



CIP-ECOSOCIAL

EL CENTRO DE INVESTIGACIÓN PARA LA PAZ (CIP-ECOSOCIAL) ES UN ESPACIO DE REFLEXIÓN, ENCUENTRO Y DEBATE QUE ANALIZA LAS TENDENCIAS Y LOS CAMBIOS PROFUNDOS DE NUESTRO TIEMPO DESDE UNA PERSPECTIVA CRÍTICA Y TRANSDISCIPLINAR.

CREADO POR FUHEM EN 1984, SE DEDICÓ EN SUS INICIOS AL ANÁLISIS DE LA AMENAZA QUE SUPONÍA LA GUERRA FRÍA. EL ESTUDIO DE LA GLOBALIZACIÓN, LA ECOLOGÍA, LAS MIGRACIONES, LAS IDENTIDADES Y LA EDUCACIÓN PARA LA PAZ Y EL DESARROLLO HAN IDO ENRIQUECIENDO SU VISIÓN A LO LARGO DE LOS AÑOS. EN LA ACTUALIDAD, EL CENTRO DE INVESTIGACIÓN PARA LA PAZ ASUME UN ENFOQUE ECOSOCIAL QUE VINCULA LAS RELACIONES DEL SER HUMANO CON SU ENTORNO SOCIAL Y NATURAL. A PARTIR DE TRES DE LOS GRANDES RETOS DE LA SOCIEDAD ACTUAL COMO SON LA SOSTENIBILIDAD, LA COHESIÓN SOCIAL Y LA CALIDAD DE LA DEMOCRACIA, EL CENTRO ESTABLECE SUS TEMAS CENTRALES.

MÁS INFORMACIÓN EN: WWW.FUHEM.ES/CIP-ECOSOCIAL/

FRÉDÉRIC LORDON

INGENIERO Y DOCTOR EN ECONOMÍA. TRABAJA COMO DIRECTOR DE INVESTIGACIÓN DE SEGUNDO NIVEL DEL CNRS (CENTRE NATIONAL DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE) EN EL BUREAU D'ÉCONOMIE THÉORIQUE ET APPLIQUÉE (BETA) DEL POLO EUROPEO DE GESTIÓN Y DE ECONOMÍA DE LA UNIVERSIDAD LOUIS PASTEUR DE ESTRASBURGO. HA DIRIGIDO Y PARTICIPADO EN DIVERSAS OBRAS COLECTIVAS Y ES AUTOR DE NUMEROSOS ARTÍCULOS EN REVISTAS COMO *CAHIERS D'ÉCONOMIE POLITIQUE*, *ÉCONOMIE APPLIQUÉE*, *JOURNAL EVOLUTIONARY ECONOMICS*, *OXFORD REVIEW OF ECONOMIC POLICY*, *REVUE ÉCONOMIE POLITIQUE* Y *REVUE ÉCONOMIQUE*. HA PUBLICADO VARIOS LIBROS, ENTRE LOS QUE DESTACAN LOS QUE ANALIZAN, DESDE UNA PERSPECTIVA CRÍTICA, LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS FINANZAS INTERNACIONALES. ENTRE LOS TÍTULOS MÁS RELEVANTES PUEDEN CITARSE: *FONDS DE PENSION, PIÈGE À CONS?*, RAISONS D'AGIR, 2000, PARÍS. *LA POLITIQUE DU CAPITAL*, ÉDITIONS ODILE JACOB, 2001. Y *ET LA VERTU SAUVERA LE MONDE ... DE LA DÉBÂCLE FINANCIÈRE AU SALUT PAR «L'ÉTHIQUE»?*, ÉDITIONS RAISONS D'AGIR, 2003.

Frédéric Lordon

El porqué de las crisis financieras y cómo evitarlas

Traducción de
Francisco Javier Gutiérrez Hurtado
y Luis Fernando Lobejón Herrero



COLECCIÓN ECONOMÍA CRÍTICA Y ECOLOGISMO SOCIAL

CONSEJO ASESOR

SANTIAGO ÁLVAREZ CANTALAPIEDRA
CARLOS BERZOSA
ÓSCAR CARPINTERO
CRISTINA CARRASCO
ÁNGEL MARTÍNEZ GONZÁLEZ-TABLAS
JORGE RIECHMANN

DISEÑO DE COLECCIÓN: ESTUDIO PÉREZ-ENCISO
DISEÑO DE CUBIERTA: JACOBO PÉREZ-ENCISO

TRADUCCIÓN DE FRANCISCO JAVIER GUTIÉRREZ HURTADO Y LUIS
FERNANDO LOBEJÓN HERRERO

JUSQU'À QUAND? POUR EN FINIR AVEC LES CRISES FINANCIÈRES
© ÉDITIONS RAISONS D'AGIR, 2008

© CENTRO DE INVESTIGACIÓN PARA LA PAZ (CIP-ECOSOCIAL)
DUQUE DE SESTO, 40
28009 MADRID
TEL. 91 576 32 99
FAX 91 577 47 26

© LOS LIBROS DE LA CATARATA, 2009
FUENCARRAL, 70
28004 MADRID
TEL. 91 532 05 04
FAX 91 532 43 34
WWW.CATARATA.ORG

EL PORQUÉ DE LAS CRISIS FINANCIERAS Y CÓMO EVITARLAS

ISBN: 978-84-8319-443-0
DEPÓSITO LEGAL: M-26.456-2009

PROHIBIDA SU VENTA EN AMÉRICA LATINA

ESTE MATERIAL HA SIDO EDITADO PARA SER DISTRIBUIDO. LA INTENCIÓN DE LOS EDITORES ES QUE SEA UTILIZADO LO MÁS AMPLIAMENTE POSIBLE, QUE SEAN ADQUIRIDOS ORIGINALES PARA PERMITIR LA EDICIÓN DE OTROS NUEVOS Y QUE, DE REPRODUCIR PARTES, SE HAGA CONSTAR EL TÍTULO Y LA AUTORÍA.

