Los derivados también podían ser empleados para refinar las técnicas de la gestión de fondos y las estrategias para fusiones y adquisiciones.

Los fondos de pensiones más responsables evitan los programas de ingeniería y se mantienen pegados a estrategias de inversión a largo plazo. Pero emplean derivados para limitar sus posiciones. Aunque muchos productos financieros no tienen propósito útil alguno, no debemos esperar el rechazo generalizado de todas las opciones y derivados. En lugar de ello, será necesario distinguir, como intenta el IRS, entre los contratos de derivados que realmente tratan de limitar riesgos y aquellos otros cuya única lógica es engañar a las autoridades tributarias y confundir a indefensos accionistas. Ya hay llamadas a favor de una regulación y registro adecuados de estos instrumentos y del «sistema bancario en la sombra» en su conjunto. Hace falta más y mejor regulación, pero ¿será suficiente con la regulación? Vale la pena recordar que la financiarización nació en un mundo fuertemente regulado y que algunas de sus técnicas estaban diseñadas para frustrar y vencer a los reguladores, de la misma manera que otras estaban dirigidas a aflorar «valor».

### *Lecciones de la década de 1930*

La burbuja accionarial de los años 1920, y los hundimientos de los bancos del año 1929 y siguientes, propiciaron una ola de regulaciones entre

---

<sup>64</sup> El papel de los derivados en la generación de excedentes de crédito y del fracaso financiero ha sido bien explicado por Salih Neftci, «FX Short Positions, Balance Sheets and Financial Turbulence», cit. Obsérvese, sin embargo, que Neftci sostiene que, adecuadamente regulados, los derivados tendrían su función en un sistema financiero sano.

las que se incluye la aprobación, derogada por Clinton en 1999, de la Glass-Steagall Act en 1933. Durante un periodo muy largo, aproximadamente entre 1929 y 1972, el ámbito de la financiarización fue limitado, primero por la aguda contracción financiera de la Gran Depresión y después por la extensiva coordinación del sistema de Breton Woods y, más generalmente, por la economía de posguerra<sup>65</sup>.

El papel central de los bancos y el papel de los bonos hipotecarios en la crisis actual tienen un misterioso parecido con el comienzo de la Gran Depresión. Joseph Schumpeter subrayó cómo la caída de los precios de los inmuebles en Florida precipitó el colapso de la burbuja centrada en bonos hipotecarios. Para Schumpeter, la caída de la bolsa tuvo una importancia secundaria comparada con el impacto sobre los bancos, lo cual reflejaba a su vez la existencia de una burbuja crediticia. Schumpeter subrayó también que el *crash* de 1929 mostraba las características clásicas de un «ciclo de Juglar». Llamados así por el historiador económico Clément Juglar, esos ciclos empezaban con crisis financieras devastadoras y hambrunas de crédito, para exigir después su terrible peaje a la industria y a la agricultura. Schumpeter ya era consciente del papel específico que representaba la inversión inmobiliaria en las turbulencias económicas: «No hay nada con más probabilidades de producir procesos depresivos acumulativos que el compromiso de un gran número de hogares con un negocio fuertemente financiado por los bancos comerciales»<sup>66</sup>.

En esta época también se han desplomado los instrumentos especulativos financieros basados en hipotecas inmobiliarias, con Florida de nuevo como epicentro. A pesar de muchas incógnitas, es razonable suponer que el PIB estadounidense va a sufrir un estancamiento más que un hundimiento como el que se registró en la década de 1930. Sin embargo, la pérdida en términos de PIB potencial podría ser importante: Greenlaw y sus colegas estiman, conservadoramente, que se situará entre el 1 y el 1,5 por 100, como hemos visto. Hasta ahora, tanto políticos como reguladores han intentado controlar la crisis animando a los bancos a buscar sus propias soluciones, en lugar de diseñando nuevos instrumentos de regulación. El gobierno de Brown se lo pensó durante seis meses, antes de decidirse a nacionalizar Northern Rock. En Estados Unidos, ni la Reserva Federal ni el Tesoro se han mostrado decididos a desenmascarar las pérdidas y recapitalizar las instituciones afectadas. Incluso Herbert Hoover creó la Reconstruction Finance Corporation, una agencia diseñada para revitalizar activos amenazados que, finalmente, contribuyó notablemente a hacer despegar la economía estadounidense.

---

<sup>65</sup> Gérard Duménil y Dominique Lévy, «La finance capitaliste», en Suzanne de Brunhoff *et al.*, *La finance capitaliste*, París, 2006, pp. 131-180.

<sup>66</sup> J. A. Schumpeter, *Business Cycles* [1939], Filadelfia, 1982, vol. 2, pp. 747-748. Schumpeter intenta explicar la gravedad del *crash* de 1929 a partir de la conjunción de los ciclos de Juglar, Kitchen y Kondratiev.

