

## CRISIS EN EL CORAZÓN DEL SISTEMA

### Consecuencias del Nuevo Sistema de Wall Street

La larga contracción del crédito, que comenzó en el mundo atlántico en agosto de 2007, es extraña por su extraordinaria amplitud y su enorme intensidad. El discurso dominante, que se remite a una crisis «*subprime*», implica que la contracción crediticia ha sido causada, en vez de desencadenada, por una burbuja en la economía real, lo cual es, en el mejor de los casos, ingenuo: después de todo, el pinchazo de una burbuja de idénticas dimensiones en el mercado inmobiliario español no condujo a una implosión similar del sistema bancario de ese país<sup>1</sup>. La idea de que la caída de los precios de la vivienda pueda paralizar la mitad de la actividad crediticia de la economía estadounidense en cuestión de meses –y no únicamente las hipotecas, sino los préstamos para la adquisición de automóviles, los créditos vinculados a las tarjetas de crédito, el papel y la propiedad comercial y la deuda empresarial– no tiene sentido. En términos cuantitativos esto equivalía a una reducción del crédito de aproximadamente 24 billones de dólares, casi el doble del PIB estadounidense<sup>2</sup>. Los prestamistas huyeron a toda prisa no solo de los títulos *subprime*, sino de la deuda supuestamente más segura, la categoría «supersenior», cuyo precio a finales de 2007 era un décima parte de lo que había sido justo un año antes<sup>3</sup>.

Una comprensión de la contracción crediticia exige que trascendamos la idea predominante de que los cambios en la denominada economía real producen resultados en una supuesta superestructura financiera. Efectuar esta «ruptura epistemológica» no es fácil. Una razón por la que tan pocos economistas vieron la crisis venir, o no lograron calibrar su escala incluso después de que esta dejó sentir sus efectos, fue porque sus modelos habían asumido tanto que los sistemas financieros «funcionan», en el sentido de que ayudan eficientemente al funcionamiento de las operaciones

---

<sup>1</sup> Leslie Crawford y Gillian Tett, «Spain spared because it learnt lesson the hard way», *Financial Times*, 5 de febrero de 2008.

<sup>2</sup> La deuda total de los sectores financieros y no financieros estadounidenses en 2008 se estima en torno a los 48 billones de dólares. George Magnus, «Important to curb destructive power of deleveraging», *Financial Times*, 30 de septiembre de 2008.

<sup>3</sup> David Patterson, «Central Banks must find or become buyers of system risk», *Financial Times*, 5 de febrero de 2008.

de la economía real, como que las tendencias financieras mismas son de un significado secundario<sup>4</sup>. De ahí, la hipótesis de que la enorme burbuja en los precios del petróleo registrada entre el otoño de 2007 y el verano de 2008 fue causada por factores relacionados con la oferta y la demanda, y no por operadores financieros que, retirándose al inicio de la crisis, hicieron subir el precio de 70 \$ a más de 140 \$ el barril en menos de un año, antes de permitir que la burbuja explotara el pasado mes de junio, comportamiento que tuvo importantes efectos negativos sobre la «economía real». Razones similares fueron ofrecidas para explicar los crecientes precios de las materias primas acaecidos durante el mismo periodo, los cuales, sin embargo, fueron causados en gran medida por los inversores institucionales, los fondos que operan en los mercados de dinero y los fondos de pensiones, que dejaron de prestar a los bancos de Wall Street, y colocaron miles de millones de dólares en los mercados de materias primas, mientras los *bedge funds*, con la espalda contra la pared, propiciaban burbujas en los mercados del cacao y del café<sup>5</sup>.

Romper con la ortodoxia de que fueron los actores de la «economía real» quienes causaron la crisis lleva aparejado un precio político: significa que la culpa por la contracción crediticia ya no puede cargarse sobre los deudores hipotecarios; sobre los chinos por la burbuja del precio de las materias primas; o sobre los restrictivos productores árabes por el repentino aumento del precio del petróleo. Puede permitirnos, sin embargo, comprender las de otro modo incomprensibles características de la crisis y también, como veremos, el extraordinario crecimiento del propio ciclo de las hipotecas *subprime*. Tomaremos, pues, como punto de partida la necesidad de explorar la transformación del sistema financiero estadounidense durante los últimos veinticinco años. Sostendré que ha emergido un Nuevo Sistema de Wall Street (NSWS) en Estados Unidos durante este periodo, que ha producido nuevos actores, nuevas prácticas y nuevas dinámicas. La nueva estructura financiera, y sus correspondientes agentes, ha sido la fuerza motriz de la presente crisis. Mientras funcionó, se mostró espectacularmente exitosa para los grupos más ricos de la sociedad estadounidense: el sector financiero constituyó por mucho el segmento más

---

<sup>4</sup> Para un útil análisis de por qué la mayoría de los economistas fueron completamente incapaces de percibir la crisis, véase Chris Giles, «The Vision Thing», *Financial Times*, 26 de noviembre de 2008.