THIS WAS NOT THE WAY THE "OWNERSHIP SOCIETY"
WAS SUPPOSED TO WORK...

New York Times, 14 de julio de 2008

COMOQUIERA QUE TODAS LAS COSAS SE HAN HECHO
SE PUEDEN DESHACER, CON LA CONDICIÓN DE QUE SE
SEPA CÓMO SE HICIERON.

Michel Foucault

ÍNDICE

PRÓLOGO 9

INTRODUCCIÓN 11

1. Las falsas promesas de los mercados financieros 12
2. Bajo la diversidad de las crisis, la invariabilidad de las finanzas liberalizadas 14
3. El rechazo de la revisión 18
4. ¿Por qué y hasta cuándo? 21
5. Advertencia 24

CAPÍTULO 1. COMPETENCIA Y CODICIA: LOS INGREDIENTES DE LA CEGUERA 27

1. 'High yield': la fuerza motriz 28
2. Competencia tóxica 31
3. '... Pero todos se verán afectados' 36
4. El fracaso de los mecanismos de salvaguardia 40
5. Miseria del moralismo 44
6. 'Golfos' providenciales 46

CAPÍTULO 2. LA PLAGA DE LA 'INNOVACIÓN FINANCIERA' 49

1. Los intelectuales orgánicos de las finanzas 50
2. La proliferación financiera 53

3. El 'milagro' de la titulización 55
4. De los ABS a los CDO: la titulización iterativa 60
5. La titulización como estrategia para burlar la regulación 63
6. ABS y CDO, máquinas para generar rentabilidad bancaria 65
7. Los 'profesionales del riesgo'... ya no quieren más riesgo 68
8. Las falsas promesas de los derivados de crédito 75
9. Las finanzas autistas y entrópicas 85

CAPÍTULO 3. LA CAÍDA LLAMA A LA CAÍDA 92

1. Los efectos que aceleran el 'momento de la verdad' 93
2. Bear Stearns, 22 de junio de 2007: mal día 96
3. El fuego se extiende entre la maleza 100
4. Tántalo y la liquidez 103
5. El difícil reconocimiento de las pérdidas 105
6. El terror del riesgo de contraparte 110

CAPÍTULO 4. EL ESTADO, SALVADOR TOMADO COMO REHÉN 114

1. El 'síndrome chino' del riesgo sistémico 115
2. Tensiones en el mercado interbancario 120
3. La intervención forzada del banco central 122
4. Las conquistas de las finanzas 125
5. La solución al 'dilema del salvador': la condicionalidad 131

CAPÍTULO 5. CAMBIAR TODO 135

1. El callejón sin salida de Basilea 136
2. Seis principios y nueve propuestas para acabar con las crisis financieras 145

EPÍLOGO. ¿CAMBIO DE ÉPOCA? CRISIS FINANCIERA Y ESTRAGOS DEL NEOLIBERALISMO 161

1. El crédito fácil y abundante o la muleta del capitalismo anti-salarial 162
2. ¿Una crisis estructural del régimen de acumulación estadounidense? 169
3. Mientras tanto, en Francia... 181

GLOSARIO 189

PRÓLOGO

El manuscrito de esta obra se concluyó a finales de agosto de 2008. Sus pruebas se corrigieron el 22 de septiembre. Entre medias se produjo una "década prodigiosa" —del 10 al 20 de septiembre— que ha de cambiar el rostro del mundo neoliberal.

¿Desfasado antes incluso de su aparición?¹ Sería el caso si este libro tuviera intención de ser una crónica de la crisis. ¡Entonces, buena parte del mismo no habría respondido a las expectativas! Aunque se retomase con rapidez, estaría condenado a la fatalidad de la obsolescencia —o bien al trabajo de una escritura interminable, puesto que, en este otoño de 2008, la descomposición financiera toma un curso torrencial que hace caduco el comentario en tiempo real desde el instante en que se produce—.

Pero la perspectiva de este libro no es ésta. Los acontecimientos a los que hace referencia no se utilizan para consignar unos hechos, sino como soporte de un análisis —a fin de cuentas, el libro estaría muy incompleto, aunque el reloj se hubiese parado a finales de agosto de 2008—, y ha dejado de lado, a propósito, un buen número de acontecimientos interesantes que un historiador del periodo no dejará de considerar.

El hecho de que la "factura" del rescate de Fannie Mae y Freddie Mac haya ascendido a 200 mil millones de dólares cuando era sólo de 25 mil millones al acabar el libro; el hecho de tener que añadir

Lehman Brothers, Merrill Lynch y AIG a la lista, decididamente interminable, de los quebrados o de los grandes quemados; el hecho de que ya no haya bancos de negocios en Estados Unidos (!); el hecho de que una estructura gigante de control financiero destinada a purgar de un golpe el sistema financiero constituya una deliciosa irrupción del socialismo —única capaz de salvar el capitalismo estadounidense del desastre—; todo esto, que ya de por sí es considerable, e incluso inaudito, no altera, sino más bien al contrario, lo que el primer año de la crisis ya indicaba: que el análisis de los daños intrínsecos de las finanzas liberalizadas obliga, imperativamente, a meterlas en vereda, es decir, a una reacción política de primera magnitud.

En definitiva, el curso asombroso tomado por la crisis desde el 12 de septiembre de 2008 sólo cambia una cosa, aunque importante: ha pulverizado literalmente todas las estrategias que, actuando a favor de corriente, pensaban ahuyentarla con algunas buenas palabras —llegado el caso se iría hasta las declaraciones marciales—, es decir, con un sucedáneo de “regulación” a base de transparencia y virtud, y, con los efectos del olvido, para, una vez amortiguado el choque, dejar que los negocios retomasen tranquilamente su curso sin necesidad de cambiar nada significativo. Esta disposición de espíritu, que prevalecía a finales de verano de 2008, ha sido aniquilada. Nadie puede ignorar que son las mismas estructuras de los mercados liberalizados de capitales las que están en cuestión, y que dejarlas tal cual supone ipso facto abonarse de nuevo a “crisis y cracs”. Inspeccionar a fondo las finanzas ya no es una opción.

