

La crisis financiera de los créditos *ninja*

Héctor Guillén Romo¹

Introducción

Hace mucho tiempo la Escuela Francesa de la Regulación señaló que en el curso del capitalismo existen períodos en los cuales la acumulación de capital se opera según una cierta lógica de conjunto en el cuadro de lo que se denomina “régimen de acumulación”.² Esta lógica siempre imperfecta engendra continuamente desequilibrios superados en el interior del mismo régimen de acumulación y gracias al juego de sus mecanismos. En este caso se habla de “*pequeñas crisis*”. Sin embargo, en un momento dado la acumulación de tensiones engendradas por la lógica de acumulación vigente no puede ser superada en el interior del régimen de acumulación, desembocando en una “*gran crisis*” (o crisis mayor como la de 1929). Dicha crisis indica que el régimen de acumulación vigente llegó a su límite, abriendo el paso a una nueva secuencia histórica de acumulación de capital. En este sentido se puede considerar que, a diferencia de las “*pequeñas crisis*” financieras precedentes (crisis financiera mexicana, crisis asiática, crisis rusa, crisis brasileña, crisis argentina, crisis de la burbuja Internet), la crisis actual de los *subprime* es una “*gran crisis*” que pone en cuestión el conjunto de formas institucionales del

-
1. Docente-Investigador del Departamento de Economía y Gestión de la Universidad de París 8. h.guillen@wanadoo.fr
 2. Robert Boyer, « La crise actuelle : une mise en perspective historique. Quelques réflexions à partir d'une analyse du capitalisme français en longue période », *Critique de l'Economie Politique*, N°7-8, abril-septiembre, 1979.

“capitalismo desreglamentado con dominio financiero”. En él, la distribución del valor agregado producido en las empresas es regulada por instituciones que encuadran el “gobierno de las empresas”. Estas instituciones se modificaron profundamente en los años noventa. La negociación colectiva de los salarios que condicionaba la distribución entre los salarios y los beneficios en el “régimen de crecimiento fordista” prácticamente desapareció. La influencia de los accionistas se volvió preponderante a tal punto que fue institucionalizada en un principio dominante: *la creación de valor para el accionista*.³ La crisis actual es “la primera crisis financiera de la era de la titularización masiva”.⁴ Como los mercados financieros funcionan “sin fronteras” a nivel nacional e internacional, los riesgos descubiertos en una región del sistema financiero pueden provenir de una parte muy alejada del mundo. En este sentido, nuestro interés es demostrar como a partir de un subcompartimento menor del mercado de créditos inmobiliarios estadounidenses, los *subprime*, se desemboca finalmente en una crisis general de liquidez que amenaza la integralidad del sistema financiero mundial, convirtiéndose en una crisis sistémica que se extendió a la economía real.

De la finanza indirecta a la finanza directa

Siguiendo a Hicks⁵ se hace a menudo la distinción entre una economía de endeudamiento (o de crédito) en la cual el financiamiento de la economía es esencialmente intermediado (con crédito bancario) y una economía de mercados financieros (o de fondos propios) en la cual priva el financiamiento desintermediado (con emisión de títulos en los mercados monetarios y financieros). Varios criterios de distinción son enunciados para distinguir una economía de endeudamiento de una economía de mercados financieros.⁶

El primer criterio es el modo de financiamiento de la economía. En la economía de endeudamiento, el ajuste entre la capacidad y la necesidad de financiamiento se opera principalmente con un mecanismo de *financiamiento indirecto*, es decir, gracias a los intermediarios financieros bancarios y no bancarios. Por el contrario, en una economía de fondos propios predomina el *financiamiento directo* a través de los mercados de capitales.

-
3. Michel Aglietta y Antoine Rebérioux, *Dérives du capitalisme financier*, París, Albin Michel, 2004 ; Michel Aglietta y Laurent Berrebi, *Désordres dans le capitalisme mondial*, París, Odile Jacob, 2007.
 4. Barry Eichengreen, « Dix questions à propos de la crise des prêts subprime » *Révue de la stabilité financière* N° 11, febrero 2008, p. 20.
 5. J. R. Hicks, *The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford, Basil Blackwell, 1974.
 6. Christian Ottavj, *Monnaie et financement de l'économie*, París, Hachette, 1995, pp. 295-296 ; Jean-François Goux, *Economie Monétaire et Financière*, París, Economica, 1998, pp. 124-125.

El segundo criterio de distinción se refiere a la fijación de la tasa de interés. En una economía de endeudamiento, la tasa de interés es casi fija y determinada de manera *administrativa* por las autoridades monetarias (por lo general, en función de un objetivo de tipo de cambio). En una economía de fondos propios, las tasas de interés constituyen auténticos precios de *mercado*, en función de las ofertas y las demandas en los diferentes compartimentos del mercado de capitales.

Finalmente, el tercer criterio se refiere al papel del banco central como prestamista en última instancia. En una economía de endeudamiento, los intermediarios financieros obtienen muy fácilmente la moneda que necesitan del instituto de emisión gracias a un refinanciamiento automático. En este tipo de economía, los intermediarios financieros bancarios están estructuralmente endeudados con el banco central quien obligatoriamente actúa como prestamista en última instancia. En una economía de fondos propios, los intermediarios financieros prestan si disponen de una base de moneda del banco central. En dicha economía, el banco central no está obligado a actuar como prestamista en última instancia. Sólo interviene si el sistema bancario se encuentra amenazado.

André Orléan ha considerado la economía de endeudamiento como un *sistema cerrado* y la economía de fondos propios como un *sistema abierto*.⁷ El sistema cerrado bloquea la propiedad del capital y el control administrativo de las empresas mediante mecanismos fuera del mercado en la organización de los cuales el poder bancario juega un papel estratégico. El sistema abierto otorga al mercado un lugar importante en el acceso a la propiedad del capital y en el control de los equipos dirigentes.

En el sistema cerrado, característico de Alemania y Japón, se observa un número pequeño de sociedades cotizadas; una base de accionistas débiles y concentrados; un mercado de capitales poco líquido, en el cual la propiedad y los derechos de control son poco negociados; una claridad y una transparencia de los derechos de los accionistas poco neta; un sistema de participaciones cruzadas relativamente complejo; un ambiente poco favorable a las ofertas públicas de compra hostiles⁸ y *un poder bancario fuerte*.

En el sistema abierto característico del mundo anglosajón se observan numerosas sociedades cotizadas; una base de accionistas numerosos y dispersos; un mercado de capitales líquido donde la propiedad y los derechos de control son frecuentemente negociados; claridad y transparencia de los derechos de los accionistas; separación de la propiedad y del control; pocas participaciones cruzadas; un medio ambiente donde las ofertas públicas de compra hostiles son frecuentes y *un poder bancario débil*.

7. André Orléan, *Le pouvoir de la finance*, París, Odile Jacob, 1999, pp. 202-204.

8. La oferta pública de compra es una operación lanzada por una empresa o por una persona sobre una sociedad para tomar el control comprando sus acciones en la Bolsa, a un precio atractivo, superior al último curso. La oferta es amistosa si se hace con el visto bueno de la sociedad comprada y hostil en el caso contrario.

Recientemente se ha señalado que la economía francesa y la mayor parte de las economías europeas cambiaron de régimen macrofinanciero desde inicios de los años ochenta.⁹ En efecto, se considera que éstas pasaron de un régimen de endeudamiento a un régimen de fondos propios, en el cual las empresas recurren menos al endeudamiento, financiándose principalmente con sus fondos propios (ahorro y emisión de acciones). Se trata de un cambio de lógica financiera de un sistema cerrado a un sistema abierto con profundas implicaciones económicas y sociales. Nos encontramos ante un cambio en la forma de regulación del capitalismo en la cual los mercados bursátiles tienden a volverse preponderantes. Es en este contexto particularmente favorable a los acreedores (accionistas y prestamistas) que se implementan una serie de reformas institucionales tendientes a favorecer la negociación de los títulos y las transferencias de riesgo. Dichas transferencias son facilitadas por la creación de nuevos productos financieros, cada vez más sofisticados, que se intercambian en los nuevos mercados.

El resultado de todas estas transformaciones es doble.¹⁰ Por un lado, no habría que pensar que la extensión de la finanza directa resulta —como lo sugiere Orléan— de una disminución de la importancia de los bancos. La desintermediación tradicional que sufren estos últimos es más que compensada por el hecho de que actúan activamente en el mercado de títulos, como lo demuestra la importancia de las acciones en sus balances. La imbricación creciente entre los bancos y los mercados financieros constituye la evolución principal del sistema financiero en los últimos veinte años.¹¹ La intermediación tradicional ha sido completada por nuevas formas de actividad. La evolución del activo de los bancos ha originado una modificación de las fuentes de su rentabilidad. A un riesgo esencialmente vinculado a las variaciones de la demanda de un producto industrial o de un servicio se ha sumado un riesgo vinculado a los movimientos especulativos en los mercados financieros.¹² Por otro lado, conviene subrayar que la finanza de mercado, por su inventiva y su capacidad permanente para crear nuevos productos, no tiende a separarse de la economía real, sino a intercalar entre ésta y ella misma una cascada de operaciones que derivan unas de otras. De ahí la cuestión esencial de una finanza que vive cada vez más de ella misma y por ella misma, volviéndose autónoma. En estas condiciones, es más la lógica financiera que la industrial la que domi-

9. En Francia, por ejemplo, se constata una fuerte disminución del rol del crédito en el financiamiento de la economía: del 70% del total de financiamiento de la economía en 1978 se pasa a 41% en 2001. Henri Bourguinat, *Les intégrismes économiques, Essai sur la nouvelle donne planétaire*, París, Dalloz, 2006. p. 54.

10. Henri Bourguinat, *op. cit.*, pp. 55-56.

11. Jean-Paul Pollin, "Système bancaire: rupture ou continuité?" en *Fin de monde ou sortie de crise?* bajo la dirección de Pierre Dockès y Jean-Hervé Lorenzi, París, Perrin, 2009, p. 137.

12. Françoise Renversez, « De l'économie d'endettement à l'économie de marchés financiers » en *Comprendre la finance contemporaine*, París, La Découverte, N°3, marzo de 2008, p. 62.

na. Las empresas no son tratadas como comunidades vivas sino como simples activos financieros. Se crean, se compran, se venden, se escinden o se reúnen (fusiones-adquisiciones) a partir de centros de decisión que actúan sólo en función de la rentabilidad. Nos dirigimos cada vez más hacia un *capitalismo patrimonial o capitalismo de los accionistas* en la medida en que las empresas se financian cada vez más con acciones y las familias disponen de una parte creciente de activos financieros en su patrimonio (los particulares recurren cada vez más a los organismos institucionales para la gestión de su patrimonio).¹³

La norma de gestión de las empresas, buscando exclusivamente valor para el accionista, las somete completamente a la *dictadura de los mercados bursátiles*.¹⁴ La búsqueda de *valor para el accionista* es el principio que establece el vínculo más estrecho entre las finanzas y la economía. Conduce a una disminución sensible del ritmo de aumento de los salarios, desconectándolos del aumento de la productividad del trabajo, y a una ampliación de las desigualdades en la distribución de los ingresos. El poder de los directivos se subordina a la soberanía del accionista. En este nuevo contexto, la finalidad de la empresa no es maximizar el beneficio sino el bienestar de los accionistas, es decir, el flujo actualizado de los dividendos futuros. Pero como los dividendos futuros son desconocidos, sólo pueden ser anticipados por el conjunto de la comunidad financiera en el mercado bursátil. Éste expresa una opinión común sobre el crecimiento que se refleja en el valor de mercado de la empresa, es decir, en su curso bursátil. Maximizar el flujo anticipado de dividendos futuros equivale a maximizar la cotización en la Bolsa. La maximización se logra gracias a manipulaciones financieras como el aumento de la palanca de endeudamiento¹⁵, la compra por parte de la empresa de sus propias acciones, la distribución de *stock options*¹⁶ y de otras ventajas desmesuradas a los directivos¹⁷, el anuncio de operaciones de fusión y adquisición de empresas.

13. Dominique Plihon, *Le nouveau capitalisme*, París, La Découverte, 2003.

14. Michel Aglietta y Laurent Berrebi, *op. cit.*, pp. 34-41.

15. El efecto de palanca permite amplificar las ganancias debido a la posibilidad de pedir prestado e invertir más que su propio capital.

16. Se trata de un complemento de remuneración (vinculado a la evolución del valor de la acción) reservado a los cuadros dirigentes. Los beneficiarios sólo sacan provecho después de un período más o menos largo fijado de antemano (por lo general de tres a cinco años) ejerciendo su opción, es decir, comprando la acción al precio original, revendiéndola al precio del momento, realizando así un beneficio.

17. La instauración de las remuneraciones de los dirigentes de las empresas en función del valor de las acciones se vuelve sistemática. Esto tiene por objetivo alinear el interés de los dirigentes con el de los accionistas. El resultado de ello es un crecimiento considerable de las remuneraciones de los dirigentes y un muy fuerte crecimiento de las desigualdades en el seno de las empresas. Este proceso que indujo, sobre todo en Estados Unidos, una concentración de la riqueza en manos de un pequeño grupo, se inscribe en lo más profundo de las estructuras del nuevo capitalismo. Michel Aglietta y Antoine Rebérioux, *op. cit.*, p. 21.