La respuesta del *New Deal* a la crisis incluyó también, además de la Glass-Steagall Act, el establecimiento de la Home-Owners Loan Corporation (HOLC) en 1933, la introducción de la Securities and Exchange Comision en 1934, la aprobación de la Social Security Act en 1935 y el establecimiento de la Federal National Mortgage Association, ahora familiarmente conocida como Fannie Mae, en 1938. Mientras que el propósito de HOLC era detener el creciente número de embargos, Fannie Mae estaba diseñada para asegurar y subvencionar hipotecas inmobiliarias preferentes. La HOLC compraba hipotecas impagadas a los bancos y ofrecía a los prestatarios condiciones de pago más favorables. En dos años, la HOLC había recibido 1,9 millones de solicitudes de propietarios de viviendas en dificultades y renegotió con éxito un millón de hipotecas. Cerró en 1951, después de la cancelación de la última hipoteca de 1936<sup>67</sup>. Mientras HOLC negociaba con los prestatarios de *subprimes*, Fannie Mae hacía más fácil y barato a los prestatarios preferentes conseguir una hipoteca, usando su garantía federal y su carácter de institución libre de impuestos para organizar un mercado hipotecario secundario que suscribiera cualquier hipoteca residencial hasta cierto valor. La garantía y la exención de impuestos posibilitaron a Fannie Mae endeudarse a tipos baratos que transmitía a los prestatarios individuales. Esta desmercantilización parcial del mercado de la hipoteca residencial resultó muy exitosa. En 1968, Fannie Mae fue semiprivatizada y autorizada a recibir capital de inversores, pero mantuvo su garantía federal y siguió estando exenta de impuestos. Las subvenciones le facilitaron financiar el proceso por el que, en los siguientes cuarenta años, más de 50 millones de familias adquirieron la propiedad de sus hogares. Sin embargo, la semiprivatización puede ser considerada ahora como un gran error, ya que permitió a las dos empresas respaldadas por el gobierno asumir cantidades excesivas de deuda en su intento de garantizar el valor y aumentar los ingresos<sup>68</sup>. Pero, realmente, el problema general, que se ha manifestado también en la privatización de tantas sociedades inmobiliarias británicas que previamente tenían un carácter más mutualista, es la animadversión que suscitan incluso las pautas sociales de comportamiento parcialmente desmercantilizado y la pasión irracional por el modelo de la empresa privada.

### III. FUSIÓN

En agosto de 2007, el malestar causado por el hundimiento de los instrumentos con base hipotecaria se había extendido a todo el grupo de los

---

<sup>67</sup> Alan Blinder, «From the New Deal, a Way Out of a Mess», *The New York Times*, 24 de febrero de 2008. Este planteamiento supone el rescate financiero de bancos culpables de malvender y que deberían verse obligados a pagar por ello, de lo que se habla más adelante.

<sup>68</sup> Ronald Utt, «Time to Reform Fannie Mae and Freddie Mac», Heritage Foundation, Background 1861, junio, 2005. Utt propuso la retirada de la garantía federal y la exención de impuestos para permitir que Fannie y Freddie se «concentraran [...] en titular las hipotecas residenciales en competencia libre y abierta con el sector privado». Véase también Manuel Aalbers, «The Financialization of the Home and Mortgage Crisis», *Competition and Change* XII, 2 (junio de 2008).

CDO, y eso fue lo que dio lugar a la «crisis crediticia». Finalmente se comprendió que esos increíblemente complicados instrumentos financieros constituían una parte importante del conjunto total de activos de las instituciones financieras. Los *hedge funds* también los habían encumbrado, pues nunca recelaron de su calidad ni cuestionaron las finanzas estructuradas. Sabían que no había un mercado activo de derivados, pero creían en el valor de su modelo y en el aseguramiento que conllevaban. En algunos casos, incluso en los más afectados, los mismos *hedge funds* eran escisiones planeadas de bancos de inversión que les suministraban crédito para sus *margin calls*, que siempre cuentan con un margen mínimo garantizado.

Parte del problema con los CDO es que los salarios pagados a los empleados de banca y abogados financieros se van en la operación en su conjunto, gestionando miles de hipotecas, pero no en investigar cada una de ellas<sup>69</sup>. La escasez de títulos disponibles y las restricciones prácticas para detallar el contenido de los contratos de CDO llevaron, en algunos casos, a los llamados protocolos y a pagos en efectivo por valores inferiores al importe protegido. En otro informe para la Reserva Federal, de octubre de 2007, Michael Gibson empezaba por subrayar los beneficios de los derivados de cualquier tipo y a continuación hacía una lista de los múltiples riesgos que emanaban de su compleja e intrincada secuenciación y coordinación<sup>70</sup>.

El colapso del valor de los CDO y las dudas respecto a la cobertura de los CDS reflejaban más la desconfianza mutua entre los tenedores de los títulos que una simple incomprensión. La crisis crediticia fue un resultado de las justificadas dudas de cada banco respecto a los demás, así como de la calidad de los activos subyacentes. Los bancos sabían cómo evaluar los problemas de los CDO, porque habían ayudado a definir estos instrumentos. Sus doctores en Finanzas tenían suficiente información para saber, fuera cual fuera su complejidad, lo dudoso de tales activos a pesar de su calificación de triple A. Eran conscientes de que el miedo al contagio se cobraría su peaje sobre los títulos, incluso sobre algunos que, en la plenitud de los tiempos, habrían sido buenos y que los seguros en que se encontraban envueltos podrían desintegrarse justo cuando resultasen necesarios. La crisis de crédito ha cobrado su peaje a los títulos hipotecarios y al concepto mismo de CDO y CDS, lo que dará lugar a actitudes más cautelosas pero no eliminará las transacciones con derivados, que son demasiado útiles al sistema financiero y están demasiado ampliamente difundidas dentro de él como para que vayan a ser fácilmente abandonadas. El nominal total de CDS es de no menos de 48 billones de dólares, o tres veces el tamaño del PIB de Estados Unidos (aunque muchos

---

<sup>69</sup> Satyajit Das, «How Supposed Risk Hedgers Could Become Risk Creators», *Financial Times*, 6 de febrero de 2008. Véase también Robert Cookson y Gillian Tett, «Pressure Builds Over CDS Settlements», *Financial Times*, 21 de febrero de 2008.