París, 22 de septiembre de 2008

NOTAS

1. La primera edición en lengua original fue publicada en Francia en noviembre de 2008. [N. del E.]

INTRODUCCIÓN

Como los huracanes, las crisis financieras tienen un apelativo. Pero no lo podemos conocer de antemano y sólo se nos revela en medio de los acontecimientos. Cuando golpean las primeras ráfagas y cuando los techos vuelan, nadie se pregunta si es más juicioso que el ciclón se llame Katrina, Lucienne, o Isidora. Ése no es el caso de las crisis financieras, donde, por seguir con la metáfora meteorológica, todo el mundo sabe que el rayo va a caer... pero ignora dónde va a golpear. El nombre de la crisis sólo se conocerá asociado a la gran destrucción. Así, la crisis financiera internacional de 1998 se llama *Long Term Capital Management* (LTCM). En 2001, la explosión de la burbuja de la "nueva economía" se llama Enron. Desde este punto de vista, constituye un índice de la gravedad de la crisis financiera de 2007-2008, la gran cantidad de pretendientes a los "honorés" del epónimo: si la historia, que sabe seleccionar las imágenes impactantes, retiene la del billete de dos dólares pegado en las puertas del banco, como símbolo del vil precio al que fue comprado por J. P. Morgan¹, la crisis adoptará el nombre de Bear Stearns. Pero si retiene la de las filas de ahorradores serpenteando en la calle, se llamará Northern Rock. También, Indymac, la tercera quiebra de la historia bancaria estadounidense, está entre los nombres posibles. Sin embargo, por talla, es el binomio gigante

Fannie Mae-Freddie Mac quien tensa la cuerda. Cuatro nombres, cuatro momentos en los que el sistema financiero mundial se asoma al borde del abismo. No hay margen para el error: los años 2007-2008 están llamados a figurar muy alto en la historia de la sinrazón financiera.

1. LAS FALSAS PROMESAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Hay algo más espectacular que los propios acontecimientos: la extrañeza de quienes los comentan. Evidentemente, la mayor parte ha comulgado, desde hace dos décadas, sin la menor restricción, con el credo de los mercados desregulados. Y sin el menor esfuerzo de aprendizaje. ¡Pues no han faltado las crisis, desmentidos prácticos y repetidos de las pretensiones de los mercados financieros! Desde que la desregulación está bien engrasada, no han pasado más de dos años y medio —de media— sin una conmoción importante: 1987, crac de Wall Street; 1990, crisis inmobiliaria y de las *Savings & Loans* (cajas de ahorro estadounidenses); 1992, primera crisis del Sistema Monetario Europeo (SME), monetaria y no financiera, stricto sensu, pero crisis también de los mercados de capitales desregulados; 1993, segunda crisis del SME; 1994, crac de Estados Unidos; 1997, primera crisis financiera internacional (Tailandia, Corea, Hong Kong); 1998, segunda crisis financiera internacional (Rusia, Brasil); 2000-2002, explosión de la burbuja de internet; 2007-2008, finalmente... ¿Es posible no ver que estos episodios forman una *serie*? Pero la "teoría" no cesa: los mercados financieros son indispensables para la economía. Por cierto, ¿qué supuestos servicios prestan? Es el tipo de pregunta que adora la "teoría", pues se sabe segura con respuestas preparadas y dispuestas para su uso: "los mercados realizan una asignación óptima de capital y la mejor gestión del riesgo". Mala suerte, ya que las dos últimas crisis arruinan metódicamente las dos pretensiones.

¿Asignación *óptima* del capital? Parece exagerado teniendo en cuenta las aberraciones de la burbuja de internet y la avalancha de inversores detrás de la que sólo hay capitales de empresas sin beneficio, clientes, o cifras de negocio. Pero era la *nueva* economía,

más excitante que la antigua. Gracias a ello, empresas que han tenido el mal gusto de no tener un nombre con "zz" u "oo", o de seguir fabricando cemento en lugar de lugares de encuentros en red, se han visto ignoradas por los inversores, maltratadas en sus cotizaciones bursátiles, y declaradas aptas para los cubos de la basura de la historia. Sabemos la continuación: la mortalidad ha sido muy fuerte entre las "nuevas empresas", y muchas han confirmado lo que se veía venir, a saber, que aunque tenían a la moda de su parte, la mayoría no tenía ningún porvenir. La burbuja de internet permanecerá como uno de los casos más espectaculares de asignación aberrante de capital, masivamente dirigido hacia sueños simiescos llamados a evaporarse, y hurtado a otras empresas cuyo único demérito era el de ser abandonadas por el capricho volátil del momento. De esta época heroica quedará, igualmente, el recuerdo de un delirio de fusiones-adquisiciones, llevado al extremo de que lo importante era fusionarse, e importaba poco con quién o para qué². No fusionarse era una "falta de audacia" o de "visión" severamente sancionada en Bolsa, de manera que los megalómanos arrastrados por la locura del tamaño, que respondían con alegría a las exhortaciones de la época, se han mezclado con otros lanzados a la fusión contra su voluntad y obligados a ceder a los gritos de los "asignadores óptimos de capital". Nadie ha vociferado contra la incuria del sector privado como se ha hecho contra el Estado, aunque sus derroches de capital no han tenido medida, mientras que "el mercado" ha reclamado y conseguido fusiones que figurarán entre los más grandes fracasos industriales y financieros de los últimos decenios.