Todas estas operaciones no están vinculadas a desempeños económicos y desvían el uso del beneficio de la inversión productiva. En pocas palabras, maximizar la cotización en Bolsa dependiente de la opinión financiera, no es equivalente a maximizar la rentabilidad a largo plazo de la empresa. Así, la soberanía del accionista no significa solamente la preponderancia de los accionistas actuales de la empresa por lo que toca a decisiones estratégicas. Implica la sujeción de las empresas a la comunidad de los accionistas potenciales con la mediación de la Bolsa. En resumen, se trata de una auténtica "dictadura de la Bolsa sobre los objetivos de las empresas".¹⁸

Establecida desde el año noventa en Estados Unidos y generalizándose al conjunto de Europa, la doctrina del valor para el accionista impone una norma de rendimiento sobre los capitales propios muy por encima del *rendimiento económico* del capital, incluso en los años en que este último rendimiento baja. Hasta en Europa, en pleno marasmo económico prolongado, el *rendimiento financiero* progresó continuamente acercándose a los niveles exigidos por el capitalismo financiero mundial, es decir, por un accionariado globalizado e indiferente a las condiciones económicas de los países donde invierte.

La regulación macroeconómica del capitalismo ha cambiado profundamente.¹⁹ El *régimen de crecimiento "fordista"* se caracterizaba por un aumento paralelo de la productividad y de los salarios reales que mantenía estable la distribución. Claro está que el crédito jugaba un cierto papel. Podía provocar una aceleración coyuntural de la demanda financiando la vivienda y los bienes de consumo durable. Es por ello que las tensiones en este régimen de crecimiento, originaban la inflación combatida con políticas monetarias restrictivas que tenían la virtud de desvalorizar las deudas. De ello resultaba un ciclo de demanda global modulado por la variación de las tasas de inflación. En el *régimen de creación de valor para los accionistas* la regulación pasa por los mercados de activos. El regulador es el crecimiento de la riqueza de las familias, acompañado de una desigualdad social creciente, ya que sostiene la demanda que valida el rendimiento financiero del capital. Pero el crecimiento de esta riqueza no es posible sin la expansión del crédito que eleva el precio de los activos. Las tensiones en la regulación se manifiestan como crisis financieras y no como alzas súbitas de precios. El débil aumento de la mayoría de los ingresos salariales y las presiones deflacionistas sobre los precios, ejercidas por la competencia de los países emergentes, bloquean las tensiones inflacionistas localizadas.

El dominio de las finanzas invierte las relaciones que se habían establecido durante "los treinta gloriosos", cuando las finanzas estaban al servicio de la economía.²⁰ Somete la acumulación de capital a exigencias tales de rendimiento financiero que inducen comportamientos desequilibrantes para las empresas y la eco-

18. Michel Aglietta y Laurent Berrebi, *op. cit.*, p. 36.

19. *Idem*, p. 57.

20. Michel Aglietta y Laurent Berrebi, *op. cit.*, p. 63.

nomía global. La competencia de los países emergentes (sobre todo China e India) transformó el modo de formación de los precios en los mercados de bienes y de trabajo. Las empresas han perdido su poder sobre los precios en los mercados de sus productos. Por ello actúan en el mercado de trabajo librando un ataque feroz a nivel de los costos salariales (el ataque contra los costos salariales es un fenómeno que se generalizó en los grandes países de la OCDE desde la implantación de la doctrina del valor para los accionistas en las empresas durante los años noventa).²¹ La consecuencia es una deformación en la distribución primaria de los ingresos en detrimento de los asalariados. No sólo la parte salarial ha disminuido tendencialmente, sino que la distribución del ingreso en el seno de los asalariados se ha vuelto más desigual. El valor para el accionista impone su lógica a toda la economía. Invertiendo los poderes en el “gobierno de las empresas”, invierte también la distribución de los riesgos. En lugar de que el beneficio sea la parte fluctuante del ingreso en el ciclo económico, son los ingresos de los accionistas los que se protegen. El riesgo es absorbido por los asalariados por la desconexión de los salarios y la productividad, por el desempleo y el trabajo precario.

De lo anterior, para Aglietta y Berrebi, se plantea un problema de coherencia macroeconómica. Para mantener un beneficio alto y regular se requiere una demanda dinámica. Ésta no puede provenir de los países emergentes, ya que éstos tienen excedentes estructurales en sus balanzas de pagos. Tampoco puede provenir de los ingresos salariales ya que su crecimiento es débil. Podría provenir de los ingresos distribuidos a los accionistas y a la elite directiva, pero la masa global de

21. De un mecanismo de aceleración inflacionista gracias al poder de los asalariados sobre las empresas y de las empresas sobre los clientes, se pasa a un mecanismo de aceleración deflacionista gracias al poder de los clientes sobre las empresas y de las empresas sobre los asalariados. En efecto, la mundialización y la llegada de China e India al comercio y al mercado mundial del empleo, provocaron un cambio radical de la distribución del poder de negociación entre los diferentes agentes. De los años setenta a fines de los noventa, los asalariados contaban con un poder de negociación e imponían sus exigencias salariales a las empresas, que disponían de un poder de mercado suficiente para repercutir cualquier alza de costos salariales u otros sobre los precios de venta. Los clientes que son también asalariados repercutían esta alza de precios sobre sus salarios, que aumentaban más. En este caso, cualquier alza suplementaria de los salarios o de los precios exógenos (energéticos o alimenticios) podía provocar una aceleración inflacionista a cierto plazo si la política económica, sobre todo monetaria, no se mantenía vigilante. Por el contrario, desde hace algunos años la situación ha cambiado: los clientes tienen un poder de negociación sobre las empresas que ya no disponen de un poder de mercado como resultado del exceso de oferta de bienes y servicios en el mundo. Sin embargo, las empresas tienen la posibilidad de repercutir esta ausencia de poder de mercado sobre los asalariados debido a que el exceso estructural mundial de oferta de mano de obra les retira todo poder de negociación. Constatando la erosión de su poder de compra, los asalariados, que son también clientes, imponen bajas adicionales a los precios de venta. *Idem*, p. 65-66.

estos ingresos es insuficiente para sostener una demanda agregada en crecimiento rápido. La respuesta a este dilema se encuentra en otra dimensión de la globalización financiera que es la poderosa expansión del crédito. El capitalismo contemporáneo encontró la demanda que le permite realizar las exigencias de valor para el accionista en el crédito a las familias. Los desequilibrios financieros globales se acumularon sin ninguna contratendencia que los corrigiera. Favoreciendo el alza de los activos patrimoniales, el crédito desconectó el consumo del ingreso disponible. Constituyó el vínculo entre el valor para el accionista que se volvió la finalidad de las empresas y la acumulación patrimonial convertida en finalidad de las familias. Todo este proceso llegó a su paroxismo en Estados Unidos, gracias entre otras cosas, al mecanismo de la titularización.

La titularización

En el universo de la finanza directa, que ofrece oportunidades de beneficio sin equivalente en la economía real y sometidos a una competencia que los empuja a aumentarlas incesantemente, los operadores financieros están a tal punto obnubilados por la idea de rendimiento, que pueden llegar a subestimar su correlato: el riesgo. Sin embargo, los riesgos a que se enfrentan las instituciones financieras, han aumentado de manera creciente desde los años setenta. La aparición de los productos derivados coincide con el colapso del sistema de Bretton-Woods, que precipitó el surgimiento del riesgo privado de cambio extranjero hasta entonces asumido por el sector público.²² Las variaciones de las tasas de interés y de los tipos de cambio se amplificaron. Los mercados de obligaciones y de acciones conocieron una muy fuerte volatilidad. Para enfrentar esta situación, las instituciones financieras tomaron una serie de medidas para controlar y reducir los riesgos. El proceso de *innovación financiera* permitió –según los especialistas²³– la aparición de nuevos instrumentos financieros necesarios para una mejor administración del riesgo por parte de las instituciones financieras. La primera generación de estos *productos derivados*²⁴ (*swaps, options, futures, warrants*), desarrolla-

22. John Eatwell y Lance Taylor, *Finanzas globales en riesgo, un análisis a favor de la regulación internacional*, Buenos Aires, CEFIDAR-Siglo XXI, 2005, pp. 16-20.

23. Frederic Mishkin, *Monnaie, banque et marchés financiers*, París, Pearson, Education, 2004, p. 383-409.

24. Como su nombre lo indica, un producto derivado, “deriva” de un producto clásico llamado subyacente. El subyacente puede ser una divisa, una acción, una obligación, una materia prima, etc. También puede tratarse de activos inmateriales como los índices de Bolsa o los índices de precios de las materias primas. El antecedente más remoto de los productos derivados, remonta a los contratos contingentes que se utilizaban en Venecia en el siglo XV. Posteriormente, es en Chicago a mediados del siglo XIX que se desarrollan los instrumentos derivados para proteger a los agricultores del riesgo de las fluctuaciones de precios. Sin embargo, es sólo con la liberalización de los mercados de capital en los años setenta del siglo pasado que proliferan una gran

dos entre 1970 y 1990, constituye un precioso útil para la reducción de riesgos. En ellos se encuentra la promesa de que *todo* puede ser cubierto, de que no hay riesgo para el cual no exista un producto específico que permita la protección y de que el azar es totalmente controlado. Las salas de mercado de los bancos se han vuelto una importante fuente de empleo para economistas y matemáticos especializados en el cálculo de probabilidades de los rendimientos y de los riesgos.²⁵

Entre los productos derivados de la segunda generación que surgen después de 1990 cabe destacar los *derivados del crédito* y los *productos estructurados*. Los derivados del crédito tienen por objetivo transferir los riesgos de ausencia de reembolso de un crédito a una contraparte sin ceder la propiedad del crédito. El riesgo es endosado por un “vendedor de protección” (una aseguradora u otro banco) sin que la propiedad del crédito sea transferida. Mientras más elevado sea el riesgo mayor será la remuneración. El riesgo de crédito se define como el riesgo de pérdidas consecutivas al incumplimiento de un compromiso de reembolso de deudas por parte de un prestatario (préstamos bancarios, obligaciones, créditos comerciales, etc.). Este tipo de riesgo constituye uno de los peligros más impor-

cantidad de productos derivados que se pueden redactar sobre cualquier base: “sobre los movimientos de las tasas de interés o las tasas de cambio monetarias, o sobre el nivel de un índice de la Bolsa de valores, o el interesante ejemplo del banco de Salt Lake City, que emitió un certificado de depósito cuya tasa de interés estaba vinculada al número de victorias del equipo de basket Utah Jazz”. John Eatwell y Lance Taylor, *op. cit.*, p. 118.

25. En el desarrollo de esta industria de productos derivados el papel de algunos economistas poniendo precio a los derivados fue fundamental. Tal es el caso de Robert Merton y Myron Scholes, premios Nobel de economía 1997, autores en 1973 de un modelo de evaluación de opciones sin el cual el mercado de productos derivados no hubiera conocido un espectacular desarrollo. Dicho modelo supone que los movimientos de precios de los derivados siguen la misma bitácora distributiva normal que el movimiento browniano típico de muchos fenómenos físicos. Seis meses después de la aparición de su modelo, Texas Instrument publicó una publicidad en el *Wall Street Journal* alabando los méritos de una calculadora que permitía obtener “los valores de Black y Scholes”. Más allá de esta anécdota, hay que señalar que desde 1975 los operadores financieros comenzaron a utilizar la fórmula de Black y Scholes para mejorar la gestión de la cartera de títulos. Sin embargo, la celebridad de Black y Scholes no sólo está asociada a la obtención del Nobel y a su influencia en el desarrollo de la industria de productos derivados, sino al papel que jugaron como asesores del fondo especulativo LTCM (Long Term Capital Management) que condujeron “científicamente” a la quiebra en 1998. Señalemos que en Francia la Escuela Normal, que en los años sesenta se hizo notar por ser un importante centro de reflexión del pensamiento marxista, a finales de los noventa organizó uno de los coloquios internacionales más prestigiados sobre los productos derivados. La otrora escuela de Althusser no quería quedarse atrás de la Escuela Politécnica, de la Universidad de Dauphine o de las múltiples “business schools” a la francesa en la formación de operadores destinados a las salas de mercados de los bancos franceses.

tantes para un banco, como lo recuerdan las numerosas pérdidas vinculadas a políticas de crédito imprudentes. Los productos derivados de crédito proveen un medio muy apreciado por los bancos para deshacerse discretamente de ciertos riesgos, sin comprometer la relación comercial que mantienen con sus mejores prestatarios. Los productos derivados de crédito se clasifican fuera de balance, lo que permite reducir la exigencia de fondos propios.