<sup>70</sup> Michael S. Gibson, «Credit Derivatives and Risk Management», FEDS Working Paper No. 47, Washington DC, 2007.

se solapen y cancelen uno a otro, haciendo mucho menor el total real). La emisión de CDO en los últimos cinco años fue de más de 1,6 billones de dólares, mientras que los títulos financieros restantes totalizaban los 10,8 billones.

La Reserva Federal ha ofrecido mayor liquidez a los bancos, pero es muy probable que el problema de éstos sea la solvencia y no la liquidez. El trabajo de Greenlaw y sus coautores explica que:

Las inyecciones de liquidez por el banco central constituyen una invitación a los intermediarios financieros para que «expandan» sus balances de situación endeudándose con el banco central para continuar así la cadena del crédito. Sin embargo, una institución apalancada que sufre escasez de capital es incapaz de aceptar tal invitación. El reconocimiento de su renuencia es la clave para entender el desorden que se ha extendido al mercado interbancario<sup>71</sup>.

Estos autores admiten que los bajos tipos de interés al estilo estadounidense ayudan a los bancos al permitirles renegociar sus préstamos a tipos más favorables, pero que no conducen a nuevos préstamos.

Si los bancos más importantes se vieran obligados a reducir el valor contable de sus CDO en 50 céntimos por dólar, se hundiría su patrimonio y se situarían, técnicamente, en bancarrota. Entre los bancos que se encuentran en esta situación están Citigroup, Merrill Lynch, Lehman Brothers y Morgan Stanley, pero es probable que también haya otras sorpresas. Por supuesto que no se permitirá la quiebra de ningún gran banco: las autoridades montarán rescates, participaciones mayoritarias y fusiones. En lugar del duro trato concedido a Enron y Worldcom, veremos el «socialismo para banqueros» cuando se movilicen fondos públicos para recuperar entes financieros demasiado grandes para permitir su hundimiento. El rescate de Bear Stearns fue duro para los accionistas, pero no para los tenedores de bonos ni para sus compradores. JP Morgan, el comprador, es el beneficiario de una garantía de la Reserva Federal sobre 29 millardos de dólares en activos propiedad de Bear. Durante las semanas siguientes al rescate, la Reserva Federal prestó una cantidad similar, en forma confidencial, a otros bancos, con títulos de categoría 3 como garantía colateral. La principal alternativa a la inyección de fondos públicos serían nuevas entradas provenientes de fondos de inversión soberanos.

En conjunto, a principios de 2008 había hasta 900 millardos de dólares en lotes de vulnerables CDO que incluían grandes cantidades de *subprimes*, de «Alt A» y de deuda de mayor calidad. Estos activos tienen valor, pero su importe preciso es difícil de conocer porque sólo pueden ser vendidos con un descuento absurdo. Algunos obtendrán enormes beneficios adquiriendo «activos enfermos» devaluados, pero ¿cómo separar las buenas

---

<sup>71</sup> D. Greenlaw *et al.*, «Leveraged Losses», cit., p. 43.

apuestas de las losas muertas? En un intento de reequilibrar las carteras, algunos bancos han recurrido al intercambio de derivados para conseguir una combinación supuestamente más ventajosa.

Las pérdidas que se han apuntado los bancos afectan a sus accionistas y a algunos *juniors* del sector. Las acciones han caído en un 25 por 100, por término medio, aunque algunos títulos han perdido mucho más valor. Sin embargo, los ejecutivos sénior, responsables de que los accionistas hayan sufrido pérdidas tan cuantiosas, han seguido siendo recompensados con retribuciones suculentas concedidas por domesticados consejos de dirección. Los directores ejecutivos de dos bancos de Wall Street dejaron sus empleos en 2007 rapiñando pródigas recompensas por su fracaso: 160 millones de dólares para Stanley O'Neal, de Merrill, y 90 millones para Charles Prince, de Citigroup. En el rescate de Bear Stearns, los accionistas se quedaron con un valor de 10 dólares por acciones que el año anterior valían 170. La tercera parte de las acciones del banco era propiedad de sus trabajadores, muchos de los cuales, además, puede que pierdan su puesto de trabajo. Los miembros del consejo sufrieron grandes pérdidas en sus tenencias, pero seguirán siendo hombres ricos, dado que, durante la gran bonanza de los CDO, en la que su banco desempeñó un papel líder, habían ganado decenas o incluso centenares de millones en comisiones y bonificaciones.

Los banqueros sénior y de nivel medio siguieron recibiendo imponentes retribuciones a pesar de los malos resultados. Morgan Stanley anunció una pérdida de 9,4 millardos de dólares en el último trimestre de 2007, pero aun así aumentó el tamaño de su fondo para bonificaciones en un 18 por 100, con el argumento de que las pérdidas se habían concentrado en las finanzas estructuradas y no debían frustrar la recompensa de las que seguían siendo rentables. La masa salarial se sitúa generalmente en el 50 por 100 de los ingresos de un banco de inversión. En 2007 esa proporción se elevó fuertemente, llegando, en algunos casos, a situarse cerca del 100 por 100<sup>72</sup>.