Si la "asignación óptima de capitales" es una cualidad incierta de los mercados, ¿qué decir de su aptitud para la "gestión del riesgo"? Es de temer que esta pretensión no resista el examen, pero esta vez asociado a la presente crisis de las *subprimes*. Las finanzas titulizadas, que han proporcionado los criterios con los que esperaban ser juzgadas, se han jactado, desde el comienzo, de sus grandes cualidades en la materia: fraccionar y diferenciar los riesgos, hacerlos circular hasta las manos más aptas para manejarlos; ésa ha sido la promesa de los derivados de crédito... aunque ahora se ha confirmado que han hecho crecer el riesgo global en proporciones

fuera de todo control, han vuelto totalmente opaca su distribución y han ocasionado una crisis de confianza sin precedentes en el universo bancario. Que nadie se haga ilusiones: de la misma forma que encontraron abundantes argumentos para sostener “el carácter óptimo de la asignación” después de la burbuja de internet —y en tantos otros avatares pasados—, encontrarán otros tantos, sin duda similares, para mantener después de la crisis de las *subprimes* que no hay nada mejor que las finanzas estructuradas*³ para el “dominio del riesgo”, y que sólo se trataba de un accidente en el trayecto.

2. BAJO LA DIVERSIDAD DE LAS CRISIS, LA INVARIABILIDAD DE LAS FINANZAS LIBERALIZADAS

Aceptar, como los menos estrechos de miras acaban por reconocer, el alcance histórico del acontecimiento —incluso el *Financial Times* admite que se trata de la más grave crisis financiera en occidente desde hace setenta años— no les da más crédito. En verdad, esto no es fácil de calibrar. Por otra parte, es quizá una de las particularidades de esta crisis: que no se deja encerrar en una caracterización única, sino que reviste simultáneamente múltiples significaciones aparentemente contradictorias. Se puede decir, sin ceder al gusto de la paradoja, que es a la vez *específica* y... *genérica* —más tarde, y para una mejor comprensión, añadiremos que es *singular*—. Estas tres propiedades, en principio incompatibles, conviven, sin embargo, muy bien en este mismo acontecimiento.

Específica pues el primer movimiento del endeudamiento permite ver, en el episodio de las hipotecas *subprime*, una “nueva crisis”, no solamente en el sentido de “una crisis más”, sino como crisis de nuevo “tipo”. La gente normal —y no solamente ella— ve aparecer de golpe un conjunto de nociones de las que no tenía la menor idea, con las *subprimes* a la cabeza, seguidas de “titulización*”, “CDO*”, “ABS*”, *monolines**, “CDS*”, y es difícil evitar que esta avalancha de “nuevas” cosas permita decir que la crisis también es “nueva”. Se dice también, y con razón, que es una “crisis de crédito”. Sin embargo no es la primera vez que las aventuras especulativas de los bancos acaban en *credit crunch**: conviene recordar

que en el naufragio de las cajas de ahorro estadounidenses de 1990 ya estábamos ante un hundimiento inmobiliario. Pero ésta es la primera vez que se asiste, y más a esta escala, a la crisis de los llamados "mercados de crédito al por mayor", es decir, los mercados donde se intercambian los títulos de deuda que emiten masivamente los bancos para su refinanciación y de los que cada vez son más dependientes. La inmensa mayoría de la panoplia de acrónimos raros designa este tipo de títulos; se trata de productos denominados "derivados de crédito", estructurados* para "reciclar" antiguos créditos bancarios y permitir otros nuevos, y cuyo hundimiento ha dañado profundamente la capacidad de los bancos para realizar préstamos. Esta crisis tiene particularidades que la diferencian inmediatamente de las precedentes por los compartimentos de mercado y los tipos de activos a los que afecta.

¡Especifica sí, y, sin embargo, también *genérica*! Pues, en las finanzas de mercado, las variaciones superficiales son expresiones diversificadas de una misma estructura profunda. Si nos quedamos solamente en la diversidad de las manifestaciones financieras corremos, evidentemente, el gran riesgo de ver sólo los *casos*, allí donde, de hecho, sólo hay *declinaciones*. Sin embargo, parece que las finanzas se hicieran perezosas y no quisieran tomarse la molestia de emborronar las pistas, de forma que aparecen gran cantidad de indicadores que conducen, incluso a un observador poco perspicaz, a encontrar similitudes entre las crisis, bien identificadas a priori, aunque, en principio, aparezcan totalmente extrañas entre ellas. La crisis de las *dotcom* de 2000-2002 y de las *subprimes* de 2007-2008 tenían todo para aparecer como dos episodios sin ninguna relación. ¿Qué puede haber en común entre una crisis de valorización de una determinada categoría de *acciones*, ligada por tanto a expectativas sobre los beneficios de las empresas, y una crisis de evaluación de los riesgos asociados a los *productos derivados de crédito*? A priori parece que nada. Por esta razón, su paralelismo formal no sorprende, sino que, más bien, revela una profunda unidad.

El milagro del "nuevo paradigma". Tanto *dotcom* como *subprimes* ilustran el fantasma permanente de las finanzas en busca del milagro que permita ganar más arriesgando menos. Como si olvidasen la idea que, sin embargo, es consustancial, de que las ganancias

financieras son dependientes del riesgo —e incluso que las ganancias financieras *son* la remuneración del riesgo, y, consecuentemente, que rentabilidad y riesgo están llamados a crecer concertadamente—. Las finanzas resucitan, regularmente, el sueño de vencer su dilema: ganar más con el mismo riesgo, o arriesgar menos con igual rentabilidad. El milagro, que reclama su dosis de fe, va acompañado de profecías, que se resumen en una: “el mundo ha cambiado”. “Innovación” es el nombre de la quimera. Cuando están inspiradas, e incluso brillantes; dicen: “cambio de paradigma”. Nacen nuevas empresas, lanzadas por algunos estudiantes alrededor de tres mesas de IKEA; valen millones, a veces miles de millones: en efecto, es preciso, al menos, un “nuevo paradigma” para hacer posible este tipo de acontecimientos aberrantes... “Las gentes creían que el mundo era diferente”, observa Larry Fink⁴ del fondo BlackRock. Pero estas propuestas datan de 2008 y hablan de titulización. La creencia en las *dotcom* y en las *subprimes* se apoyará exactamente en las mismas palabras. Mientras que unos confiaban en el relanzamiento de las fronteras del beneficio empresarial, los otros apostaban por la solución definitiva del riesgo de crédito* —y el discurso del desencanto es similar—.