La *titularización* (“securitization” en inglés) es una técnica financiera que permite negociar, en los mercados financieros, créditos inscritos en el activo de un agente económico (por ejemplo, un banco).²⁶ El ideal es transformar todo en títulos fácilmente negociables que se pueden vender en cualquier momento. Este ideal equivale, como lo demostraremos, a transferir una gran parte del riesgo asumido a la colectividad.²⁷ Así, gracias a la titularización el banco transforma un crédito, es decir, un contrato comercial a largo plazo, naturalmente carente de liquidez, en un producto de mercado por definición líquido y a priori susceptible de ser vendido en cualquier instante.²⁸ El agente económico, deja de asegurar el financiamiento de los créditos titularizados y se descarga en otra entidad económica. Las primeras operaciones de titularización tuvieron lugar en los años setenta, cuando las agencias federales estadounidenses titularizaron la cartera de créditos hipotecarios residenciales garantizados por el gobierno de Estados Unidos. En los años ochenta, otro tipo de activos fueron objeto de tales operaciones: créditos sobre tarjetas de crédito, préstamos al consumo, etc. Más recientemente, los bancos comerciales aplicaron esta técnica a los préstamos bancarios. La titularización se convierte así en una operación financiera que transforma los préstamos bancarios tradicionalmente ilíquidos, en títulos fácilmente negociables en los mercados gracias a una entidad jurídica *ad hoc*. Más específicamente, el montaje de esta operación se realiza en dos etapas: 1) constitución de una cartera de créditos figurando en el balance de una empresa industrial, comercial o bancaria; 2) cesión de esta cartera a una estructura o filial no regulada fuera de balance denominada en Estados Unidos *special vehicle purpose* (vehículo para propósitos especiales). Es esta estructura la que se procura el financiamiento, emitiendo títulos (obligaciones) comprados por inversionistas, fondos especulativos u otros. Los inversionistas que compran estos títulos perciben como contrapartida los ingresos (intereses y reembolso del principal) surgidos de estos títulos. Pero lo más interesante de todo es que los bancos no se contentaron con titularizar los créditos, sino que adoptaron una nueva estrategia de búsqueda de ganancia, invirtiendo ellos mismos en productos de la titularización.

26. Denise Flouzat y Christian de Boissieu, *Economie Contemporaine Les phénomènes monétaires*, tomo 2, París, PUF, 2004, pp. 126-127.

27. Isaac Johsua, *La grande crise du XXI^e siècle*, París, La Découverte, 2009, p. 20.

28. Olivier Pastré y Jean-Marc Sylvestre, *Le roman vrai de la crise financière*, Perrin, París, 2008, p. 59.

En otras palabras, el primer objetivo de la titularización es crear para un conjunto de títulos de un monto relativamente pequeño, como el préstamo concedido a un individuo o a una familia, un instrumento financiero comparable a una obligación de tipo clásico de monto elevado, susceptible de ser tratada en un mercado secundario fluido. Gracias a la titularización, miles de préstamos individuales son reacondicionados, imitando una obligación clásica, y revendidos bajo esta presentación a inversionistas. El producto de estas ventas permite a los organismos prestamistas la recuperación de los capitales avanzados, los cuales podrán destinarse a otorgar nuevos préstamos. El beneficio resulta esencialmente, entonces, de las comisiones obtenidas por el reacondicionamiento de los préstamos individuales en títulos y de las que resultarán de la colecta de las mensualidades pagadas por los prestatarios para amortizar el préstamo (esto último en caso de que no se haya cedido el derecho de colecta a un tercero). El aumento de este tipo de operaciones, no sólo en Estados Unidos, sino también en Europa, se explica a la vez por el deseo de las empresas que dirigen estas operaciones de disminuir el riesgo financiero global transfiriendo el riesgo de crédito vinculado a los créditos titularizados a los inversionistas. Reduciendo los capitales comprometidos, la titularización permite una mejoría del rendimiento sobre los activos y de las relaciones clave que evalúan el éxito de la empresa. Además, para los bancos la titularización presenta la ventaja de aligerar sus balances prosiguiendo sus operaciones con una base de fondos propios intacta, lo que les permite respetar el coeficiente Cooke-Mc Donough de 8%.²⁹ Dicho de una manera más clara, la titularización permite que los bancos se substraigan a las reglas de prudencia del Banco de Pagos Internacionales de Basilea gracias a una contabilidad paralela, llamada "fuera de balance", donde se registran montos elevados de créditos. La titularización se inscribe así en el largo proceso de desintermediación y de mercantilización que describimos previamente. Gracias a ella, la comunidad financiera pensó que había encontrado la martingala última en materia de riesgos de crédito.

En estas condiciones, se considera que las innovaciones financieras permitirían al sistema financiero reacondicionar y distribuir el riesgo. Reducirían el volumen de los fondos propios necesarios para que el sistema pueda absorber este riesgo. De ello resultaría una baja en el costo de los financiamientos para las empresas y para los adquirientes de viviendas.³⁰ Así, en teoría la mercantilización de los créditos mejora la eficiencia del sistema financiero permitiendo una *mutualización y diseminación del riesgo*, no en el seno del sistema bancario, sino en el conjunto del planeta financiero (incluyendo los paraísos fiscales oferentes

29. El coeficiente Cooke, prudencial de solvencia fijado en Basilea, señala que la relación entre los capitales propios de un banco y el total de compromisos riesgosos (créditos y activos diversos) debe alcanzar como mínimo 8%.

30. Barry Eichengreen, *op. cit.*, p. 28.

de una absoluta opacidad).³¹ Sin embargo, “transferir un riesgo no es hacerlo desaparecer. Creando nuevos productos (*swaps*, opciones, derivados del crédito, productos estructurados, etc.), los mercados mutualizan el riesgo como lo hacen las aseguradoras. Con la diferencia de que la ley de los grandes números no se aplica. Claro está que todo el mundo no incumple al mismo tiempo, pero cuando las tasas de interés aumentan su alza afecta a todos, pudiendo provocar un diluvio de bancarrotas”.³² Además, como en la práctica el organismo que está en el origen del crédito no conserva los riesgos, se vuelve menos estricto en su análisis y en su seguimiento. En consecuencia, la cantidad de los créditos en el sistema aumenta, su calidad media se degrada, los fondos propios bancarios que los garantizan son cada vez más débiles y los riesgos que corren los compradores de los títulos aumentan. Es justamente este tipo de prácticas alentadas por la proliferación de innovaciones financieras las que están en el origen de la crisis de los *subprime*, ya que la titularización permite la administración del riesgo pero no lo aniquila.

Orígenes de la crisis de los subprime

La crisis financiera que se inicia en Estados Unidos el verano de 2007 sorprendió a casi todos los observadores. Poco antes del verano muchos de ellos anticipaban un aumento de los incumplimientos de pago sobre los préstamos hipotecarios riesgosos (los famosos *subprimes*) pero nadie imaginaba que aquello fuera a desembocar en una crisis financiera que algunos no vacilaron en considerar tan grave como la de 1929. Lo más que se temía era un freno de la economía estadounidense que no se extendería al resto del mundo. La historia fue otra, ya que se asistió a un viraje brutal de la coyuntura. La crisis de los *subprime* se explica – según los expertos del Consejo del Análisis Económico de Francia (CAE)³³ – por tres tipos de factores: desequilibrios macroeconómicos, disfunciones microeconómicas y prácticas financieras riesgosas.

Por lo que toca a los *desequilibrios macroeconómicos*, el punto de partida lo constituye el *exceso de liquidez a nivel mundial* provocado por los importantes excedentes comerciales y una fuerte tasa de ahorro en los países emergentes, 30-

31. Incluso Aglietta y Berrebi pensaban, antes de la crisis de los *subprime*, que los métodos de transferencia del riesgo utilizados por los bancos estadounidenses (sobre todo la titularización sistemática de los créditos hipotecarios) formaban parte del dispositivo prudencial que los había vuelto más flexibles y más fuertes, contribuyendo a su buena salud. Michel Aglietta y Laurent Berrebi, *op. cit.*, p. 121.

32. Henri Bourguinat y Eric Briys, *L'arrogance de la finance, comment la théorie financière a produit le krach*. París, La Découverte, 2009, p. 23.

33. Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, Christian de Boissieu y Gunther Capelle-Blancard, *La crise des subprimes*, Conseil d'Analyse économique, La documentation Française, 2008.

bre todo en China. La liquidez se reforzó también por los excedentes comerciales de los países exportadores de materias primas. Sin embargo, el aumento de liquidez a nivel mundial no provocó un aumento en la inflación a nivel de los bienes y de los servicios (el excepcional crecimiento de la capacidad de producción en China y en otros países emergentes impidió el alza de los precios). Muy por el contrario, *la inflación mundial no dejó de descender y su volatilidad disminuyó*. La estabilidad de la inflación se acompañó de una menor fluctuación del PIB y de sus componentes. Todo esto, aunado a una mejora de las condiciones macroeconómicas y de una modernización de las estructuras financieras de los países emergentes, contribuyó a favorecer la confianza. De ello resultó una *disminución de la aversión al riesgo*, lo que provocó una baja generalizada de las primas de riesgo. La baja de la inflación y de su volatilidad combinadas con una baja de las primas de riesgo condujo a una baja de las tasas de interés a largo plazo a pesar del endurecimiento que algunos consideran tardío de la política de la FED. La baja de las tasas de interés y de las primas de riesgo nutrió *un crédito abundante y barato*.³⁴ Si bien el exceso de liquidez no tuvo incidencia sobre el precio de los bienes y servicios, sí lo tuvo sobre el precio de los activos cuya oferta es más rígida: *las bolsas mundiales aumentan al igual que el precio de los bienes inmuebles*. El alza del precio de los activos favorece la *expansión de los créditos hipotecarios*, ya que los préstamos están garantizados con el valor de los activos inmobiliarios. El alza del precio de los activos tuvo igualmente una incidencia positiva en el consumo gracias al efecto riqueza, lo que alentó un reforzamiento del optimismo favorable al crecimiento. En efecto, en un contexto en el que la tasa de ahorro de las familias había caído a cero, la burbuja inmobiliaria residencial permitió extraer fondos que los estadounidenses destinaron principalmente a la compra de bienes de consumo producidos en su mayoría en Extremo Oriente y más particularmente en China. Estos fondos provenían de la plusvalía obtenida por la reventa de los inmuebles, del refinanciamiento de un préstamo hipotecario existente por un monto más elevado o incluso de préstamos hipotecarios adicionales adosados a los fondos propios cautivos en las viviendas, cuyo valor no cesaba de aumentar.

¿Por qué privarse de consumir cuando es tan fácil endeudarse? Todo estaba hecho para volver a los mercados de activos lo más líquidos posible. La Bolsa, claro está, pero también el sector inmobiliario, ya que la disposición de activos

34. La interrupción del aumento regular de los salarios a inicios de los años noventa, empujó a los estadounidenses a utilizar el ahorro para mantener su nivel de vida y a endeudarse (los estadounidenses tienen un endeudamiento equivalente a 46.000 dólares por persona). En materia de incapacidad de ahorro y gusto por el endeudamiento, Estados Unidos tienen el record mundial. En efecto, la tasa de ahorro pasó de cerca de 10% del PIB a fines de los años ochenta a cerca de cero actualmente, incluso con un ligero desahorro en 2005. Olivier Pastré y Jean-Marc Sylvestre, *op. cit.*, p. 70.

constituía una fuente de liquidez casi inmediata. Bastaba con ofrecer en garantía su casa o su cartera en la Bolsa.³⁵ En otras palabras, en Estados Unidos las finanzas se ampararon en el consumo volviéndolo dependiente no sólo, como en el pasado, de la evolución de la economía real (monto del ingreso, amenaza de desempleo, etc.), sino también de los sobresaltos de la esfera financiera (aumento del valor de una casa de la que se es propietario, aumento de la Bolsa, etc.) creando un engranaje pernicioso que muy rápidamente mostró su nocividad.³⁶ A los desequilibrios macroeconómicos se agregan –según los expertos del CAE– *disfunciones microeconómicas*, como la exigencia de rentabilidad y el relajamiento de las condiciones de otorgamiento de los préstamos.

Tras la caída de las Bolsas de valores a partir del año 2000 (estallido de la burbuja Internet), los intermediarios financieros se vieron obligados a encontrar otras *colocaciones con rentabilidad elevada* para satisfacer las necesidades de sus clientes. Cuando los mercados de acciones decayeron, los inversionistas se dirigieron en busca de la calidad hacia los mercados de las obligaciones. Sin embargo, debido a los desequilibrios macroeconómicos *las tasas actuariales eran muy bajas*. Para hacer frente a esta exigencia de rentabilidad –reforzada por la competencia de nuevos intermediarios financieros como los *hedge funds*³⁷– los bancos adoptaron dos tipos de estrategias: aumentaron el volumen de su actividad *relajando las condiciones de atribución de los préstamos* e innovaron.

El comportamiento de los bancos en materia de atribución de préstamos es tradicionalmente procíclico, ya que los criterios se suavizan cuando la coyuntura es favorable y se endurecen en caso de viraje. En el caso de los *créditos subprime*, este efecto jugó plenamente. Los *créditos subprime* designan créditos hipotecarios otorgados a prestatarios riesgosos, a diferencia de los *créditos prime* contra-

35. El involucramiento de las familias estadounidenses en la bolsa alcanzó niveles excepcionales. Entre 1989 y 1998 el porcentaje de familias que poseían acciones pasó de 31,6% a 48,8%. El peso de las acciones en su patrimonio financiero aumentó también fuertemente, pasando de 20% en 1985 a 50% en 1999. Isaac Johsua, *op. cit.*, pp. 26-27.