Los accionistas de los bancos han sufrido pérdidas muy importantes. El mayor accionista de Citigroup es el inversor saudí príncipe Alwaleed, cuyos explosivos activos petrolíferos compensan sus pérdidas bancarias. Pero indudablemente hay elementos de los fondos de pensiones y algunos pequeños inversores que sí habrán notado el dolor. Puede que sus tenencias de CDO no hayan sido excesivas, pero al tener que invertir en todo el merca-

---

<sup>72</sup> Raghuram Rajan, «Bankers' Pay Is Deeply Flawed», *Financial Times*, 9 de enero de 2008. Respecto a los directores ejecutivos y los «problemas de agencia» de los gestores de fondos, véanse R. Blackburn, *Age Shock*, cit., pp. 164-165; Michael Useem, *Investor Capitalism*, Nueva York, 1996; John Bogle, *The Battle for the Soul of Capitalism*, New Haven, 2005; Nomi Prins, *Other People's Money*, Nueva York, 2004, y Yally Avrahampour, «Agency, Networks and Professional Rivalry. The Valuation and Investment of UK Pension Funds (1948-2006)», PhD, University of Essex, 2007.

do en aras de la diversificación, tienen participaciones en muchas instituciones financieras. Un informe afirmaba que los fondos de pensiones perdieron 110 millardos de dólares sólo en el primer trimestre de 2008<sup>73</sup>. En 2007, 116 fondos iniciaron procesos judiciales contra sus gestores, por pérdidas que iban del 28 al 84 por 100 en inversiones supuestamente seguras. State Street, que gestiona 2 billones de dólares de fondos de pensiones, ha reservado ya 618 millones para hacer frente a demandas legales<sup>74</sup>.

Las víctimas más directas de la crisis han sido los entre dos y tres millones de tenedores de hipotecas (o sus arrendatarios) que han perdido, o van a perder, sus hogares. Las mujeres jóvenes, los afroamericanos y otras minorías están fuertemente representadas. La crisis de crédito profundiza una recesión que reduce los salarios y contrae el mercado de trabajo; que hará que los créditos a estudiantes sean más caros y difíciles de obtener, y que está ralentizando muchas mejoras municipales, incluida la construcción de viviendas sociales. A largo plazo, pueden producirse algunos hechos beneficiosos, en tanto que se ha puesto de manifiesto cómo las aseguradoras y las agencias de calificación de riesgos juntas han cobrado de más a las municipalidades por el aseguramiento de sus bonos. Y la crisis afecta a muchos fuera de Estados Unidos, particularmente a la altamente financiarizada economía inglesa<sup>75</sup>. El peligro a la vista es una mezcla de recesión diferida, como la de Japón en la década de 1990, hasta que se purguen del sistema las pérdidas bancarias, y una fractura más amplia, como la de la crisis asiática en 1997-1998. Al ser una convulsión originada por el «capitalismo anglosajón» de carácter financiero, tendrá carácter propio. Japón no tiene industrias deslocalizadas, una tasa de ahorro negativa ni está infectado por unas finanzas estructuradas de valor improbable e imposible de establecer.

### *Gambitos del Tesoro*

Desde el principio de la crisis, Henry Paulson ha insistido primordialmente en urgir a los bancos, aseguradoras de bonos y otras instituciones financieras a buscar sus propias soluciones. Pero no ha tenido mucho éxito. Así, las súper SIV que endosó en septiembre de 2007 tuvieron que ser abandonadas en enero de 2008. El 28 de enero, Hugo Dixon se preguntaba en *The Wall Street Journal*, «Is Anybody in Charge? [¿Hay alguien al mando?]<sup>76</sup>. Días después, Paulson aseguraba a Charlie Rose, entrevistador

<sup>73</sup> Andrew Sheen, «Funds Lose \$110 billion in a Month», *Global Pensions*, 1 de febrero de 2008.

<sup>74</sup> Vikas Bajaj, «State Street Corp is Sued Over Pension Fund Losses», *The New York Times*, 4 de enero de 2008.

<sup>75</sup> Alex Frangos, «Credit Losses Stall Affordable-Housing Projects», *The Wall Street Journal*, 18 de marzo de 2008; Julie Creswell y Vikas Bajaj, «States and Cities Start Rebelling on Bond Ratings», *The New York Times*, 3 de marzo de 2008; Alistair MacDonald y Mark Whitehouse, «London Fog. Credit Crunch Pounds UK Economy», *The Wall Street Journal*, 7 de febrero de 2008.

<sup>76</sup> *The Wall Street Journal*, 28 de enero de 2008.

de televisión, que estaba trabajando en un nuevo esquema de regulación general que comprendería las hipotecas en su origen, la titulización, los ratios de activos bancarios, los instrumentos fuera de balance, la transparencia y la composición y venta de derivados. Cuando se publicó, en marzo, se vio que no había perdido su fe en que la comunidad financiera debía autorregularse, o al menos fingir que lo hacía. El plan exigía alguna transparencia a los bancos de inversión y a los *hedge funds*, pero no establecía poder de regulación. La crisis crediticia ha provocado emergencias en las que han tenido que intervenir el Tesoro y la Reserva Federal, pero, en la medida de lo posible, esas intervenciones han sido vestidas de autoayuda y autorregulación. Y eso aun cuando la absorción de Bear Stearns por JP Morgan sólo se produjo porque la Reserva Federal asumió un riesgo de 29 millardos de dólares de aquél, con la autorización del secretario del Tesoro. La venta de Bear Stearns a precio de saldo supuso negociar con un banco irritante y poco apreciado que se había negado a participar en el rescate de LTCM en 1998, y dejó sin respuesta las dudas respecto a la suficiencia del grado de capitalización que señalaba obstinadamente a otras instituciones de Wall Street.