La bendición de las agencias. En ambos casos, afirmar que las agencias de calificación han alentado la borrachera general es decir poco. De la misma forma que dieron validez a las delirantes valorizaciones bursátiles de las nuevas empresas, certificaron la perfecta seguridad de los productos de la titulización —no haciendo otra cosa que sumarse a la gran corriente de las creencias, allí donde se esperaba que mantuviesen su cabeza fría—. Era necesario que instituciones supuestamente exteriores al frenesí del mercado aportasen su juicio y su autoridad para consolidar las creencias: las agencias eran las encargadas y figurarán en un lugar destacado entre quienes contribuyeron a las falsas profecías del “nuevo paradigma”, tanto en el caso de las *subprimes* como en el de las *dotcom*. El mantenimiento, con cinco años de intervalo y en dos crisis tan heterogéneas, de la similitud de los términos con los que se han puesto en duda las agencias de calificación debería sugerir pequeñas “conexiones”... por no decir algo más fuerte de la profunda incapacidad de la comunidad financiera para el aprendizaje que revela esa similitud.

La proliferación de las operaciones "fuera de balance". ¿Qué decir también del balbuceo de protestas aparentemente escandalizadas —tales como las mantenidas por los más fervientes partidarios del juego... antes de que éste cambiara de sentido— indignándose con la proliferación de estructuras jurídico-financieras opacas y fuera de todo control? Se denuncian los bien llamados SPV*, *Special Purpose Vehicles*, en los que Enron había protegido sus actividades más dudosas hasta junio de 2001. Pero son las mismas estructuras *offshore* las que han servido de base a la titulización masiva de los créditos de las hipotecas *subprime* hasta 2007. Con seis años de distancia, la denuncia de las estructuras "fuera de balance" vuelve a ser idéntica. Y, de una crisis a otra, las mismas palabras se utilizan en los mismos sermones impotentes —y parecen contentos con ello—.

Las llamadas a la virtud. Finalmente, el colmo del ridículo y de la simple repetición de argumentos, se alcanza en el momento en que los "moralizadores" hacen su grandilocuente entrada en escena. Son la virtud y la ética, explican, las que han faltado. Se denuncia a los crápulas y a los amoraes, se habla con énfasis del "espíritu del capitalismo". Aquí Kenneth Lay (el patrón de Enron), allí Jérôme Kerviel, pararrayos ideales sobre los que hacer caer la culpa y organizar la distracción. Pues, evidentemente, mientras se hable de los "defraudadores" no se habla de otra cosa —en particular, de la lógica general del sistema, que ha visto cómo se generan grandes pérdidas en total conformidad con las prácticas legales habituales—. Con los nombres propios en primera línea, los discursos "éticos" de 2000 y 2007 son perfectamente intercambiables —e igualmente ineptos—.

¡Una única solución: la autorregulación! Durante este tiempo, los hombres del serrallo comprenden rápidamente que el espectáculo, tanto de las aberraciones financieras diarias como de los daños colaterales que ocasionan en la economía real, puede suscitar alguna agitación política, incluso veleidades reguladoras. Sin embargo, el Estado sólo debe servir para resolver los pequeños fallos de las espléndidas finanzas privadas: se trata de que el Tesoro público tenga la sabiduría necesaria para arreglar algunos "incidentes aislados" y de que calle para el resto de los asuntos. Y como hay que soltar lastre, las finanzas hacen generosas concesiones verbales y anuncian con magnanimidad que van a encargarse, por sí mismas,

de reexaminar sus prácticas —entendámonos bien— “¡no dejaremos que la ley se entrometa en nuestros negocios!”. El 10 de abril de 2008, el Instituto de las Finanzas Internacionales, que representa a 375 de las más grandes compañías financieras, lanza públicamente un acto de contrición ante la crisis de las *subprimes*; pero su verdadero sentido sólo se destapa en sus propuestas finales: “queremos indicar que nosotros, la industria financiera, podemos mejorar el trabajo”⁵, —y precisando para que no se entienda mal—: “sería completamente erróneo que las autoridades impongan más regulaciones a la industria financiera”. Se saca del armario, en perfecto estado, el discurso del “código de buena conducta”, que sigue de actualidad: vuelve en 2007 tal y como se dejó, después de utilizarlo, en el año 2000. Los profesionales de las finanzas se comprometen a elaborarlo con toda seriedad... y, sobre todo, a no hacer nada hasta que pase la tormenta. ¡Todo ello con la gran ventaja de que la inacción permite renovar el compromiso con toda solemnidad en cada nueva ocasión! Ciertamente, para que la maniobra sea eficaz, es necesario que no haya nadie que repare en que las mismas personas, ya la última vez... Pero, como dicha maniobra tiene bastantes posibilidades de llevarse a cabo, las finanzas-que-prometen-autorregularse-en-cuanto-les-sea-posible, se equivocarían si se sintieran molestas. En el futuro, sin embargo, se intentarán evitar las torpezas más flagrantes y las elecciones problemáticas: en 2002, después del estallido espectacular de la burbuja de internet, la patronal francesa, deseosa de evitar cualquier reacción política, se había precipitado, redactando con urgencia un informe que denunciaba de antemano el carácter inapropiado de la regulación externa, ya que es preferible la autorregulación. El encargado del informe se llamaba Daniel Bouton, y era presidente de un banco que se haría famoso, cinco años más tarde, por la calidad de su “autorregulación”.