36. *Idem*, pp. 23-42.

37. Se trata de fondos de inversión especulativos que siguen políticas muy agresivas de inversión. Se caracterizan por no estar reglamentados por una autoridad de mercado, por utilizar un importante efecto de palanca (lo que les permite no sólo invertir el dinero que les confían sus clientes, sino también los préstamos que contratan con los intermediarios financieros) y ser poco líquidos para sus clientes (a los que les solicitan plazos a veces importantes para recuperar sus fondos). Michel Aglietta y Sandra Rigot, « Le rôle spécifique des hedge funds dans la transmission du risque systémique: une contribution au débat réglementaire » en Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, Christian de Boissieu y Gunther Capelle-Blancard, *op. cit.*

tados con prestatarios que ofrecen excelentes garantías de reembolso.³⁸ Coexisten así dos grupos de familias: en el primero, familias de bajos recursos, pertenecientes en mayor medida a las minorías étnicas, pagan tasas de interés elevadas; en el segundo, familias de clases acomodadas pagan tasa bajas. La lógica de esto radica en el hecho de que las tasas más elevadas incluyen una prima de riesgo para compensar las pérdidas del prestamista en caso de incumplimiento del prestatario. Entre 2001 y 2006, el monto de los créditos *subprime* en Estados Unidos se multiplicó por 7, pasando de 94 a 685 mil millones de dólares. Las características de estos préstamos evolucionaron mucho. Se constata un muy fuerte aumento de los préstamos a tasa variable en detrimento de los préstamos a tasa fija: los primeros pasan de 1 a 13% y los últimos de 41 a 26%. El resto está compuesto de préstamos híbridos (a tasa fija los primeros años y después a tasa variable) y de préstamos que permiten el reembolso de una parte importante del capital en el último período. Estos últimos se popularizaron en 2006, pasando a representar 15% de los préstamos *subprime* contra menos de 3% en 2005. La tasa de interés propuesta a las familias estadounidenses disminuyó entre 2001 y 2004 de 9.4 a 6.7% en promedio, siguiendo en esta evolución la disminución de la tasa de interés sobre los empréstitos públicos. Lo más sorprendente aconteció entre 2005 y 2006. En tanto que las tasas de interés sobre los empréstitos públicos aumentaban, las tasas de interés sobre los préstamos hipotecarios permanecieron relativamente estables.³⁹

El tercer elemento que está en el origen de la crisis de los *subprime* son las *prácticas financieras arriesgadas*, bien descritas por Paul Jorion.⁴⁰ En el sector de los *subprime*, los individuos no disponen a menudo ni de cuenta ni de chequera en un banco nacional. Su acceso al crédito sigue otro camino. Los préstamos son

38. En 1990 una empresa en Estados Unidos decidió reunir una gran cantidad de información referente al crédito de los estadounidenses (monto de sus préstamos, retrasos en los pagos, número y tipo de créditos, etc.). Todas estas informaciones se sintetizaron en un registro individual FICO actualizado cotidianamente para seguir día a día el comportamiento de los individuos en materia de crédito. En 1996 los organismos de crédito de EEUU adoptaron el registro FICO como una referencia para evaluar la fiabilidad de los prestatarios. Se establecen empíricamente segmentos de individuos en una escala que va de 350 a 900 puntos. Por debajo de 620 puntos se encuentran los individuos considerados por los bancos como teniendo un comportamiento dudoso con respecto al crédito (con retrasos de pago o incluso una quiebra personal). Se le denomina *prime* al segmento de prestatarios cuyo nivel supera 620 puntos y *subprime* al que esta por debajo de los 620. Paul Jorion, "Dans l'œil du cyclone: la crise de l'immobilier américain" en *Comprendre la finance contemporaine*, Paris, La Découverte, N°3 marzo de 2008.

39. Patrick Artus, Jean-Paul Bethèze, Christian de Boissieu y Gunther Capelle-Blancard, *op. cit.*, p. 28.

40. Paul Jorion, *L'implosion La finance contre l'économie Ce que révèle et annonce la « crise des subprimes »*, Paris, Fayard, 2008.

otorgados por corredores que contactan a sus clientes telefónicamente. Se trata de corredores que no disponen de ninguna licencia y tratan de obtener una comisión otorgando un crédito a un particular (al cual le avanzan dinero en el muy corto plazo) revendiendo posteriormente el contrato a un banco bien establecido. En muchos casos se trata de préstamos denominados “*Ninja*”, otorgados a individuos que no disponen de ingresos (*No Income*), ni de trabajo (*No Job*) y ni de activos. (*No Assets*).⁴¹ Los corredores tienen muy pocos escrúpulos con respecto a la manera de convencer a los individuos de suscribir un préstamo: prometen por teléfono contratos muy interesantes y les hacen firmar otra cosa. De cualquier manera, en marzo de 2007 había en Estados Unidos e Inglaterra más de un billón de dólares de “préstamos mentirosos” consentidos sin ninguna verificación del ingreso y del patrimonio de los prestatarios.⁴² Aunque los prestatarios del sector *subprime* presentan un riesgo elevado de ausencia de reembolso, éste no es tomado en cuenta por varias razones.

La primera es que los corredores no se interesan para nada por el porvenir del crédito: sólo les interesa la comisión obtenida en el momento de la firma del contrato. El banco al cual revenden el crédito no cobra comisión pero cobra por gastos de apertura de expediente, administración, etc. Hace una buena operación adquiriendo el préstamo cualquiera sea el futuro de este último. Aunque, en principio, el banco debería preocuparse por saber si el crédito será reembolsado o no, el mecanismo de la titularización, mencionado anteriormente, le permite despreocuparse por el futuro del crédito. En efecto, gracias a la titularización, los bancos revenden sus préstamos a bancos de inversión de Wall Street, así como a dos organismos semipúblicos como Fannie Mae y Freddie Mac.⁴³ De cualquier manera, el alza del precio de los inmuebles garantizaba el endeudamiento de los prestatarios, incluso *subprime*.

Los prestatarios se aprovechaban del alza del valor de sus casas para negociar un nuevo crédito que les permitía pagar los intereses del precedente. La apreciación

41. Todo esto se dio en el contexto de la expansión de la ideología de la « sociedad propietaria », concepto difundido por el Cato Institute (grupo de estudios nacido en el seno de la extrema derecha estadounidense). Dicha ideología reivindicaba la idea de que todo el mundo podía volverse propietario de su vivienda.

42. Olivier Pastré y Jean-Marc Sylvestre, *op. cit.*, p. 165.

43. Estos dos organismos semipúblicos aseguran desde hace cuarenta años la fluidez del mercado inmobiliario estadounidense comprando préstamos hipotecarios a los bancos. Para ello disponen de una línea de crédito garantizada por el estado, lo que les permite obtener dinero prestado en el mercado, a tasas de interés más bajas que un banco. Se sirven de esta garantía para comprar los préstamos inmobiliarios hipotecarios a los establecimientos de crédito que los suscribieron. Esto les permite deshacerse de esos préstamos y poder suscribir nuevos. Este mecanismo asegura el mantenimiento de una oferta de crédito a condiciones más favorables que si el mercado se regulara sólo, sin que ninguno de los organismos conceda préstamos a los particulares.

del bien inmueble se convertía así en la base para refinanciar la hipoteca cada dos o tres años. La solvencia de los prestatarios no se apoyaba en ingresos reales, sino en un endeudamiento recurrente. Se tenía la impresión de que la casa que servía de garantía ahorraba en lugar de su propietario, cuando lo que acontecía era que el alza de su precio provenía de un financiamiento cada vez más fácil. El vínculo entre el crédito y el precio de los activos era esencial. Existía una especie de círculo vicioso según el cual el crédito influía en el precio, precio que validaba el crédito. La titularización afectó inicialmente a los préstamos hipotecarios pero rápidamente otros tipos de créditos sirvieron de soporte: créditos para la compra de automóviles, créditos a estudiantes, tarjetas de crédito, etc. Como en el caso de los productos derivados, los ingenieros financieros propusieron nuevos productos compuestos cada vez más sofisticados, complejos y opacos. Estructuraron productos financieros sintéticos “empaquetando” créditos de origen y fiabilidad diversos que fueron vendidos a los inversionistas, entre los cuales destacaban los fondos especulativos de alto riesgo, por lo general filiales de grandes bancos de inversión o de grandes bancos comerciales.

En pocas palabras, se seleccionan créditos de diverso tipo (*origination*), se les empaqueta en CDO⁴⁴ (*structuration*) y se les vende a inversores que tienen confianza (*distribution*). Este modelo de “*origination-structuration-distribution*”, según el cual los bancos u otros agentes subscriben un riesgo, lo fragmentan y después se separan titularizándolo, sigue una lógica que, evidentemente, tiene límites. Con la multiplicación de los instrumentos para transferir los riesgos ya no se sabe a ciencia cierta sobre quién recae el riesgo. La titularización no constituye un medio para una mejor gestión de los riesgos, sino el instrumento de su propagación.⁴⁵ La titularización y los múltiples productos estructurados (híbridos), intercalando varias contrapartidas entre el generador del riesgo y el que lo asegura, oscurecieron su seguimiento.⁴⁶ Los modelos matemáticos utiliza-

44. Los títulos constituidos a partir de préstamos hipotecarios se les denomina (RMBS): “títulos residenciales adosados a préstamos hipotecarios”. Forman parte de ellos los MBS adosados a créditos inmobiliarios *prime* reservados a los prestatarios más dignos de confianza y los ABS adosados a créditos inmobiliarios *subprime* donde se concentran los prestatarios riesgosos. Los CDO son obligaciones constituidas reagrupando en un sólo título alrededor de una centena de certificados formando parte de diferentes ABS, los cuales no proceden necesariamente del mismo sector. Existen, por ejemplo, CDO que combinan préstamos hipotecarios *subprime* y ABS adosados a deudas sobre tarjetas de crédito.

45. Jean-Paul Pollin, *op. cit.*, p. 140.

46. Existen, por ejemplo, CDO compuestos de otros CDO que se denominan CDO al cuadrado. A este respecto la Unión de Bancos Suizos explicaba el 4 de septiembre del 2007 que « los CDO al cuadrado son virtualmente imposibles de analizar... Para analizar un simple CDO al cuadrado constituido de 125 títulos diferentes se necesitaría conocer la información relativa a 9.375 títulos ». Paul Jorion, *L'implosion La finance contre l'économie Ce que révèle et annonce la « crise des subprimes »* *op. cit.*, p. 107-108.

dos para elaborar estos productos derivados son tan complejos, que incluso sus creadores terminaron por no comprenderlos.⁴⁷ En estas condiciones, los ingenieros financieros habían fabricado un cóctel explosivo: un sistema financiero súper sofisticado que, a fuerza a transferir los riesgos, los subvaluó. Todos los ingredientes de la crisis, que casi nadie previo, se habían reunido.⁴⁸

El desarrollo de la crisis de los subprime

La burbuja y la crisis, el ascenso a la cumbre y la caída al abismo, ilustran cómo en el mundo de las finanzas no hay mecanismos correctivos, contra tendencias o mecanismos de autorregulación. Los excesos siguen a los excesos con bajas violentas que corrigen las alzas extremas, de tal suerte que las finanzas sólo conocen el régimen de los bandazos en sentido opuesto. En el desplome, todo se vuelve interdependiente. Compartimentos del mercado que se consideraban desconectados, manifiestan una correlación. Los precios de los activos que conocían usualmente movimientos opuestos, se alinean. Esta sincronización resulta de una única obsesión que gana progresivamente todos los segmentos del mercado y los une durante el desplome: la búsqueda frenética de liquidez.

Las finanzas están antes que nada, gobernadas por fuerzas elementales de la opinión y de la creencia. La crisis financiera es, ante todo, el desplome de una creencia colectiva. Cuando la creencia colectiva se desploma, es el gran estrépito. De una inquietud difusa se pasa a una inquietud abierta. Los operadores terminan sintiendo el malestar de sus propios excesos y son confusamente invadidos por la idea de que la dinámica en la que están implicados no podrá sostenerse por mucho tiempo más. Pero esta inquietud sigue siendo privada. La coalición de intereses que sacan provecho de la situación es demasiado poderosa para que individuos aislados puedan manifestar públicamente sus dudas. Para que este sentimiento compartido por muchos individuos de manera privada, se convierta en un sentimiento común público, se necesita una "intervención" externa capaz de volver concientes a los agentes de que todos piensan la misma cosa. En el caso de las

47. Jean-Hervé Lorenzi, "La crise à deux visages" en *Fin de monde ou sortie de crise?* bajo la dirección de Pierre Dockès y Jean-Hervé Lorenzi, París, Perrin, 2009, p. 27.