La Reserva Federal ha reducido fuertemente los tipos de interés a corto plazo, supuestamente como forma de estimular la economía estadounidense. Pero su preocupación principal es el bienestar, la supervivencia incluso, de las instituciones que conforman el corazón del sistema financiero. Los bancos son siempre lentos a la hora de transmitir a los consumidores las bajadas en los tipos de interés<sup>77</sup>. Bancos capaces de endeudarse presentando las más débiles garantías al 2,25 por 100 de interés siguieron cargando más del 6 por 100 incluso a las hipotecas de perspectivas más sólidas.

No es ninguna revelación que hay mucha vida fuera del alcance de las finanzas cuantitativas, pero que sus especialistas hayan confundido tan estrepitosamente el riesgo relativo es extraño. Así, Matthew Rothman, doctor por Chicago y director de estrategias patrimoniales en Lehman Brothers Holdings, declaraba después de unos cuantos días malos en agosto de 2007: «El miércoles es el tipo de día que la gente de Quant Land recordará durante mucho tiempo. Acontecimientos que según los modelos sólo deberían suceder una vez cada 10.000 años se dieron una vez al día durante tres consecutivos»<sup>78</sup>. De hecho, Benoît Mandelbrot había sido tradicionalmente escéptico, mientras que Nassim Nicholas Taleb<sup>79</sup>, bróker él mismo, advirtió que las finanzas cuantitativas tienen puntos negros en lo que se refiere a «*fat tails*» [colas gruesas] y «acontecimientos de cisne negro», esto es, acontecimientos imprevisibles que provocan un impacto fuer-

<sup>77</sup> Floyd Norris, «An Effort to Stem Losses at Citigroup Produces a Renewed Focus on Risk», *The New York Times*, 16 de enero de 2008.

<sup>78</sup> Kaja Whitehouse, «“Quant” Expert Sees a Shakeout for the Ages», *The Wall Street Journal*, 14 de agosto de 2007.

<sup>79</sup> Véase Nassim Nicholas Taleb, *Fooled by Randomness*, Nueva York, 2004, y *The Black Swan*, Nueva York, 2007 [ed. cast.: *El cisne negro*, Barcelona, Paidós, 2008].

te en un sistema y que son difíciles de prever. Fisher Black escribió un artículo sobre «los agujeros de Black-Scholes» y otro sobre cómo aprovecharlos<sup>80</sup>. Un agujero de Black-Scholes es aquel que asume una distribución normal y se desequilibra ante una cola gruesa. Con los datos financieros se presenta a menudo un problema de tamaño de la muestra, que no resulta suficientemente grande como para captar la varianza en un periodo significativo de tiempo. En una perspectiva a largo plazo, la información disponible basada en la información financiera de hoy es muy limitada; y si se excluye el futuro, es imposible estimar si la cola es gruesa o no. Mientras que Fischer Black sabía que el elemento tiempo puede resultar devastador para la teoría financiera, la mayoría de los economistas cuantitativos creen ingenuamente en una simple tasa numérica de descuento que puede ser empleada para calcular el valor actual de una corriente futura de renta o de pagos. Este proceso amortiguador, que se da también en la contabilidad que sigue el criterio del «valor actual de mercado» y del «valor justo de mercado», elimina las características más perturbadoras: el futuro es impredecible y, a la vez, arrastra el pasado con él.

La financierización estimula a los hogares a comportarse como empresas, a las empresas a comportarse como bancos, y a los bancos a hacerlo como *hedge funds*. Pero, ¿cuál es, entonces, el sino de los *hedge funds*? ¿Cómo podemos saber cuándo tienen éxito? La frecuencia relativa de las «distribuciones de Taleb» en los mercados financieros hace muy difícil para expertos institucionales o inversores individuales valorar los resultados de los *hedge funds*. En esos mercados, en cualquier año, existe una alta probabilidad de conseguir buenos resultados y una probabilidad baja de altas pérdidas. Pero si se consideran veinte años, la probabilidad se eleva a niveles en los que quizá uno de cada diez o, incluso, uno de cada cinco de tales fondos desaparece del mapa. El gestor del *hedge fund* cobra el 2 por 100 del valor del fondo cada año y el 20 por 100 de la ganancia anual de capital. Incluso gestores de fondos que han desaparecido, seguirán siendo muy ricos después de veinte años. La crisis de crédito ha hundido ya varios *hedge funds* famosos e inspirado dudas radicales respecto a su fórmula misma. Martin Wolf cita un estudio que muestra la dificultad de diseñar incentivos que estén realmente en línea con los intereses de los inversores:

Las posibilidades obvias incluyen la recompensa de los gestores sobre los resultados finales, forzándoles a mantener una cuantiosa participación en el capital o estableciendo penalizaciones para malos resultados. Ninguna de estas soluciones resuelve el problema de distinguir suerte de habilidad. La primera impulsa a los gestores a asumir riesgos considerables cuando se encuentran cerca del límite con el que se inician los beneficios. Y los efectos de la segunda alternativa pueden ser evitados por aquéllos tomando posiciones en derivados, que pueden ser difíciles de controlar. Finalmente, incluso bajo la apa-

---

<sup>80</sup> Fischer Black, «The Holes in Black-Scholes», *Risk* 1 (marzo de 1988).

rentemente atractiva alternativa final, resulta que cualquier cláusula de penalización retroactiva suficientemente severa como para mantener alejados a los malos gestores descorazona también a los buenos<sup>81</sup>.