3. EL RECHAZO DE LA REVISIÓN

Cuando el fracaso de las finanzas liberalizadas estalla con estrépito, cuando se reiteran las limitaciones de forma visible, y cuando reaparecen bajo formas apenas modificadas las mismas catástrofes de

inestabilidad y de incuria financieras, a los partidarios del mercado sólo les quedan los argumentos del quietismo filosófico, el de dejar hacer a la historia, en suma, la apuesta por la sabiduría —pero, sobre todo, para uso de otros—. Con el fatalismo ecuánime y distinguido de los que jamás han sufrido la fatalidad, *The Economist* recurre a la coartada del “esto es así”: “la crisis es el precio de la innovación”⁶, “los financieros han descubierto que habían creado riesgos que son incapaces de dominar”. No hay razón para condenar globalmente el sistema: “es muy útil”⁷, y, todo esto, dicho con una flemma impecable —la de quien no ha tenido que pagar nunca los platos rotos—. “Como reconocía M. Paulson, una mejor regulación no evitará una explosión cada cinco o diez años. A partir de ese momento se oirán de nuevo clamores de cambio.”⁸ Es preciso, pues, que las víctimas del *credit crunch*, empresas condenadas a la quiebra por falta de renovación de sus créditos, y asalariados que pierden su trabajo, aprendan a filosofar y a aceptar el ciclo financiero, que no cambiará antes que el de las revoluciones cósmicas. Con su profunda sabiduría —*The Economist*— se muestra indulgente anticipadamente: habrá, inevitablemente, “clamores”, ¿pero no es el precio —benigno— que hay que pagar por dirigirse a una muchedumbre inmadura y chillona?

Hay algo peor que la morgue de los satisfechos: su forma de interpretar la historia. También *The Economist* invita a sopesar las consecuencias de un proceso regulador improcedente a la luz del pasado: no se puede ir “contra cinco siglos de auges y hundimientos financieros”⁹, ya que “un sistema financiero sofisticado e innovador puede acarrear crisis destructivas, pero un sistema estrechamente regulado condena a la economía a un crecimiento lento”¹⁰. Podemos pasar por el barbarismo historiográfico que consiste en creer que vivimos en el “capitalismo financiarizado” desde hace cinco siglos, aunque haya algo de verdad en la lejana referencia: pese a que nunca hayan tenido el grado de organización como *sistema* que tienen actualmente, los mecanismos especulativos han demostrado desde hace bastante tiempo sus perjuicios. Habría que realizar una lectura totalmente inversa de la historia a largo plazo, no la lectura fatalista de que “las cosas son así”, sino la lectura correcta, y de hecho simplemente consecuente, que consiste en impedir que se reinstalen,

a una escala cada vez más amplia, mecanismos cuya desastrosa inestabilidad, se ha constatado a menudo. Para quien no estuviera influido por la teoría dominante, habría sido fácil releer a autores — Keynes, Kindleberger¹¹ o Minsky— cuya lucidez analítica, instruida en las crisis de los inicios del siglo XX, ha mostrado qué tipo de catástrofes eran capaces de producir las finanzas de mercado, y sobre todo, cuáles eran los mecanismos más generales que se repetían en el tiempo. La desregulación financiera de mediados de los años ochenta permanecerá siempre como un caso de ignorancia supina de las enseñanzas de la historia y de la teoría económica más ilustrada. Desde que comenzó la “innovación financiera”, sin ninguna necesidad de tener que conocer sus hallazgos futuros, un observador que no hubiera sido completamente intoxicado por la doctrina “de la eficiencia y de la autorregulación de los mercados” habría podido anunciar, genéricamente, los desastres que iban a venir. ¿Es una casualidad que, en apenas dos años, la desregulación nos haya recordado el “octubre negro” de Wall Street de 1987 (e incluso al de 1929, resurgido tal cual del congelador de la historia); o, más fuerte aún, que la crisis de las *subprimes* nos obsequie con Northern Rock, un pánico bancario que el Reino Unido no había conocido desde... 1866? No hay, desgraciadamente, nada nuevo bajo el sol de los mercados liberalizados, ni siquiera la amnesia de los que, inconscientemente, les reabren la puerta periódicamente.

Pero en la historia revisada y corregida por *The Economist*, la alternativa de la “sofisticación capaz de altas prestaciones” y de “la regulación de crecimiento débil” nos deja perplejos. El semanario liberal ha olvidado claramente que la desregulación financiera se relaciona, en un buen número de países industrializados, con un crecimiento muy mediocre. En todo caso, mucho más débil que el de los años 1945-1975, conseguido con una configuración del capitalismo que tuvo la prudencia de dejar a las finanzas encerradas bajo doble llave. Se espera siempre del sistema “sofisticado” un crecimiento del 5 por ciento y el pleno empleo del sistema regulado y “arcaico”. Quienes no pueden recibir este tipo de referencias sin asociarlas rápidamente con una vuelta a la “edad de oro”, son incapaces de comprender que pueda hacerse de ellas un uso simplemente *lógico*. Basta un *único* contraejemplo para destruir una generalidad. Es

comprensible que quieran, por tanto, ahuyentar de su recuerdo el periodo del contraejemplo fordista, ya que es una de las manchas indelebles de la historia que arruinan de forma inapelable la propuesta del capitalismo financiarizado como forma universal y universalmente superior de organización económica. La negativa a volver a regular es todo lo que les queda. Tal es el caso de Alan Greenspan¹², que no duda en mantener que “la regulación, supuesta solución a la crisis de hoy, no ha sido nunca capaz de eliminar las crisis de la historia”¹³. ¿Sabe Alan Greenspan que la regulación ha sido precisamente la que nos ha permitido atravesar los años 1945-1985 *sin una sola crisis financiera*? ¿O finge olvidarlo? Actúa de la misma forma que *The Economist*, que para no estropear la belleza de su cuadro histórico, ha preferido, pura y simplemente, escamotear los periodos que no han tenido el detalle de confirmar su tesis de partida —un poco a la manera del estalinismo, que borraba de las fotos oficiales a los “camaradas” inoportunos—.

4. ¿POR QUÉ Y HASTA CUÁNDO?