<sup>5</sup> Javier Blas, «Commodities have proved a saving grace for investors», *Financial Times*, 6 de marzo de 2008; Chris Flood, «Speculators give a stir to coffee and cocoa prices», *Financial Times*, 5 de febrero de 2008. Que estos operadores financieros fueran capaces de crear y hacer estallar estas burbujas se explica, por supuesto, porque los mercados del petróleo y de materias primas se hallan organizados en Londres, Nueva York y Chicago de acuerdo con reglas concebidas para satisfacer los intereses del capital estadounidense y británico. Como Jeff Sprecher, director ejecutivo de Intercontinental Exchange (ICE), el mercado basado en Londres cuyas reglas permitieron la explosión de la burbuja petrolera, explicó al *Financial Times*, los organizadores del mercado no comprenden por qué los miembros del Congreso deberían desear renunciar a controlar este sector clausurando el ICE, «View from the Top», *Financial Times*, 6 de agosto de 2008.

rentable de las economías estadounidense y británica y su más importante actor «exportador». En 2006 no menos del 40 por 100 de los beneficios empresariales estadounidenses fueron devengados por el sector financiero<sup>6</sup>. La nueva estructura, sin embargo, necesariamente produjo la dinámica que condujo a la implosión.

Este análisis no ofrece una explicación monocausal de la crisis. Una condición fundamental, que posibilitó el suelo en el que pudo florecer el NSWS, fue el proyecto del sistema del dólar desvinculado del patrón oro, la privatización del riesgo derivado de los tipos de cambio y la supresión de los controles sobre éstos últimos, rasgos todos ellos denominados eufemísticamente como «globalización financiera». Por otro lado, el sistema no podría haber surgido y florecido si no hubiera ofrecido respuestas –si bien en último término patológicas– a toda una gama de serios problemas del capitalismo estadounidense. Existe, pues, una justificación racional, un núcleo dialéctico, en la distinción superficial entre la superestructura financiera y la economía «real» estadounidense. En lo que sigue, bosquejaré en primer lugar los principales elementos del NSWS y mostraré brevemente cómo su crisis adquirió formas tan espectaculares. Argumentaré a continuación que para comprender las raíces profundas de su patología, debemos en realidad estudiar con detalle las características socioeconómicas y sociopolíticas del capitalismo estadounidense de acuerdo con su pauta de evolución durante los pasados veinticinco años. Plantearé en primer lugar la posibilidad de alternativas sistémicas, incluyendo la de un modelo bancario y de crédito de utilidad pública. Finalmente, consideraré las dinámicas internacionales desencadenadas por la actual crisis y sus implicaciones para lo que en otro trabajo denominé el Régimen Wall Street-Dólar<sup>7</sup>.

## I. EL NUEVO SISTEMA DE WALL STREET

La estructura y dinámica del modelo bancario de Wall Street cambió de modo espectacular desde mediados de la década de 1980 hasta la actualidad. Las principales características del nuevo sistema son las siguientes: (i) el surgimiento del modelo prestamista-inversor; (ii) el arbitraje especulativo y el estímulo de burbujas del precio de los activos; (iii) la tendencia creciente a maximizar el apalancamiento y la expansión del balance de situación; (iv) el surgimiento de un sistema bancario en la sombra, con su sucursal londinense, y las «innovaciones financieras» correspondientes; (v) la relevancia

---

<sup>6</sup> Lawrence Summers, «The pendulum swings towards regulation», *Financial Times*, 27 de octubre de 2008. La cifra del 40 por 100 infravalora en realidad la cuota de los beneficios obtenidos por el sector financiero, ya que éstos se hallan en parte ocultos, dado que se transforman en elevados bonos pagados a los empleados para reducir los datos relativos a los beneficios antes de impuestos, intereses y amortizaciones, razón con frecuencia no considerada para explicar la existencia del sistema de bonos.

<sup>7</sup> Para una exploración previa de estos problemas, véase Peter Gowan, *Global Gamble*, Nueva York y Londres, 1999 [ed. cast.: *La apuesta por la globalización*, Madrid, Akal, 2000].

de los mercados de dinero y su transformación en financiadores de operaciones especulativas en torno a las burbujas del precio de los activos; (vi) la nueva importancia adquirida por los productos crediticios derivados. Estos cambios, cuyos elementos se fortalecían recíprocamente, constituyeron un conjunto integrado y complejo que se desintegró a lo largo de 2008. A continuación examinaremos brevemente cada una sus características.