48. En Francia uno de los pocos autores que anticipó la crisis fue Henri Bourguinat, quien desde 2006, alertó respecto al ascenso de un nuevo riesgo de sistema vinculado al modo de transferencia del riesgo que operan los productos financieros. Específicamente, Bourguinat señaló que « la cuestión decisiva que se plantea es la de saber si las finanzas modernas que sobresalen en implementar productos cada vez más complejos y evolucionados para organizar esta transferencia de riesgos particulares, no crea uno a nivel global cuando menos igual de importante. Éste es el problema del nuevo riesgo sistémico que se niegan a menudo a reconocer, los integristas de las finanzas ». Henri Bourguinat, *op. cit.*, p. 64.

finanzas, esta intervención toma la forma de un suceso impresionante y visible para todos: una quiebra importante.⁴⁹

La crisis de los *subprime* ilustra de maravilla el esquema general antes descrito. En efecto, tras el estallido de la burbuja Internet, Estados Unidos se lanzó deliberadamente hacia una política expansiva para sostener la coyuntura y desendeudar a las empresas que habían pedido prestado mucho en la fase de alza bolsista de los años noventa. Sin embargo, los problemas que vivieron muchas empresas en el nivel de su forma de gobierno en el año 2002, entre los cuales destaca la quiebra de Enron, se tradujeron en una recaída de los mercados. La confianza no volvía y la economía estadounidense se deslizaba peligrosamente hacia la pendiente de la deflación. En estas circunstancias, Alan Greenspan decidió proseguir por mucho tiempo una política de reactivación inicialmente concebida como una política de corto plazo. En efecto, constatando la persistencia de la inquietud en el mercado y teniendo en mente el largo período de deflación en el Japón, que se resentía aún en 2002, la FED decidió mantener durablemente una política muy expansiva. Las tasas de interés se mantuvieron durante mucho tiempo en alrededor del 1%, lo que significaba tasas de interés reales negativas, a pesar de la baja inflación. La política de dinero barato le permitió a los bancos otorgar créditos a corto plazo, en particular en el sector inmobiliario. El mercado inmobiliario estadounidense se desarrolló de manera considerable porque – como señalamos antes – las familias se endeudaron desmesuradamente, favoreciendo la aparición de una burbuja inmobiliaria.⁵⁰ Esta expansión del crédito se acompañó de un alza del precio de los bienes inmuebles hasta el otoño 2006 en Estados Unidos y hasta 2008 en otros países, ya que la demanda por este tipo de bienes no cesaba de crecer. Una enorme burbuja inmobiliaria se desarrolló en Europa, sobre todo en España, Gran Bretaña y en menor medida en Francia. “Los precios de los bienes inmuebles se desconectaron completamente de todas las características fundamentales del mercado. En Francia aumentaron de 60 a 80% desde 1998. En el Reino Unido o en España se duplicaron en diez años. Desde el momento en que el crédito es otorgado contra el precio de activos que no permiten a los que pidieron prestado extraer ingresos susceptibles de rembolsar la deuda, el reembolso sólo se garantiza con el alza de los precios”.⁵¹ Tal proceso supuso atraer ininterrumpidamente nuevos com-

49. Frédéric Lordon, *Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières*, París, Raison d'agir, 2008.

50. La aparición de una burbuja inmobiliaria puede detectarse comparando la evolución del precio de las rentas con los de la propiedad. En Estados Unidos, hasta el año 2000 los precios de los bienes inmuebles y las rentas evolucionaron de manera sincrónica. Posteriormente el precio de los bienes inmuebles aumentó 70% con relación a las rentas, lo cual constituía un signo indudable del surgimiento de una burbuja. Jean Tirole, “Déficits de liquidité: fondements théoriques”. *Revue de la stabilité financière* N°11, febrero de 2008, p. 65.

51. Michel Aglietta, *La crise, Pourquoi en est-on arrivé là ? Comment en sortir ?* París, Editions Michalon, 2008, pp. 40-41.

pradores de inmuebles, cuya situación era cada vez más precaria, en virtud de que las familias más favorecidas ya habían obtenido previamente créditos. Como vimos, una gran cantidad de préstamos riesgosos fueron otorgados a familias que no disponían en realidad de los medios para volverse propietarios o que no lograban renovar su crédito cuando llegaba el plazo de la renegociación (los préstamos *subprime* representaron en Estados Unidos más del 20% de los nuevos préstamos en 2005 y 2006).⁵² Para permitirles acceder a la propiedad, los bancos o los organismos de crédito proponían a las familias préstamos a tasas variables, fijas y atractivas los tres primeros años, pero renegociables después de este período en condiciones menos atractivas. En efecto, las familias podían obtener un segundo préstamo simplemente a partir de una revalorización del activo (la casa) que servía de garantía. Se generó así una situación aberrante de dos o más créditos otorgados con la misma garantía.

En 2006, los créditos siguieron ofreciéndose a pesar de que las tasas de interés comenzaron a aumentar y de que el mercado inmobiliario comenzó a dar signos de "fatiga". Se trataba de una situación explicada únicamente por el mecanismo de la titularización que permitía a los prestamistas deshacerse del riesgo. En estas condiciones, la mayoría de los créditos otorgados en 2006 eran dudosos, así como los títulos emitidos, incorporando estos créditos, con la ayuda de los especialistas de las finanzas estructuradas. Sin embargo, las calificadoras de riesgo⁵³ encargadas de clasificar los riesgos de los activos financieros atribuyéndoles una nota, continuaron imperturbablemente considerándolos como títulos seguros hasta la primavera del 2007, dejando de lado el hecho de que el mercado inmobiliario se orientaba a la baja desde seis meses antes. El comportamiento de estas calificadoras (Standard & Poor's, Moody's, Fitch, para sólo citar a las más importantes que controlan el 95% del mercado mundial de esta actividad) no es un gran misterio.⁵⁴ Se trata de empresas comerciales privadas que actúan en un mercado oligopólico, lo que las conduce a conductas miméticas que explican la convergencia de las notas. Sus clientes son los emisores de títulos, quienes pagan por la evaluación de éstos. Como cualquier otro vendedor las calificadoras comprendieron que el cliente es rey. Así es que existen pocas posibilidades para que un banco que haya decidido titularizar créditos inmobiliarios y los lleve a una calificadora de evaluación antes

52. Michel Aglietta, *op. cit.*, p. 41.

53. Las calificadoras de riesgo son empresas privadas cotizadas en bolsa y sometidas a restricciones de rentabilidad. Dichas agencias califican —entre otras cosas— a las empresas, colectividades locales o estados que lo solicitan y que pagan por ello, ya que las calificaciones obtenidas permiten acceder a todos los sistemas de financiamiento. Estas agencias evalúan la solvencia de las empresas, de las colectividades locales o de los estados y en función de esta evaluación califican a sus clientes (de AAA para los mejores, como el estado norteamericano a D para las empresas en incumplimiento de pago).

54. Frédéric Lordon, *op. cit.*, p. 44.

de lanzarlos al mercado, reciba la notificación de que sus productos son de una deplorable calidad y de que lo hará saber públicamente. Las calificadoras, que en realidad realizan una doble actividad de consejo y de evaluación, aprovecharon a fondo el extraordinario crecimiento del negocio de la evaluación asociado a la titularización y a una creciente complejidad de los productos financieros.

De 1998 a 2005 el mercado inmobiliario funcionó como se suponía: el precio de las casas se incrementó y una gran cantidad de las hipotecas eran refinanciadas después de unos años. El *punto de inflexión del mercado inmobiliario estadounidense se situó en 2006*, cuando comenzó a resultar difícil vender los bienes inmuebles a precios que aún eran elevados. El precio de los bienes inmuebles detuvo su ascenso a mediados del año 2006 y comenzó a descender en el tercer trimestre de ese mismo año. Esto inmediatamente aumentó la probabilidad de ausencia de reembolso de los créditos, proceso que se volvió masivo en la primavera del 2007 cuando de manera precipitada, las calificadoras bajaron las notas que habían atribuido a los títulos emitidos a partir de los créditos hipotecarios. Los inversionistas cesaron inmediatamente de comprarlos. Además, como todos los créditos eran dependientes del mismo factor riesgo –ya que todos estaban garantizados con el valor de los bienes inmuebles – y como todos estaban correlacionados en el interior de productos sintéticos que, se suponía, graduaban los riesgos, el deterioro fue rápido y brutal. Los productos “podridos” –como dice Aglietta– arrastraron a los otros en una especie de efecto dominó que hace que cada pieza que cae arrastre a las otras.

A comienzos de 2007 los mercados de capitales disponían de una liquidez abundante y los inversionistas sólo exigían pequeñas primas de riesgo. Los bancos disponían de liquidez abundante y estaban bien capitalizados, con un margen de seguridad importante respecto de las exigencias reglamentarias de fondos propios. Lo mismo acontecía con los otros componentes del sistema financiero. Incluso en mayo de 2007 habría sido difícil prever que las pérdidas sobre las inversiones hipotecarias *subprime* podrían originar una crisis de tal magnitud como la que observamos actualmente. Antes que nada, las pérdidas sobre los *subprime* eran relativamente limitadas: las estimaciones más pesimistas las situaban en 250 mil millones de dólares, lo que representa una gota de agua con respecto a los miles de billones de dólares negociados en los mercados mundiales. Además, para los actores con un mínimo de información los *incumplimientos sobre los créditos hipotecarios subprime* se estaban esperando. Siendo el mercado *subprime* el más arriesgado del mercado hipotecario, no habría por qué sorprenderse de que algunos prestatarios no pudieran honrar su crédito. Ahora bien, *las consecuencias de estos incumplimientos fueron el factor que desencadenó la crisis mundial que se vive actualmente.*⁵⁵ ¿Cómo se llegó a esta situación?

55. Ricardo J. Caballero y Arvind Krishnamurthy, “Les chaises musicales: un commentaire sur la crise du crédit”, *Revue de la stabilité financière* N° 11, febrero, 2008.

El inicio de la *primera etapa de la crisis financiera* la podemos situar en el *verano de 2007*, cuando los financistas empiezan a tomar conciencia de que, a fuerza de multiplicar las operaciones y “cortar en pedazos” el riesgo, lo diseminaron por todos lados, incluso en los sitios más imprevistos. Se descubre que los riesgos del *subprime* se encuentran en los bancos, las aseguradoras, las colocadoras de fondos u otros organismos financieros, tanto en Estados Unidos como en Europa, Japón o Australia. El 20 de junio se informa que los dos fondos especulativos administrados por Bear Stearns –institución con 85 años de historia inmaculada– que invirtieron en títulos adosados a préstamos hipotecarios de baja calidad, están a punto de ser cerrados. El 30 de julio el banco alemán IKB señala pérdidas vinculadas a las consecuencias de las dificultades del mercado hipotecario norteamericano de baja calidad. El 9 de agosto BNP, Paribas cierra tres fondos de colocación, argumentado su incapacidad para proceder a una evaluación apropiada en el contexto que se vivía en aquel entonces. El 13 de septiembre de 2007 Inglaterra se confrontó a una corrida de depositantes del banco Northern Rock, especializado en el otorgamiento de créditos hipotecarios, que representaban el 77% de los haberes del banco.⁵⁶ La última vez que se habían visto tales escenas de pánico en Inglaterra fue en 1866.

Las malas noticias continúan acumulándose en 2008. En marzo de ese año Bear Stearns estaba al borde de la quiebra. En la semana del 10 al 16 de ese mes, con una “corrida bancaria” –menos por retiros físicos de sus clientes en la ventanilla que por transacciones electrónicas–, el banco vio su liquidez evaporarse en 48 horas, literalmente. Este caso demostró que las corridas bancarias informatizadas son mucho más peligrosas que las que hacen intervenir físicamente a los depositantes que se presentan en las ventanillas y de cierta manera, votan con los pies.⁵⁷ La quiebra se evitó gracias a su compra por parte de JP Morgan, orquestada por el Tesoro estadounidense mediante un préstamo de la FED de 29.000 millones de dólares. En julio el corazón del sistema financiero de EEUU vacilaba con los dos gigantes de la titularización hipotecaria, Fannie Mae y Freddie Mac, al borde de la insolvencia, aunque finalmente fueron nacionalizados en septiembre.⁵⁸ En ese mismo mes la crisis financiera se agravó brutalmente. Se volvió *sistémica* cuando

56. Sin duda alguna la corrida bancaria está vinculada a la declaración del director del Banco de Inglaterra, en el sentido de que su banco jamás ayudaría a los bancos que se especializaron en los créditos inmobiliarios riesgosos. Para más detalles con respecto al caso Northern Rock véase Sonia Ondo Ndong y Laurence Scialom, « La débâcle de Northern Rock : un cas d'école » en Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, Christian de Boissieu y Gunther Capelle-Blancard, op. cit., pp. 247-256.