Hay una pregunta que sigue pendiente: ¿cuándo, y con qué extensión, la crisis financiera se va a convertir en crisis de la economía real? Después de seis meses de cuasi-parálisis, la economía estadounidense seguía creciendo y la Bolsa de Nueva York parecía negarlo. Había señales de rémora en el paso, pero estaban agravadas más que causadas por la crisis crediticia. Después de todo, había sido la bancarrota inmobiliaria la que había propiciado la crediticia, no al revés. Un tema recurrente al escribir sobre la economía estadounidense a partir de 2001 ha sido el bajo nivel de inversión interior y la caída de los préstamos bancarios a instituciones no financieras. En su lugar, las instituciones financieras se prestaban mutuamente y comerciaban entre ellas. Greenlaw, Hatzius y sus colegas han explicado cómo los «aceleradores financieros» de balances de situación apalancados transmiten *shocks* de un interconectado sector financiero a otro, intensificando las pérdidas<sup>82</sup>. Durante un tiempo, lo que quedaba de la economía real pudo andar renqueando, ya que no dependía del crédito financiero. Pero, ¿y la «cola gruesa» de las empresas fuertemente apalancadas? Puede que no sean más que el 5 por 100 del total, pero su hundimiento podría iniciar una nueva ronda de devaluaciones del valor de las mismas. En abril de 2008, el FMI planteó educadamente la cuestión de la bancarrota, cuando afirmó que su estimación de 945 millardos de dólares en pérdidas «sugiere tensiones potenciales añadidas sobre el capital bancario y nuevas devaluaciones [...] combinadas con pérdidas para las instituciones no bancarias [...] el peligro es que puedan producirse nuevas reverberaciones que vuelvan a incidir sobre el sistema bancario mientras continúe el desapalancamiento»<sup>83</sup>.

#### IV. ABORDANDO LA CRISIS DE CRÉDITO

El colapso de la burbuja hipotecaria y el daño que ha causado tanto al sistema financiero como a la economía real muestran el fracaso del capitalismo anglosajón con su desregulación, privatización y su creencia en la alquimia de la financiarización. Mientras que hay partes del sistema bancario opaco que no tienen objetivos útiles y podrían ser simplemente eliminadas, otras funciones son potencialmente útiles y podrían ser realizadas por un ente público responsable. Los bancos están cerrando sus SIV, pero la ley que les permite esconder pasivos fuera del balance de situación sigue en vigor.

<sup>81</sup> Martin Wolf, «Why Today's Hedge Fund Industry May Not Survive», *Financial Times*, 19 de marzo de 2008. Véase también Dean Foster y Peyton Young, «Hedge Fund Wizards», *The Economists' Voice* V, 2 (2008), y «The Hedge Fund Game», Oxford University Economics Department Discussion Paper No. 378, enero, 2008.

<sup>82</sup> D. Greenlaw *et al.*, «Leveraged Losses», cit.

<sup>83</sup> FMI, *Global Financial Stability Report*, cit., p. X.

Las autoridades de Estados Unidos y Reino Unido han movilizado importantes recursos para rescatar a los bancos de su propia locura, y el rescate puede estar lejos de haber terminado. Los hogares y las instituciones financieras siguen bajo el peso de la deuda, que puede hundirlos. Los bancos necesitarán apoyo si tienen que desapalancar reorganizando su negocio y recuperando solvencia. El uso de recursos públicos para conseguirlo tendría que tener un precio, si no pretende provocar una repetición de tal comportamiento (riesgo moral, como lo llaman los economistas). Las empresas financieras que se benefician de la intervención pública, como hizo JP Morgan, podrían ser obligadas a emitir títulos preferentes a favor de un fondo público que, en Estados Unidos, podría ser la red de fondos en fideicomiso de la Seguridad Social a escala de cada Estado, o una nueva red regional social de fondos. Dado que todos se han beneficiado de los bajos tipos de interés, se podría exigir que todos colaborasen. Podría imponerse una nueva tasa sobre el capital para prevenir la aparición de nuevas burbujas. Si la recaudación se redistribuyera desde los que reportan dividendos hacia un fondo que reinvertiera orientado al futuro, se ayudaría a contener presiones inflacionistas.

Otra área que necesita reformas es la contabilidad, dominada por sólo cuatro grandes empresas, y las normas contables, donde el planteamiento del «valor actual de mercado» ha sido procíclico, al impulsar el ciclo de subidas y bajadas. Una agencia pública de auditoría y normas contables diversificadas podrían controlar los problemas de un sector en el que los auditores están con excesiva frecuencia conchabados con los auditados<sup>84</sup>. Asimismo hay razones para permitir sólo a los expertos de entes públicos funcionar como *hedge funds* y convertir instituciones que no cotizan en mercados públicos [*private equity*] en instituciones cotizadas en tales mercados [*public equity*]. Otro modelo que se podría considerar es el de la Reconstruction Finance Corporation (RFC), una entidad pública que funcionó durante los años 1932-1946. Invertió en total alrededor de 39,5 mil millones de dólares (cerca de 4 billones a precios de hoy) para combatir la recesión y, después de 1940, organizar la producción de guerra. Creó un entramado de nuevas instalaciones productivas, adquiriendo participaciones en el capital como compensación. Esta empresa se liquidó en 1946 porque estaba teniendo demasiado éxito; fue presentada como una institución antiestadounidense y muchos de sus mejores ejecutivos fueron perseguidos como espías soviéticos<sup>85</sup>.