### *Modelos de negocio*

Durante la mayor parte del periodo de posguerra, los bancos de inversión de Wall Street se involucraron en escasa medida en la inversión en títulos valores por cuenta propia en contraposición a las operaciones efectuadas en nombre de sus clientes, mientras que los grandes bancos comerciales de depósito eludieron tal actividad. Desde mediados de la década de 1980, sin embargo, las operaciones de adquisición de activos financieros y otros tipos de activos pasaron a ocupar un papel cada vez más importante en la actividad de los bancos de inversión y también de muchos bancos comerciales. Este giro estuvo conectado, en primer lugar, con la nueva volatilidad de los mercados de divisas tras el desmantelamiento de Bretton Woods y, posteriormente, con las oportunidades creadas por la liberalización financiera acaecida en un gran número de países, sobre todo al eliminar de cuajo los controles de capital y abrir el resto de sistemas financieros a los operadores estadounidenses. Estos cambios ofrecieron oportunidades para una masiva expansión de la actividad inversora de Wall Street, que se convertiría en una fuente crucial de beneficios para los bancos de inversión<sup>8</sup>. La decisión de optar por la actividad especulativa mediante la adquisición de títulos valores fue tomada de modo pionero por Salomon Brothers, cuyo Grupo de Arbitraje se constituyó en 1977, obteniendo una extraordinaria rentabilidad bajo la dirección de John Meriwether durante la década de 1980<sup>9</sup>.

Además de operar en el mercado bursátil por cuenta propia, los bancos de Wall Street se involucraron cada vez más en el préstamo de fondos a otras entidades para que éstas los utilizasen en sus propias actividades in-

---

<sup>8</sup> El núcleo de los ingresos de los bancos de inversión de Wall Street había consistido hasta 1975 en las comisiones fijas (cartelizadas) devengadas por la adquisición de títulos en nombre de sus clientes, momento en el que un cambio legislativo las limitó. A comienzos de la década de 1980, estos ingresos derivados de las comisiones devengadas por los bancos de inversión todavía eran mayores que los beneficios obtenidos de sus operaciones por cuenta propia; desde mediados de la misma, sin embargo, estos bancos decidieron involucrarse seriamente en este último tipo de operaciones. A finales de la década de 1990, los ingresos por operaciones de este tipo eran un tercio mayores que los procedentes de las comisiones por operaciones efectuadas en nombre de terceros, mientras que algunos de los mayores bancos obtenían más de la mitad de sus beneficios de tal actividad. Véase John Gapper, «The last gasp of the brokerdealer», *Financial Times*, 16 de septiembre de 2008.

<sup>9</sup> Sobre Salomon Brothers y la posterior carrera del equipo de John Meriwether durante la década de 1990, cuando crearon LTCM bajo el patrocinio de Merrill Lynch, véase Roger Lowenstein, *When Genius Failed*, Londres, 2001.

versoras: los *hedge funds*, los denominados *private equity groups* (que operan con empresas) o los *special investment vehicles* (SIV) y *conduits* creados por los propios bancos de inversión<sup>10</sup>. Tal actividad crediticia, conocida como *prime brokerage* en la jerga del sector, fue también una actividad extremadamente rentable para los bancos de Wall Street: para muchos de ellos, su segmento de actividad más lucrativo<sup>11</sup>. Esta orientación hacia el modelo de operador-prestamista no significaba que los bancos de inversión dejaran de lado la tradicional actividad bancaria típica de su negocio, su actividad de intermediación, la gestión de fondos, etc., sino que estas actividades adquirirían en realidad un nuevo significado, en tanto que suministraban a los bancos una enorme información sobre el mercado en tiempo real de gran valor para su actividad inversora en el mercado bursátil<sup>12</sup>.

La actividad en este mercado no significa inversión a largo plazo, al estilo de Warren Buffet, en este o aquel título, sino en muchos casos comprar y vender activos financieros y reales para explotar –y también para *generar*– diferencias de precio y cambios en los mismos. Este tipo de «arbitraje especulativo» se convirtió en el objeto primordial de actividad no sólo de los bancos de inversión, sino también de los bancos comerciales<sup>13</sup>; como lo hizo igualmente el esfuerzo correspondiente de generar burbujas en el precio de los activos. Una y otra vez, Wall Street podía entrar en un mercado particular, generar una burbuja en el mismo, cosechar grandes beneficios especulativos, retirarse a continuación y hacer estallar la mencionada burbuja. Tal actividad se realizaba muy fácilmente en las denominadas economías de mercado emergentes con pequeños mercados bursátiles o de bonos. Los bancos de Wall Street adquirieron una valiosa y enorme experiencia en la generación de esas burbujas en los mercados bursátiles polacos, checos o rusos durante la década de 1990 y en la implementación de su posterior implosión para cosechar grandes beneficios. La burbuja de los títulos tecnológicos en Estados Unidos mostró después cómo podía realizarse la misma operación en el corazón del sistema, sin pérdida significativa alguna para los bancos de Wall Street (al contrario de lo sucedido a algunos operadores europeos, fundamentalmente a las compañías aseguradoras, ansiosos de aprovecharse de la burbuja, pero golpeados por su implosión).