57. Henri Bourguinat y Eric Briys, op. cit., p. 74.

58. En un año el valor en Bolsa de Freddie Mac disminuyó 93.7% y el de Fannie Mae 95.3%. Para evitar una quiebra de consecuencias dramáticas para la economía norteamericana, el Tesoro decidió a principios de septiembre, otorgar a las dos sociedades una línea de crédito de 200.000 millones de dólares y entrar en el capital de cada una de ellas con 100.000 millones de dólares. Michel Aglietta, op. cit., p. 68.

muchos bancos norteamericanos y europeos hicieron saber que no tenían suficiente capital para hacer frente al amontonamiento de créditos incobrables. El 15 de septiembre, la quiebra de *Lehman Brothers* confirmó la inquietud creciente. Ese día la crisis financiera cambió de naturaleza, entró en una *segunda etapa* más dramática. El mercado interbancario, donde cotidianamente las instituciones de crédito confrontan sus excedentes y sus necesidades de liquidez y se prestan mutuamente, se paralizó. Este mercado, en el cual se intercambian títulos a muy corto plazo, papel comercial que los bancos emiten para financiar sus propias deudas, dejó de funcionar. El dinero que se pide prestado a corto plazo (a menudo 24 horas) pero en montos importantes, pieza fundamental de la globalización financiera, dejó de circular. La caída de *Lehman Brothers* provocó una desconfianza generalizada hacia los mercados de derivados, que se consideraron entonces como una colocación extremadamente peligrosa. De ello resultó una parálisis general en la circulación de dinero entre los bancos. No sólo los bancos de inversión, sino también los bancos de depósito que habían practicado la titularización fueron objeto de sospechas. Cada uno comenzó a desconfiar de los otros y a dudar de las contrapartidas que podían ofrecerle en garantía de un préstamo. Los bancos vivieron en una gran incertidumbre, no sólo con respecto a la situación de los otros bancos, sino también con respecto a su propia situación. Instituciones claves del capitalismo financiero contemporáneo, incluyendo la crema de las altas finanzas anglosajonas, capaces de excelencia en el arte del *trading* y de la tecnicidad más refinada en la gestión del riesgo, eran incapaces de conocer su estado contable (sabían que habían perdido, pero no cuánto). En aquel momento lo único que les preocupaba era atesorar liquidez, esperando que el choque se produjera. Los que tenían excedentes los conservaron celosamente para formar provisiones contra eventuales pérdidas. Los que tenían necesidades eran vistos con desconfianza, ya que las tensiones de tesorería eran interpretadas como el signo de una sobreexposición que no se había revelado completamente. En estas condiciones, los bancos del mundo entero sufrían paradójicamente de una falta de liquidez, cuando la liquidez macroeconómica global continuaba creciendo rápidamente y la crisis se generalizaba al conjunto de la red bancaria mundial. El efecto dominó amplió su círculo, abarcando ya no sólo a los actores financieros directamente vinculados al mercado hipotecario norteamericano.

Ante el ascenso de los peligros, los bancos centrales occidentales buscaron en vano restaurar la circulación monetaria necesaria al funcionamiento del sistema financiero. Abrieron líneas de crédito a los establecimientos bancarios y reintrodujeron masivamente liquidez al circuito. La crisis de liquidez se volvió recurrente desde agosto de 2007. En algunos momentos se tenía la impresión de que las cosas iban mejor. Los buenos momentos alternaban con recaídas. Pero cada vez que el mercado estaba a punto de paralizarse, los bancos centrales intervenían inyectando liquidez, desempeñando su papel tradicional de "prestamista en última instancia" y estabilizador financiero, pero en condiciones nuevas que implica-

ban inventar nuevos métodos de financiamiento de urgencia. Sin embargo, en razón de la interrupción de las transacciones privadas, los bancos hicieron frente a dificultades de refinanciamiento. Encontrar dinero para un día o una semana se volvió más difícil y más costoso. El costo del dinero conoció un aumento brutal propio del riesgo sistémico. La tasa de interés del mercado interbancario subió hasta 6% cuando los bonos del Tesoro rendían 2%. En tiempo normal, la diferencia entre las dos tasas varía entre 0.25 y 0.50%. Para Aglietta,⁵⁹ estas cifras reflejaban la extrema tensión del mercado monetario, que bloqueó el financiamiento en el mundo entero sin excepción, conduciendo a una parálisis universal.

La totalidad del crédito se contrajo para el conjunto de los agentes privados (selección de los prestatarios, alza de las tasas, etc.). Aunado a la depresión inmobiliaria, el estrangulamiento del crédito propagó la crisis financiera al conjunto de las economías norteamericanas y europeas, que se precipitaron a *la recesión* en el invierno de 2008-2009.⁶⁰ Las economías reales fueron directa y masivamente afectadas, con lo que se entra en una *tercera etapa* de la crisis. La recesión provocó numerosas quiebras de empresas que desencadenaron nuevas pérdidas bancarias y en los mercados de valores, de tal suerte que *la crisis económica amplificó la crisis financiera*. Se confirma así, al lado del efecto dominó del que hablamos anteriormente, un efecto ping-pong entre la crisis financiera y la crisis real: *la crisis financiera provocó la crisis real pero a su vez esta última retroalimenta la crisis financiera*.

La FED tomó el riesgo de dejar hundir el Lehman Brothers, ilustre institución de Wall Street, con el objetivo de moralizar el mercado y poner el ejemplo. Negándose a ayudar a un banco de inversión, quería demostrar que cualquier riesgo de quiebra no implicaba automáticamente una intervención del Tesoro, como podría hacerlo creer el salvamento del banco Bear Stearns. Con la idea de que "el mercado debe ocuparse del mercado" se olvidó *la diferencia entre una quiebra bancaria y la quiebra de una empresa industrial ordinaria*.⁶¹ Una empresa industrial que quiebra sólo afecta de rebote a sus proveedores y a los comercios próximos. En el peor de los casos, sólo ocasionará algunas quiebras colaterales cuyos efectos ulteriores irán disipándose. Cuando se trata de un operador bancario muy importante, su quiebra adquiere inmediatamente el alcance potencial de un suceso macroeconómico. Propagándose a través de una red extremadamente densa de compromisos cruzados, el incumplimiento bancario tiene efectos colaterales muy poderosos. Trasmitiéndose poco a poco, no

59. Michel Aglietta, *op. cit.*, p. 50.

60. La economía norteamericana perdió 2.6 millones de empleos en 2008 (el año más malo desde 1945 cuando finalizaron los grandes programas de armamento) con la hemorragia acelerándose a fin de año: 500.000 personas desempleadas en noviembre y la misma cifra en diciembre. La tasa de desempleo se situó en este último mes en 7.2%. Jacques Mistral, "Le cas américain" en *Fin de monde ou sortie de crise?* bajo la dirección de Pierre Dockès y Jean-Hervé Lorenzi, Paris, Perrin, 2009, pp. 83 y 92.

61. Frédéric Lordon, *op. cit.*, pp. 134-135.

hay que esperar su amortización progresiva como en el caso de la economía real sino, por el contrario, su amplificación en cada nueva iteración. En una cerrada de ojos la integralidad del sistema financiero se encuentra involucrada. El universo bancario es muy particular, ya que en momentos críticos borra la distinción de escala que separa ordinariamente la microeconomía de la macroeconomía. Haciendo comunicar de lleno la una con la otra, transforma inmediatamente los “pequeños” incumplimientos en catástrofes gigantes.

Traumatizados por las crisis precedentes, la mayoría de los bancos centrales domesticaron sus angustias inflacionistas (sobre todo la BCE)⁶² y se resignaron a inyectar liquidez y a bajar sus tasas directoras para enfrentar la amenaza de recesión.⁶³ En efecto, a medida que la crisis financiera se agravaba, los bancos centrales se vieron obligados a ampliar y desarrollar de manera excepcional su función de “prestamista en última instancia”, aumentando la duración de sus líneas de crédito a los bancos de inversión y aceptando como garantía títulos de crédito inmobiliario riesgosos.⁶⁴ Incluso la FED se deslizó por una senda peligrosa, prestando directamente a las empresas a cambio de papel comercial. Así, bajo la presión de las circunstancias, tres principios fundamentales de los bancos centrales fueron abandonados. El banco central, que sólo debería relacionarse con los bancos de segundo rango, refinanciándolos, sacó a flote a simples empresas como son las aseguradoras. El banco central, que debería exigir activos de calidad como los bonos del Tesoro en contrapartida de los créditos que otorga, aceptó simple papel comercial o acciones que habían perdido una buena parte de su valor. Finalmente, el banco central, que sólo debería otorgar préstamos a corto plazo, lo hizo a plazos más largos. Por más increíble que parezca, se retrocedió un siglo, hasta los años en que el gasto público era financiado con la creación monetaria y no con los impuestos o los empréstitos.⁶⁵

62. Desde el Tratado de Maastricht el objetivo central de la BCE ha sido luchar contra la inflación, lo que fue siempre la obsesión de la Bundesbank alemana históricamente traumatizada con la hiperinflación de los años veinte. Ahí radica la diferencia con la FED estadounidense, quien traumatizada por las consecuencias de la crisis de 1929, se dio como objetivo no sólo luchar contra la inflación, sino sobre todo favorecer el crecimiento y el empleo.

63. El 18 de septiembre la FED disminuyó su principal tasa directora de 5.25% a 4.75%. Posteriormente, como resultado de los sobresaltos en la Bolsa, esta tasa bajó a 1% el 29 de octubre de 2008. Finalmente, el 16 de diciembre de ese mismo año se fijó un margen de fluctuación entre 0% y 0.25%. El fusil de la política monetaria estadounidense, se quedó prácticamente sin municiones. Isaac Johsua, *op. cit.*, p. 85.

64. Se trata de una acción poco común, ya que no es muy ortodoxo que créditos frágiles formen parte del activo del balance del banco central.

65. La moneda emitida por el banco central norteamericano, la denominada base monetaria (billetes y depósitos de los bancos en la FED) creció en forma inusitada: entre enero y noviembre de 2006 aumentó 2%, 1,5% en 2007 entre esos mismos meses y 74,5% en 2008 también entre esos meses. Isaac Johsua, *op. cit.*, p. 104.

Sin embargo, a pesar de todas estas acciones que aumentaban considerablemente el abanico de colaterales admisibles al redescuento, los bancos centrales *sólo se ocupaban de la crisis de liquidez, dejando de lado el problema fundamental de los créditos dudosos*. Los gobiernos se dieron cuenta de que la intervención de los bancos centrales no bastaba para impedir las quiebras de los bancos, ya que no sólo carecían de liquidez, sino también de capital. Una *crisis de solvencia* generalizada se apoderó del sector financiero a medida que cuantiosas pérdidas minaron las bases de capitales propios. Un imperativo frenético de recapitalización se manifestó desde marzo del 2008. De Bear Stearns a Lehman, pasando por Fannie-Freddie, todos los momentos críticos tuvieron por origen una duda sobre la capacidad de los bancos o aseguradoras en dificultad para obtener fondos. Tanto en Estados Unidos como en Europa, los estados se vieron obligados a entrar en acción para asegurar *la recapitalización de los bancos y garantizar los préstamos interbancarios*. Los responsables políticos de todos los horizontes del espectro ideológico, comprendieron que dejar a la situación evolucionar sólo en función de la lógica del mercado, conduciría a profundizar la recesión que podría convertirse en una profunda depresión como la de 1929. En estas condiciones, fue el gobierno británico el primero en concebir un plan con esta doble dimensión (garantía de los préstamos interbancarios y recapitalización de los bancos), sirviendo de modelo a los europeos de la zona euro y a los norteamericanos.

El 19 de septiembre de 2008 el secretario del Tesoro norteamericano, Henry "Hank" Paulson, anuncia un "vasto plan" destinado a crear una estructura administrada y financiada por el estado para sacar del balance de los bancos la totalidad de los créditos hipotecarios y los productos asimilados "tóxicos", aislándolos en una estructura *ad hoc*.⁶⁶ Las dificultades para implementar este plan, colocado bajo el lema cínico de *privatización de los beneficios y socialización de pérdidas*, surgieron inmediatamente. ¿Cómo saber cuáles serán los créditos elegibles para ser trasladados a la estructura de acantonamiento? ¿Cómo organizar la recompra por parte del Tesoro de los títulos financieros consiguiendo que se los evalúe sin engañar a los contribuyentes y sin generar fuertes depreciaciones de activos de los bancos que se trata de salvar? De hecho estas dificultades orientaron al Tesoro norteamericano a elaborar un plan Paulson II, anunciado el 12 de noviembre de 2008, en el que se abandona la recompra de activos y se prefiere sacar los bancos a flote mediante su recapitalización. A fin de cuentas, el plan cambió completamente de naturaleza: *la aportación de fondos públicos permite recapitalizar a los bancos y compensar sus pérdidas, pero los activos tóxicos siguen pesando sobre los balances* y desde este punto de vista la crisis financiera permanece latente. El sobreendeudamiento no ha sido superado. Con el nuevo plan (al igual que con el plan elaborado por Tim Geithner bajo la administración Obama) las deudas no son ni pagadas ni anuladas, sólo son transferidas. *La deuda incumplida de las familias es transmitida a los bancos, que las transfiere*

66. Henri Bourguinat y Eric Briys, *op. cit.* pp. 211-215; Bertrand Jacquillat y Vivien Levy-Garboua, *Les 100 mots de la crise financière*, París, PUF, 2009, pp. 95-96.

ren al Tesoro público, quien se descarga en el resto del mundo, solicitándolo para que siga adquiriendo una oleada creciente de bonos del Tesoro norteamericano.