Otro ejemplo de mecanismo de rescate es la Resolution Trust Corporation (RTC) creada por el Congreso de Estados Unidos en 1989. Esta entidad usó dinero federal para rescatar la tocada Savings and Loan. La RTC asumió la propiedad de todos los activos, vendiéndolos una vez que el mer-

<sup>84</sup> He escrito más sobre estos temas en *Age Shock*, cit., pp. 285-292.

<sup>85</sup> James Olson, *Saving Capitalism. The Reconstruction Finance Corporation and the New Deal, 1933-1940*, Princeton, 1988.

cado se recuperó. La RTC realizó una importante inyección de fondos federales, pero finalmente se autoliquidó: funcionaba, pero su éxito se convirtió en un medio opaco de subvencionar al sector bancario<sup>86</sup>. Habría sido mejor que tanto la RFC como la RTC hubieran seguido siendo instituciones públicas, ayudando a diversificar el panorama económico y a mantener niveles adecuados de inversión y seguridad. Los gastos de recapitalización no deberían ser considerados como parte de las operaciones corrientes del presupuesto, sino de las operaciones de capital.

Jean-Charles Rochet señala el éxito del planteamiento noruego frente a su crisis bancaria en 1988-1992. Tres de los mayores bancos del país fueron nacionalizados y sus accionistas expropiados. La rehabilitación de los bancos tuvo tanto éxito que, cuando fueron finalmente revendidos al sector privado, el Estado obtuvo un beneficio significativo<sup>87</sup>, una parte del cual, al menos, fue canalizada hacia los dos fondos públicos de pensiones del país, uno de los cuales se dedica a inversiones en la economía local.

Más generalmente, la vieja fórmula angloamericana de la deuda pública es inadecuada en un mundo asediado no sólo por el «riesgo» individual sino por «*shocks* comunes» como el cambio climático, el envejecimiento y las turbulencias del mercado, como han reconocido incluso algunos de los Estados más conservadores y prudentes cuando constituyen «fondos de futuro» y fondos de inversión soberanos. El inminente gobierno laborista de Australia ha anunciado que continuará construyendo el «fondo de futuro». Noruega, Singapur, Corea del Sur y China son otros ejemplos. El ministro noruego de Economía insiste en que el fondo de pensiones público, con activos de 35 millardos de dólares, persigue una agenda «ética» y «un alto grado de transparencia en todos los aspectos de su funcionamiento». Tiene «horizontes de inversión a largo plazo», evita «apalancamientos» y añade liquidez al mercado. El fondo evita «posicionamientos políticos o decisiones de inversión politizadas»:

Promovemos las bases éticas disponiendo de los derechos de propiedad y excluyendo del fondo a las empresas. Cuando es posible impulsar a una empresa a que emplee sistemas que reducen el riesgo de infracciones éticas, la opción que preferimos es el uso del derecho de propiedad<sup>88</sup>.

Hoy en día muchos fondos del sector público e innumerables fondos sociales prefieren «comprometerse», presentando mociones en las asambleas generales de accionistas sobre cuestiones relativas a determinados procesos industriales peligrosos, a la negación de los derechos de los trabajadores o a los salarios y pagas exorbitantes percibidos por los ejecutivos en

<sup>86</sup> Joseph Stiglitz y Bruce Greenwald, *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*, Cambridge, 2003.

<sup>87</sup> J.-Ch. Rochet, *Why Are There So Many Banking Crises?*, cit., pp. 29-30.

<sup>88</sup> Kristin Halvorsen, «Norway's Sovereign Fund Sets an Ethical Example», *Financial Times*, 15 de febrero de 2008.

lugar de limitarse simplemente a boicotear la tenencia de las acciones de las compañías en las que invierten. Hay que ser cuidadoso y no exagerar lo que se puede conseguir por esta vía y, aún menos, proponerla como alternativa a campañas populares, legislación y acciones sindicales. Sigue siendo capitalismo de Estado y está, generalmente, muy alejado de rendir una responsabilidad real. Pero en las arenas de los mercados de capital financiarizados, movedizas y pérfidas, los fondos de inversión soberanos han sido un factor de estabilidad. Dado este potencial, hay muchas razones para sostener que deberían ser financiados mediante levadas regulares sobre el capital, con la ventaja añadida de que éstas podrían contrarrestar, como señaló Schumpeter, las burbujas económicas<sup>89</sup>.

La corriente nacional de regulación que surgió en la década de 1930 y fue globalmente coordinada por el sistema de Breton Woods tiene que ser revisada y extendida a escala internacional. Keynes y Dexter White desearon siempre que el FMI y el Banco Mundial tuvieran mayores poderes, para evitar, por ejemplo, que un país mantuviera superávits durante mucho tiempo. En el contexto de la crisis actual, esas instituciones, cada una de ellas con una nueva dirección, intentarán, indudablemente, intervenir. Las cláusulas de Basilea II que permiten a los bancos usar sus propios modelos de valoración tienen que ser anuladas.