Sin embargo, no hay mucho tiempo para poner término al eterno retorno de las crisis financieras. Si “las cosas pueden deshacerse siempre que se sepa cómo se han hecho”, la única solución posible es abandonar las evocaciones grandiosas y falaces de “la historia” para abrir la caja negra de las finanzas. Una cosa es, en efecto, constatar el eterno retorno de las crisis financieras y percibir la continuidad de sus formas bajo la diversidad de sus contenidos, y otra identificar sus mecanismos fundamentales y las fuerzas que las reengendran continuamente. Una paradoja se añade a la otra. Sería casi tentador dejarse guiar por los amigos de las finanzas, ya que algunos, claramente entre sus defensores, toman partido con gran sentido y seguridad, pero de forma negativa, es decir, equivocadamente. En otros términos, para identificar inequívocamente lo que está esencialmente viciado en las finanzas de mercado, basta con leer lo más celebrado por sus ideólogos. Éric Le Boucher, cronista de *Le Monde*: “Las hiperfinanzas son, a la vez, fundamentalmente buenas y fundamentalmente malas [...]. Fundamentalmente buenas,

porque se fundan en la competición y en la innovación [...]. Fundamentalmente malas porque reposan sobre el mimetismo y el aventurerismo”¹⁴. A menudo, la dialéctica anuncia el tiempo de los compromisos, es decir de las revisiones desgarradoras, o más bien de las revisiones que se rechazan, expresadas en frases que se contradicen a sí mismas. Aplicando el principio de lectura inversa, es preciso reconocer que Éric Le Boucher apunta con perfecta seguridad al corazón de la inestabilidad financiera: ¡la competencia y la innovación! Las razones de lo “fundamentalmente bueno” son, de hecho, las de lo “fundamentalmente malo”, y las palabras caracterizadas como “fundamentalmente malas” son ilustraciones perfectas de lo “fundamentalmente bueno”... lo que revela su naturaleza fundamentalmente perversa: el mimetismo es producto directo de la competencia, y el aventurerismo de la innovación financiera. De aquí se deducen tres tesis para recuperar un orden lógico.

Tesis 1: La competencia (aliada con la codicia) es la fuerza por excelencia de la ceguera ante el riesgo y del embobamiento colectivo. ¡Lo característico de las finanzas de mercado, en la configuración presente de sus estructuras, es que todas sus incitaciones están viciadas! Los operadores financieros, en un universo que ofrece oportunidades de beneficio sin par con el resto de la economía real, y sometidos a una competencia intensa que les incita a mantener, en el futuro, beneficios tan altos, se sienten tan atraídos por la idea del rendimiento que olvidan su correlato: el riesgo. Al igual que el sector de los medios de comunicación, el sector de las finanzas muestra, contrariamente a las ideas recibidas de la ideología competitiva, que la competencia tiende a producirse en la uniformidad y no en la diversidad. Si en alguna parte se esboza una dinámica de beneficios especulativos —un día las acciones *dotcom*, al día siguiente los derivados de crédito—, la competencia, que exige no distanciarse, lleva irresistiblemente a los operadores a reagruparse. De esa forma se cumplen sus propias expectativas, ya que la afluencia de inversores, y por tanto de liquidez*, hace subir los precios en estos mercados, después las plusvalías, y finalmente los beneficios. Así, cada uno concluye “racionalmente” que el nuevo lugar de rendimiento ha sido correctamente identificado. El mecanismo de autoconfirmación es más potente todavía, ya que la dinámica de los precios de los

activos, alimentada por las fuerzas de la competencia mimética, se establece, durante un tiempo, en un régimen de crecimiento intenso y estable —y, de esa forma, el riesgo parece evaporarse!—. El empeño en perseguir el beneficio sin ninguna reserva se multiplica por diez. También se decuplica la acumulación silenciosa de riesgos llamados tarde o temprano a materializarse, pero bajo el modo poco controlado del pánico. Todos los mecanismos competitivos, en todos los niveles de la estructura financiera, sostienen estas adhesiones ciegas y convencen hasta a los operadores más “conservadores” para que abandonen sus viejas cautelas y se unan a la euforia general.

Tesis 2: La “innovación” sostiene la negación imaginaria de los riesgos... y su acumulación real. La titulización ha convencido a la comunidad financiera de que por fin había encontrado la clave que permite descartar los riesgos de crédito. Ésa es, por otro lado, la promesa genérica de los productos derivados: todo puede cubrirse, no hay riesgo para el que no exista un producto específico que permita combatirlo o protegerlo. Envalentonados por este aseguramiento falaz, que no tiene más garantía que las propiedades mágicas de la palabra “innovación”, los operadores se han prestado a alcanzar volúmenes de riesgo perfectamente irracionales sobre los que no tenían, de hecho, ningún control.

Tesis 3: La medida del riesgo ex ante es imposible. Las finanzas no han visto venir la crisis, pese a toda la sofisticación que les presta una mitología social sabiamente mantenida, a base de salas de operaciones similares al centro de control de la NASA, de modelos matemáticos y de analistas con gran cantidad de diplomas. Esta incapacidad no es una imperfección transitoria que pueda superarse con el progreso de la ciencia financiera. Es una carencia esencial, ontológica, que se sustenta en la indeterminación profunda de los movimientos colectivos de los mercados en las fases críticas y en la incertidumbre *radical* —no probabilizable, es decir imposible de ser captada por los modelos probabilísticos— que resulta de todo ello. Esta situación indica, de hecho, el límite insuperable con el que tropiezan, y tropezarán siempre, los procedimientos actuales de supervisión financiera. Éstos se basan en la falsa hipótesis de que una medida de riesgo *ex ante* y completa, es decir, resistente a

un desencadenamiento de la crisis, es posible. Pero no lo es. Los modelos de riesgo, que pueden ser fiables cuando los mercados funcionan “normalmente”, se ven irremediamente sobrepasados cuando se aproximan los momentos críticos. Incapaces de indicar su llegada, lo son, más aún, de prever lo que va a ocurrir después de su superación.