De una manera general, los estados, aceptando jugar su papel de “patrón en última instancia”, destinaron montos importantes a la recapitalización de los bancos que tenían necesidad, lo que para estos últimos significaba aceptar implícitamente que su coeficiente prudencial ya no se estaba respetando. Incluso se llegó a la nacionalización, como en el caso del Northern Rock inglés o en Islandia, donde se nacionalizaron los tres bancos más grandes (Kaupthing, Landsbanki y Glitnir), cuyos activos representaban 9 veces el PIB islandés.⁶⁷ En Europa, teniendo conciencia de la interdependencia de los bancos más allá de las fronteras, los gobiernos coordinaron su acción a este respecto. En segundo lugar, los gobiernos aportaron la garantía del estado al mercado de los préstamos interbancarios, destinando montos considerables. Finalmente, para evitar el pánico bancario entre los depositantes europeos, se aumentó el nivel de garantía de los depósitos.

Para financiar el apoyo masivo al sistema financiero, los estados recurrieron a la deuda pública, emitiendo títulos destinados a los inversionistas del mundo entero. Como es evidente, los esfuerzos desplegados por los estados para salvar el sistema bancario tarde o temprano tendrán un costo para los contribuyentes, que podrá extenderse a toda una generación. Sin embargo, no había otra alternativa que la intervención del estado, ya que en la finanza de mercado se opera una concentración de riesgos de tal densidad, que el desplome financiero tiene efectos colaterales de gran alcance. Cuando la burbuja financiera o inmobiliaria estalla, al estado no le queda otra alternativa que *intervenir para limitar el riesgo sistémico*. Hace ya mucho tiempo, Keynes demostró la necesidad de la presencia del estado en la economía como único agente capaz de actuar a contracorriente cuando todos los agentes privados actúan irresistiblemente arrastrados a la baja. Aunque no cedan al pánico irreflexivo, su racionalidad individual los obliga a comportarse como la manada. Aunque no se haya tocado fondo, tendrían que estar locos para comprar cuando todo el mundo está vendiendo y el precio va en caída libre. En la medida en que el estado dispone de instrumentos más poderosos que cualquier otro agente y, sobre todo, en la medida en que actúa con una lógica diferente a la de los agentes privados, *el estado es el único capaz de detener una dinámica de desplome del mercado*.

En estas condiciones –más allá de las intervenciones puntuales de los estados –, para parar un movimiento de pánico susceptible de derrumbar el sistema financiero mundial y para contener la crisis que se volvió sistémica y se extendió a la economía real, se impone una *regulación profunda del capitalismo financiero contemporáneo, a fin de “disciplinar la financiarización”*.⁶⁸

67. Isaac Johsua, *op. cit.*, p. 77. Cabe señalar que el 24 de octubre de 2008 Islandia, país con el IDH más alto del mundo, se declaró prácticamente en quiebra solicitando la ayuda del FMI.

68. Bourguinat y Brys, *op. cit.*, p. 224.

Nuevas formas de regulación del capitalismo financiero

Las crisis son inherentes al sistema capitalista, por lo que resulta vano pretender impedir su repetición en el transcurso de los ciclos financieros. Sin embargo, es importante implementar regulaciones que permitan amortiguar las convulsiones cíclicas y administrar eficazmente el riesgo sistémico. Éste, al igual que el *smog*, constituye “una externalidad”, “un costo impuesto a la sociedad por los actos de un individuo sobre y por encima de los costos en que ese individuo incurre”.⁶⁹ La *regulación* en el caso del riesgo sistémico, tiene por objetivo “internalizar la externalidad”, es decir, asegurar que cuando sea posible, aquellos que toman decisiones individuales consideren no sólo su propio riesgo, sino el que la sociedad enfrenta como resultado de sus acciones. La diferencia entre la evaluación social del riesgo, su costo social, y la evaluación privada del riesgo, su costo privado, constituye un costo extra impuesto a la sociedad por los actos del inversionista individual. La suma de la evaluación privada del riesgo y del costo extra impuesto a la sociedad es igual al valor total del riesgo para la sociedad. Para garantizar que los inversionistas tomen en cuenta el costo total que sus actos imponen a la sociedad, el regulador debe inducirlos a incluir en sus cálculos el costo extra impuesto a la sociedad por sus acciones. Si bien el objetivo del regulador, la administración del riesgo sistémico, resulta fácil de definir, su logro a nivel nacional y sobre todo internacional es muy difícil de alcanzar aunque es lo más importante.⁷⁰

De cualquier manera, se han sugerido una serie de pistas para regular el funcionamiento del capitalismo financiero.⁷¹ Entre éstas, las más recurrentes conciernen a la creación de “provisiones para riesgos sistémicos”, la regulación de los operadores no bancarios de la finanza de mercado, el aliento a un ligero sesgo doméstico en dirección de las inversiones financieras nacionales, la integración de la función de prestamista en última instancia y de supervisión financiera, la normalización de las plazas *offshore*, la regulación de la titularización, el control de la actividad de las calificadoras de riesgo, la modificación de la forma de remuneración de los *traders* y de los dirigentes.

Antes que nada, habría que obligar a los bancos a dotarse de una cobertura de capital más importante, y sobre todo a graduar esta restricción en función de la dinámica de los ciclos financieros. Se trataría de realizar un aprovisionamiento dinámico en función de las fases del ciclo. En efecto, durante la fase eufórica

69. John Eatwell y Lance Taylor, *op. cit.*, p. 207.

70. En efecto, instrumentar una buena regulación a nivel nacional ya no es lo más importante. El banco Barings no quebró por algo que aconteció en Londres sino en Singapur. El fracaso del LTCM sacudió los mercados mundiales. La crisis hipotecaria de los *subprime* puso al mundo al borde del colapso financiero.

71. Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, Christian de Boissieu y Gunther Capelle-Blancard, *op. cit.*, pp. 119-133; Michel Aglietta, *op. cit.*, pp. 99-108; Frédéric Lordon, *op. cit.*, pp. 169-184; Bourguinat y Briys, *op. cit.*, pp. 181-219; Eichengreen, *op. cit.*

ascendente del ciclo financiero, habría que obligar a los bancos a constituir “*provisiones para riesgos sistémicos*” con fines contracíclicos.⁷² Cuando todo va bien, los supervisores bancarios –probablemente el banco central– pueden imponer a los bancos dotarse de garantías contra una eventual inversión de situación. Así, en caso de que esto último ocurra, los bancos contarían con un cojín protector para enfrentar la fase descendente del ciclo.

Todos los operadores no bancarios de la *finanza de mercado*, como los fondos de pensión, las aseguradoras y los fondos especulativos, que no son considerados como bancos pero que tienen la estructura, *deben someterse a las mismas restricciones que los bancos comerciales*.⁷³ Además, todos los bancos deben constituir capital frente a cualquier tipo de crédito que esté en el balance o fuera de él, donde el apalancamiento puede ser desmedido. En este último caso se puede pensar en aumentar los requerimientos de capital para disuadir o limitar la creación de estructuras de acantonamiento. Para que esta regla sea eficaz, debe aplicarse a nivel internacional.

Tomando en cuenta que muchos bancos europeos exageraron sus inversiones internacionales en los créditos *subprime*, se ha sugerido fomentar *un ligero sesgo doméstico a favor de las colocaciones nacionales*.⁷⁴ En este sentido, considerando que el riesgo es a menudo más fuerte en el extranjero, las exigencias de reservas de capital podrían aumentarse. Es evidente que para ser eficaces tales exigencias deberían contar con un mínimo de consenso internacional y, cuando menos, europeo.

En el mundo industrializado, las instancias de reglamentación financiera separan cada vez más la supervisión bancaria de la política monetaria. Delegan la primera a una agencia única con el fin de facilitar la centralización de la información tocante a las diferentes instituciones financieras vinculadas en el mercado interbancario. Considerando que esta división del trabajo pudo haber impedido

72. Michel Aglietta, *op. cit.*, pp. 99-102.

73. En el caso de los fondos especulativos (*hedge funds*), Barry Eichengreen ha manifestado una serie de reservas respecto a la posibilidad de someter dichas instituciones a las mismas restricciones que los bancos comerciales: “Imponer a los *hedge funds* la publicación periódica de más información sobre sus inversiones no mejoraría para nada la transparencia del mercado, ya que estos fondos son capaces de transformar sus Carteras en una sola sesión. Pedirles aumentar sus fondos propios, recurrir menos al efecto de palanca o comunicar más informaciones conlleva el riesgo de incitarlos a reubicarse, físicamente o virtualmente, en Londres o en un apartado postal en las islas Caimán. Las instancias de reglamentación consideran generalmente que para hacer frente al riesgo representado por los *hedge funds*, lo mejor es incitar a los bancos que les aportan créditos para que vigilen más atenta y regularmente las posiciones de sus clientes. En otras palabras, la solución no radica en una reglamentación más estricta de los *hedge funds*, sino en la de los bancos que les proveen créditos”. Barry Eichengreen, *op. cit.*, p. 25.

74. Bourguinat y Briys, *op. cit.*, pp. 185-187.

una reacción rápida durante la penuria de liquidez que afectó al banco Northern Rock de Inglaterra, se ha sugerido *evitar la separación de la función de prestamista en última instancia y de supervisión del sistema financiero*.⁷⁵ Esto podría lograrse restituyendo la función de supervisión al banco central o atribuyendo a la autoridad de control financiero una línea de crédito ilimitada en el banco central, lo que le permitiría jugar el papel de prestamista en última instancia en caso de que fuera necesario.

La reconstrucción del sistema financiero internacional supone *la normalización de las plazas offshore* (paraísos fiscales) que en la más completa opacidad acogen más de dos tercios de los fondos especulativos, cerca de 400 bancos y dos millones de sociedades fantasmas. Se trata de espacios que permiten que los bancos escapen a las presiones fiscales y a las restricciones reglamentarias. Atraen a los inversionistas con bajos impuestos y regímenes reguladores “livianos” que disminuyen el costo, permitiéndoles operar sin tomar en cuenta el riesgo sistémico que crean. Si los paraísos fiscales no son sometidos a las mismas reglas que el conjunto de las plazas financieras donde se deciden operaciones que dan lugar a posiciones que son posteriormente transferidas a las *plazas offshore*, cualquier reforma será vana. Los dirigentes de los grandes países deberán comprometerse a prohibir el envío de activos que no se conformen a la nueva legalidad, lo que automáticamente asfixiará las plazas que no se adaptaran a la norma común.⁷⁶

Los bancos y los intermediarios financieros no están dispuestos a abandonar la titularización. Ésta les proporcionó en el pasado jugosos rendimientos a los que no desean renunciar. El gusto por una separación entre la toma de riesgo y la asunción de su carga, quedó tan bien enraizado que no es posible considerar el regreso a una reintermediación financiera, que significaría pura y simplemente regresar a los bancos de antaño.⁷⁷ Sin embargo, *la titularización debe salir de un universo desreglamentado y ser supervisada por las autoridades de regulación bancaria para sanearla y simplificarla*. Estas últimas deben definir normas precisando el tipo de préstamos que pueden ser titularizados. Convendría eliminar los créditos estructurados más complejos, cuya toxicidad marcó la crisis. Se debería cuestionar el principio de estructuración, ya que el simple hecho de poner en un *pool* común créditos de naturaleza diferente (inmobiliarios, créditos para compra de autos, tarjetas de crédito, préstamos a estudiantes) perjudica a la transparencia y favorece el contagio cuando un sector particular más frágil que los otros es afectado. La titularización sólo debe ser aceptada para casos en los cuales figu-

75. Barry Eichengreen, *op. cit.*, pp. 27-28.

76. Un importante avance en este sentido se dio durante el G20 de abril de 2009. En efecto, Estados Unidos, Inglaterra y otros países que tradicionalmente se oponían vigorosamente a cualquier reglamentación nueva que afecte los “paraísos fiscales” con el pretexto de que contribuyen a la liquidez mundial se comprometieron a cooperar para eliminarlos...

77. Bourguinat y Briys, *op. cit.*, p. 199.

ra información exacta, sobre todos los prestatarios cuyos préstamos son reagrupados en el título, así como un análisis fiable y exhaustivo de los riesgos.

Con el propósito de que el banco continúe preocupándose por la solvencia de los prestatarios, la reglamentación podría también obligarlos a conservar una parte de los créditos titularizados en su balance, por ejemplo, los más arriesgados, o limitando la “externalización” a sólo una fracción del crédito. O incluso se podría pensar en prever exigencias de fondos propios sobre la parte “externalizada”.⁷⁸ Además, si se quiere recuperar la confianza en la titularización habría que controlar a los otros actores que participan en el mecanismo de la titularización: las sociedades creadas por los bancos “fuera de balance” para eludir el cuadro reglamentario y los fondos especulativos.