John Eatwell y Lance Taylor estuvieron cierto tiempo insistiendo en la necesidad de una «Autoridad Financiera Mundial»<sup>90</sup>. Los acontecimientos han confirmado sus avisos de que el sistema financiero internacional estaba haciéndose peligrosamente volátil. En un trabajo sobre este tema, Jane D'Arista ha insistido en la necesidad de lo que llama un «marco macroprudente», que asegure las aportaciones para pensiones en lugar de las instituciones financieras<sup>91</sup>. En otros momentos ha escrito sobre la necesidad de un nuevo sistema de reserva, que tenga en cuenta el diferencial de las operaciones financieras e insista en que todas las entidades que las realicen mantengan reservas adecuadas. D'Arista sostiene, en términos

---

<sup>89</sup> En los primeros años de posguerra, el ministro japonés de Economía adoptó con éxito la leva sobre el capital de Schumpeter para absorber beneficios de guerra y contener la inflación. Véase Barry Eichengreen, «The Capital Levy in Theory and Practice», en Rudiger Dornbusch y Mario Draghi (eds.), *Public Debt Management. Theory and History*, Cambridge 1990, pp. 191-220. En *Age Shock* (cit., pp. 263-310) sostengo que la mejor forma actual de leva sobre el capital es una versión más suave basada en las ideas de Rudolf Meidner, que exige que todas las empresas donen cada año acciones a una red de fondos sociales regionales. Véase también R. Blackburn, «A Global Pension Plan», *NLR* 47 (septiembre-octubre de 2007) [ed. cast.: «Un plan de pensiones global», *NLR* 47 (noviembre-diciembre de 2007), Madrid, Akal].

<sup>90</sup> John Eatwell y Lance Taylor, *Global Finance at Risk. The Case for International Regulation*, Nueva York, 2000. Véanse también las contribuciones a J. Eatwell y L. Taylor (eds.), *International Capital Markets*, cit.

<sup>91</sup> Jane D'Arista, «Including Pension Funds in the Macro-Prudential Framework», presentado en la conferencia del Center for Economic Policy Analysis, 10-11 de septiembre de 2004, New School for Social Research, Nueva York.

que se podrían aplicar a cualquier banco central o a una autoridad internacional, que

crear un sistema de reserva que extienda la influencia de la Reserva Federal a todo el sistema financiero en su conjunto exige que las reservas emitidas y mantenidas por las instituciones financieras sean pasivos del banco central. Desplazar las reservas al pasivo de los balances de situación de las instituciones financieras permitiría a la autoridad monetaria crearlas o extinguirlas tanto en empresas bancarias como financieras no bancarias<sup>92</sup>.

Joseph Stiglitz ha identificado también debilidades fundamentales en el régimen financiero global actual<sup>93</sup>. Ha llegado el momento de reexaminar la útil lista de propuestas de Walden Bello y otros realizada tras la crisis asiática de 1997-1998<sup>94</sup>. Ahora es algo generalmente aceptado que los paraísos fiscales permiten a empresas e individuos ricos burlarse de la imposición y la regulación de cada país. La demanda del gobierno alemán para obtener información de Liechtenstein muestra nuevos planteamientos. En términos más amplios, hay que encajar también las instituciones financieras a escala Estados y regiones.

La solución a los grandes problemas arriba señalados no es abandonar el dinero o las finanzas, sino integrarlas en un sistema adecuadamente regulado, para transformar progresivamente la naturaleza real de empresas y bancos en términos tanto de propiedad como de funcionamiento. Y crear una red global de fondos sociales, financiados tal como plantea Meidner, y un sistema global de regulación financiera. El sistema bancario «en la sombra» tiene que pasar a estar bajo control, y tiene que haber nuevos principios que sean respetados por todos los que ofrecen derivados para la venta. Estos últimos son producto de la inteligencia humana y no deben ser temidos como fuerzas extrañas. Pero hay que hacer visible y transparente su funcionamiento. George Soros pide una «cámara de compensación o de cambio, con una estructura de capital sana y requerimientos estrictos sobre sus márgenes, a la que habría que someter todos los contratos existentes y futuros»<sup>95</sup>. Quizá habría que establecer una red global de Consejos de Derivados de propiedad pública, que gozase del monopolio del comercio de derivados.

---

<sup>92</sup> J. D'Arista, «Broken Systems», cit., p. 14. Véase también J. D'Arista, «Rebuilding the Transmission System for Monetary Policy», Financial Markets Center Report, Howardsville, VA, noviembre, 2002.

<sup>93</sup> Joseph Stiglitz, *Globalization and its Discontents*, Nueva York, 2002, y *The Roaring Nineties*, Nueva York, 2003; J. Stiglitz y B. Greenwald, *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*, cit.

<sup>94</sup> Walden Bello, Nicola Bullard y Kamal Malhotra (eds.), *Global Finance. New Thinking on Regulating Speculative Capital Markets*, Nueva York, 2000. Se vuelven a oír argumentos de hace unos años en favor de los controles sobre el capital e impuestos sobre transacciones financieras. Véase Dani Rodrik y Arvind Subramanian, «Why We Need to Curb Global Flows of Capital», *Financial Times*, 26 de febrero de 2008.

<sup>95</sup> George Soros, «The False Belief at the Heart of the Financial Turmoil», *Financial Times*, 3 de abril de 2008.

Los costes actuales y potenciales de la crisis crediticia son ya enormes, pero deben ser considerados una parte del más amplio malestar del capitalismo financiarizado, con sus lúgubres desigualdades, salarios congelados y pérdida de protección social. Los desequilibrios globales hacen de China, Japón y Alemania los primeros exportadores mundiales de capital, mientras los pobres del mundo pelean para hacer frente a precios crecientes de alimentos y energía. Se está fraguando la que puede ser la peor crisis que ha afectado al capitalismo mundial desde el periodo de entreguerras. El prestigio de las instituciones capitalistas ha sufrido ya un fuerte golpe y sufrirá más cuando la crisis alcance a la economía real. Pero sólo acciones prácticas, radicales y renovadoras para controlar las perversas consecuencias de la crisis pueden impedir la aplicación de grandes dosis de esa medicina capitalista que, para muchos, será peor que la enfermedad financiarizada que se trata de curar.