Del incumplimiento de la hipótesis de la capacidad de control *ex ante* de los riesgos financieros, resulta una visión del problema de la regulación prudencial radicalmente diferente. En su esquema actual, permite a los bancos exponerse pensando que las consecuencias de la exposición están evaluadas correctamente. Si eso no ocurre, si esa evaluación no es correcta en un cambio de régimen de los mercados, como el que acontece cuando el alza se interrumpe brutalmente y el mercado cambia de sentido, entonces debe restringirse considerablemente la exposición al riesgo de los bancos, y no solamente de ellos. Las restricciones serán mayores cuanto más importantes hayan sido las tomas de riesgo azuzadas por las fuerzas de la competencia, estimuladas a su vez, por la “innovación”. ¿Es posible dar forma más concreta a este principio general? Sí, con tal de que antes se haya realizado el análisis de los mecanismos concretos que la presente crisis ha desvelado generosamente, y que, entonces, se sepa exactamente dónde colocar los cerrojos. Contrariamente a lo que repite el fatalismo interesado de los defensores de las finanzas liberalizadas, éstos existen. Basta con echarlos.

5. ADVERTENCIA

Las finanzas tienen su lengua. Y no es la de Molière. Contrariamente a lo que podría creerse, tampoco la de Shakespeare... Es una nueva lengua apátrida y que no es especialmente bella. Pero, en cualquier caso, toda lengua puede traducirse, incluida ésta. Esta especie de inglés, que sirve de idioma a las finanzas, ha mostrado un dinamismo evolutivo que la ha cruzado con otras lenguas de manera laberíntica —y a veces monstruosa—. *¿As-tu pricé ton put?* (“¿Has evaluado el precio de tu opción de venta?”) es una muestra de la prosa de la jerga financiera. Nadie es capaz a priori de seguir a los operadores

en este grado de degeneración de la lengua. No obstante, un buen número de nociones y productos financieros han recibido nombres ingleses cuyo uso ha llegado a ser tan común que la traducción oscurecería lo que pretende aclararse. No teniendo vocación para producir un cambio de las convenciones lingüísticas, los análisis que siguen se han plegado pasivamente a la relación de fuerzas dominante en materia de léxico. Si advertirlo pudiese evitar algunas náuseas...

Los problemas lingüísticos son, sin embargo, la menor de las dificultades. El discurso sobre las desregulaciones financieras va a enfrentarse a otras mayores, las analíticas, frente a las cuales no hay muchas soluciones. O bien nos dejamos llevar por los gritos de indignación, totalmente justificados pero poco productivos, o bien abrimos la caja negra. En principio, esta alternativa plantea todo un dilema. No porque la caja negra sea impenetrable, sino porque la complejidad técnica de sus engranajes dificulta la comunicación de los resultados del análisis —principalmente a los no iniciados—. Se quiera o no, las finanzas prosperan al amparo de ese esoterismo que mantiene alejados a los profanos y destruye ab initio las posibilidades de un debate democrático sobre ellas. Por un terrible "efecto tijera", el debate más necesario es también el más improbable. Superar esta contradicción, hasta donde sea posible, es una urgencia imperiosa, aunque nadie puede pretender a priori, y este trabajo menos, hacerlo de manera totalmente satisfactoria. No hay que precipitarse, es mejor situarse: hay que reexaminar con detalle todos los aspectos de los productos financieros y la mecánica de los mercados donde se intercambian. Esta práctica es más necesaria, si cabe, ya que se intenta que la exposición no sólo ayude a comprender, sino que también sirva como guía de actuación. Pero ¿cómo articular una propuesta, aunque esté poco elaborada, sin una idea precisa de los resortes fundamentales que generan la inestabilidad financiera y los puntos neurálgicos en los que incidir —salvo que se permanezca en el discurso del "gran encantamiento"—?

Por una injusticia política clásica, que ni siquiera el paso del tiempo consigue reparar, la crítica radical es prejujuada como ilegítima, aunque los acontecimientos no dejen de darle la razón. Remontar este obstáculo exige un análisis crítico que no se detenga en los tecnicismos, aunque ese discurso amenace con alejar dicho

análisis de aquéllos a los que querría dirigirse prioritariamente. Recordar estas obligaciones contradictorias y el delicado arbitraje al que han conducido, es quizá el medio de conseguir alguna comprensión por parte de los verdaderos destinatarios de este trabajo, expuestos, sin duda más de lo necesario, a inevitables dificultades de lectura. Si merece la pena tomarse el tiempo —y la molestia— del rodeo, no es, como en algunos casos, para distraer con los asuntos técnicos, sino para ir más allá de los mismos. Éste es el precio a pagar para acceder mejor a un discurso político.

NOTAS

1. El 14 de marzo de 2008, J. P. Morgan compra Bear Stearns por un valor de dos dólares la acción —valía 170 un año antes—, aunque a continuación subió hasta los 10 dólares.
2. Sobre este tema, Frédéric Lordon: *Et la vertu sauvera le monde... Après la crise financière, le salut par l' "éthique"?*, Paris, Raison d'agir, 2003.
3. Los términos seguidos de un asterisco se incluyen en el glosario del final del libro.
4. Citado por Gillian Tett: "The big freeze: a year that sook faith in finance", *Financial Times*, 3 de agosto de 2008.
5. Krishna Guha y Chris Giles: "Banks take blame for crisis", *Financial Times*, 10 de abril de 2008.
6. "Fixing finance", *The Economist*, 5 de abril de 2008.
7. "Wall Street's crisis", *The Economist*, 22 de marzo de 2008.
8. "¿Will it fly?", *The Economist*, 5 de abril de 2008.
9. "The regulators are coming", *The Economist*, 29 de marzo de 2008.
10. "Fixing finance", *art. cit.*
11. Cuando se trata de obras de economistas tan profundos e impresionantes como accesibles, no podemos dejar de citarles: Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, Paris, Éditions PAU, 1994.
12. Presidente de la Reserva Federal estadounidense desde 1987 hasta 2006.
13. "Repel the calls to contain competitive markets", *Financial Times*, 4 de agosto de 2008.
14. Éric Le Boucher: "L'hyper-finance en reconstruction", *Le Monde*, 19 de abril de 2008.