Las principales calificadoras de riesgo no vieron llegar las principales crisis financieras de los últimos años: la crisis asiática de 1997, el surgimiento de los escándalos financieros de principios del siglo XXI (Enron, WorldCom, Parmalat), el estallido de la burbuja Internet en 2000, ni la crisis de los *subprime*. En el caso de esta última, no sólo fueron incapaces de preverla, sino que una vez la crisis abierta, sobre reaccionaron, bajando muy rápido la calificación y contribuyendo así, a aumentar una volatilidad financiera de por sí elevada. En el caso de los créditos titularizados, las calificadoras califican y al mismo tiempo juegan un proceso activo en el mecanismo de la titularización. La constitución del producto y la calificación están completamente imbricadas. Las dos son la misma cosa. Sin la calificación, el título no existiría. Las calificadoras aúnan la actividad de calificación de los títulos y de consejeros en titularización. En cierto sentido, la situación es similar a lo que se evidenció durante el escándalo de Enron con los despachos de auditores que certificaban las cuentas de empresas a las cuales habían servido como consejeros. Además, existe otro conflicto de intereses que contribuye a sesgar su juicio: estas calificadoras son retribuidas por los mismos a los que deben calificar. La relación de largo plazo que se establece entre la agencia y su cliente, lo conduce a retrasar o incluso evitar una degradación de la nota de este último. Ahora bien, en la medida en que estas calificadoras producen un bien público (la nota financiera es un bien público, ya que fundamenta la confianza en una empresa o en un país) y ejercen una misión de servicio público (mejorando la transparencia de la información financiera, reduciendo las asimetrías de información, sirviendo de referencias para la evaluación del riesgo del crédito) sería conveniente que dichas *calificadoras se convirtieran en organismos públicos* administrados como tales.

Las formas de remuneración en la actividad financiera plantean problemas, ya que inducen a la toma exagerada de riesgos.⁷⁹ En efecto, la adquisición de un producto financiero implica siempre la adquisición de una pareja rendimiento-riesgo.

78. Bourguinat y Briys, *op. cit.*, p. 201.

79. Frédéric Lordon, *op. cit.*, pp. 170-171.

El problema con las fórmulas de remuneración en la actividad financiera, sobre todo en el caso de los *traders*, es que sólo toman en consideración el primer elemento de la pareja. La parte variable de su remuneración está indexada únicamente sobre la rentabilidad. Se olvida que la rentabilidad se acompaña siempre de un cierto nivel de riesgo invisible en tiempo real, ya que sólo se materializa a posteriori. El *trader* cobrará el beneficio derivado del alza mientras haya alza, pero no se verá afectado por una eventual baja. En el peor de los casos, su bono será nulo. De hecho, se está incitando a ignorar el riesgo tomado privilegiando la rentabilidad, ya que si hay pérdida sólo se manifestará posteriormente. De esta asimetría de las incitaciones resulta una subapreciación notoria del riesgo. El caso del *trader* Jérôme Kerviel, de la Société Générale, ilustró cómo la búsqueda de la maximización del bono, pudo conducir a rebasar los límites fijados por la jerarquía. Para restablecer una simetría en las incitaciones se ha propuesto que *las remuneraciones de los traders puedan adoptar valores negativos y sean evaluadas a largo plazo sobre una base plurianual*.⁸⁰ A este respecto se propone que las pérdidas resultantes de la materialización de riesgos anteriormente tomados, no sólo anulen el bono, sino que además lo vuelvan negativo. Así, los *traders* se verían obligados a reembolsar sus ganancias pasadas para cubrir las pérdidas presentes. Sin embargo, las reformas deberían concernir no sólo las remuneraciones de los *traders*, sino también las remuneraciones de los dirigentes. Estos últimos son remunerados en buena medida en *stock options* concebidos para que los dirigentes tomen decisiones estratégicas que sirvan los intereses de los accionistas. En tanto que en el pasado los dirigentes buscaban maximizar el crecimiento a largo plazo de la empresa, lo que les permitía continuar ejerciendo su poder, en la actualidad son fuertemente alentados a privilegiar la maximización a corto plazo del valor de la acción de la empresa en Bolsa. Con esto se está privilegiando el desempeño de la acción de la empresa en Bolsa, más que el desarrollo económico real de la empresa en el largo plazo. Más aún, las plusvalías que perciben los dirigentes son independientes del desempeño de las empresas. Basta con que una euforia bolsista haga aumentar el valor de la acción en bolsa, para que sus dirigentes se embolsen una plusvalía. En estas circunstancias, se ha recomendado abandonar la política de *stock options* y recurrir a formas de remuneración de los dirigentes que tomen más en consideración el desarrollo real de la empresa en el largo plazo, que su desempeño en Bolsa en el corto plazo. Sin embargo, como *los stock options* forman una parte central del nuevo dispositivo del capitalismo patrimonial, su supresión está lejos de ser evidente.

De cualquier manera, el control de la finanza es sólo el primer paso. En efecto, la profundidad de la crisis y su carácter *estructural* muestra que no es posible contentarse con una simple reforma de la arquitectura financiera internacional.⁸¹

80. Bourguinat y Briys, *op. cit.*, pp. 193-194.

81. Pierre Dockès, « Croissance: adaptation ou rupture ? » en *Fin de monde ou sortie de crise?* bajo la dirección de Pierre Dockès y Jean-Hervé Lorenzi, París, Perrin, 2009.

Es necesario ir más lejos, reconstruyendo todo el sistema económico, lo cual implica un cuestionamiento total del régimen de acumulación que tiene como principio fundamental la creación de valor para el accionista. Pero eso es otra cuestión, que desborda el objetivo de este artículo.

Consideraciones finales

Los países desarrollados conocieron un crecimiento en los últimos veinte años que no tuvo nada de excepcional si se le compara con un pasado más lejano, particularmente con los famosos Treinta Gloriosos. El crecimiento de esos años se logró con un sistema bancario y financiero que hoy se calificaría de rústico o aburrido. Lo que vuelve muy cuestionable la idea del papel estimulante de la finanza, al menos de esta finanza altamente sofisticada, que parece haber concurrido más a la fragilidad del sistema, que a su eficiencia. En efecto, la crisis financiera de los préstamos *subprime* no representa ningún enigma ni en su desencadenamiento ni en su desarrollo. Sus responsables los podemos encontrar entre los especialistas del crédito inmobiliario, los banqueros, los gerentes de fondos de inversión, las calificadoras de riesgo y los *teóricos de las finanzas de mercado, quienes llevaron al extremo la lógica del modelo de "iniciar y transmitir"*. A fuerza de fraccionar el riesgo al infinito y trasladarlo, crearon las condiciones para el desencadenamiento y el desarrollo de la crisis financiera. La "ceguera colectiva" y la incapacidad de percibir los límites resultan de varios factores, entre los que destacan la confianza excesiva en los modelos teóricos no necesariamente bien fundamentados, el mimetismo extremo, una regulación fallida que continúa siendo nacional en un mundo globalizado, y sobre todo la avidez de ganancias substanciales y rápidas. Tras los avatares de los bancos y otros intermediarios financieros vinculados al *subprime*, se escondía, según Bourguinat y Brys,⁸² algo más fundamental y profundo: una crisis intelectual y moral. Intelectual, ya que la teoría financiera desarrollada en las universidades y en los departamentos de investigación de los bancos prometió maravillas. Moral, ya que no se quiso comprender a partir de qué momento el sistema se trabó, y si no se hizo fue porque los banqueros y otros intermediarios financieros querían siempre ganar más.

La crisis reciente se explica también por un aumento de *la incertidumbre*.⁸³ Es decir, por el alza del riesgo desconocido y no mensurable, diferente a un riesgo mensurable que el sistema financiero sabe perfectamente administrar. Los instrumentos financieros y las estructuras de productos derivados que han sostenido el crecimiento reciente de los mercados de crédito son complejos. De hecho, el cambio sin duda más importante que aconteció en los últimos cinco años en el contexto financiero, fue el concerniente a los productos de crédito complejos, como los

82. Bourguinat y Brys, *op. cit.*, p. 42.

83. Caballero y Krishnamurthy, *op. cit.*

CDO y otros productos aparentados. Debido a la reciente y rápida proliferación de estos instrumentos, los operadores del mercado no disponen de datos en el largo plazo para evaluar el comportamiento futuro de estas estructuras financieras en períodos de tensión. Estos dos factores, complejidad y ausencia de datos históricos, fueron las condiciones previas a una incertidumbre de gran amplitud. Si la incertidumbre se hubiera limitado a los inversionistas hipotecarios *subprime*, tomando en cuenta la talla relativamente modesta de este sector, el sistema financiero habría podido absorber las pérdidas sin mucho daño. Sin embargo, los inversionistas comenzaron a interrogarse sobre la valorización de muchos otros productos de crédito que habían sido estructurados de la misma manera que las inversiones *subprime*. La consecuencia de lo anterior fue que la incertidumbre afectó al conjunto del mercado de crédito, transformando un problema de orden financiero en un problema para la economía real. Aunque el choque de los *subprime* fue de débil magnitud, las reacciones de pánico de los inversionistas le hicieron tomar importancia.

La crisis de los *subprime* tendrá sin duda un efecto considerable sobre el capitalismo mundial, no sólo por sus efectos deletéreos, evidentes sobre la salud del sistema económico y financiero mundial, sino también reabriendo el debate sobre el papel desestabilizador que pueden jugar las finanzas en la economía. En efecto, la crisis de los *subprime* reveló espacios de fragilidad inquietantes en el seno del mercado de capitales al subrayar la complejidad creciente de las finanzas en los últimos treinta años. La finanza moderna se metamorfoseó en un útil poderoso y de una complejidad asombrosa. Cada uno de sus mecanismos contribuyó al mismo efecto de conjunto: asegurar a un pequeño número de empresas financieras la mayor ganancia posible. Los medios de que se dotó son bien conocidos: “precios especulativos”, “apalancamiento”, “productos derivados”, “titularización”, entre otros. Todos reposan sobre el mismo principio: aumentar lo más posible las probabilidades de ganancia aunque se aumente paralelamente el riesgo de pérdidas. Las consecuencias de esta financiarización compleja ahora las conocemos.

De cualquier manera, *la lección principal de esta crisis es el fin de un modelo de crecimiento fundamentado en el ascenso inexorable del endeudamiento*, que se observó con particular nitidez en Estados Unidos en los últimos veinte años.⁸⁴ Este período excepcional se debió a la conjunción de un “gobierno de empresa” en Occidente, orientado exclusivamente a la creación de valor para el accionista, que amplió desmesuradamente las desigualdades de ingresos con una extensión de la mundialización tras el desplome del bloque soviético y el ascenso de los países emergentes, que creó un mercado de trabajo mucho más vasto con un exceso global de mano de obra. Con el abandono del fordismo, que implicó la desconexión entre la evolución de los salarios reales y la de la productividad, el crecimiento en los países desarrollados, sobre todo anglosajones, pasó a depender de

84. Michel Aglietta, *op. cit.*, p. 124.

la disminución del ahorro y del consumo a crédito. El ascenso del endeudamiento de las familias, de las empresas y del estado contribuyó a mantener la actividad económica, enmascarando desequilibrios insostenibles hasta que la crisis surgió con el estallido de la burbuja inmobiliaria, mostrando los límites del modelo.

RESUMEN

El punto de partida de este artículo es el paso de “un régimen de crecimiento fordista” a “un régimen de creación de valor para los accionistas” acompañado de una pérdida de importancia relativa de la finanza indirecta en beneficio de la finanza directa. Es en el seno de esta finanza directa de mercado donde aparecen los productos derivados, los derivados del crédito y los productos estructurados, así como los mecanismos de la titularización que están en el corazón de la crisis financiera de los préstamos *subprime*, crisis de un “capitalismo desreglamentado con dominio financiero”. En este artículo, se analizan el origen de la crisis de los *subprime* (desequilibrios macroeconómicos, disfunciones microeconómicas y prácticas financieras riesgosas), su desarrollo y conversión en crisis sistémica que golpea la economía real de casi todos los países del mundo. Finalmente, tras examinar algunas propuestas para regular el capitalismo financiero, se extraen algunas lecciones importantes entre las cuales destacan el carácter estructural de la crisis y el ocaso de un modelo de crecimiento fundamentado en el ascenso inexorable del endeudamiento que se observó particularmente en los Estados Unidos en los últimos veinte años.

ABSTRACT

The point of departure of this article is the step of «a fordist regime of growth» to «a regime of creation of value for the shareholders» accompanied of a loss of relative importance of the indirect finance in benefit of the direct finance.

This direct finance of market is the space where the derivative products appear, the derivatives of the credit and the structured products, as well as the mechanisms of the securitization that are in the heart of the financial crisis of the subprime lendings, the crisis of a «deregulated capitalism with financial domain». This article analyzes the origin of the subprime's crisis (macroeconomic imbalances, microeconomic dysfunctions and risky financial practices), its development and conversion in systemic crisis that strikes the real economy of almost all the countries of the world.

Finally, after examining some proposals to regulate the financial capitalism, some important lessons are extracted between which stand out the structural character of the crisis and the decline of a model of growth based on the inexorable ascent of the indebtedness who was observed particularly in the United States in the last twenty years.