---

<sup>10</sup> Tras el escándalo de Enron, se prohibió que los SIV y los *conduits* se involucrasen en operaciones activas por cuenta propia, pero esta restricción se suprimió poco tiempo después.

<sup>11</sup> James Mackintosh, «Collapse of Lehman leaves prime broker model in question», *Financial Times*, 25 de septiembre de 2008.

<sup>12</sup> Philip Augar ofrece un vivo análisis de cómo esta centralización de información clave de todos los principales mercados, iba a dar a los bancos de inversión una ventaja competitiva decisiva sobre sus rivales de menor tamaño no situados en ese segmento del mercado. Véase P. Augar, *The Greed Merchants. How the Investment Banks Played the Free Market Game*, Londres, 2006.

<sup>13</sup> Véase, Nasser Saber, *Speculative Capital. The Invisible Hand of Global Finance*, Londres, 1999.

Tanto los reguladores de Washington como Wall Street creían evidentemente que juntos podrían gestionar las implosiones y esto significaba que no había necesidad de impedir que se produjeran tales burbujas<sup>14</sup>. Es absolutamente obvio, por el contrario, que tanto reguladores como operadores las generaron activamente, creyendo sin duda que uno de los modos de gestionar las implosiones era lanzar otra burbuja dinámica en otro sector: tras la burbuja de los títulos tecnológicos, la burbuja inmobiliaria, tras ésta, la burbuja en los precios de la energía o la burbuja de los mercados emergentes, etc. Parece que tal comportamiento sugiere un formidable poder financiero centralizado operando en el corazón de estos mercados. Y así es: el NSWS estaba dominado por tan solo cinco bancos de inversión, que detenían más de 4 billones de dólares de activos y eran capaces de conseguir o de movilizar literalmente billones y billones de dólares de las instituciones que se hallaban tras ellos, como los bancos comerciales, los fondos del mercado monetario, los fondos de pensiones, etc. El sistema no era en absoluto un mercado descentralizado con miles de actores, todos dispuestos a pujar por un precio, como describe la economía neoclásica. En realidad, el sistema de creencias operativas de lo que podría denominarse el entorno Greenspan-Rubin-Paulson parece haber sido posminskiano. Comprendieron la teoría de las burbujas y las explosiones de Minsky, pero creyeron que podrían utilizarla estratégicamente para inflar burbujas, explotarlas y gestionar el resultado de todo ello inflando alguna otra más.

### *Maximizar el apalancamiento*

El proceso de arbitraje y de inflamamiento de burbujas exige más de los operadores financieros que simplemente reunir la máxima cantidad de información sobre las condiciones imperantes en la totalidad de los mercados; exige también la capacidad de movilizar enormes fondos para arrojarlos en un particular juego de arbitraje específico a fin de cambiar la dinámica del mercado a favor del especulador.

Una característica sorprendente del nuevo modelo empresarial del NSWS fue su imparable decisión de expandir los balances de situación, maximizando tanto el lado de los activos como el de los pasivos. Los bancos de inversión utilizaron su ratio de apalancamiento como el objetivo que debía alcanzarse en todo caso, antes que como un límite de riesgo exterior que debía ser reducido donde fuera posible mediante la posesión de capital excedente. Un reciente informe de la Reserva Federal de Nueva York demuestra cómo este planteamiento resultó poderosamente procíclico durante las burbujas del precio de los activos, impulsando a los bancos a expandir su endeudamiento cuando subían los precios de los mismos<sup>15</sup>. En su demostración, los au-

---

<sup>14</sup> Alan Greenspan, «We will never have a perfect model of risk», *Financial Times*, 17 de marzo de 2008.

<sup>15</sup> Tobias Adrian and Hyun Song Shin, «Liquidity and Leverage», Staff Report 328, Federal Reserve Bank of New York, mayo de 2008. El término «apalancamiento» se refiere a la relación

tores del informe, Tobias Adrian y Hyun Song Shin, asumen que el banco gestiona activamente su balance de situación para mantener un ratio de apalancamiento constante de 10. Supongamos que el balance de situación inicial es el siguiente: el banco posee un patrimonio de 100 y ha financiado éste con un capital de 10 y una deuda de 90.

<i>Activo</i>	<i>Pasivo</i>
Títulos 100	Capital 10
	Deuda 90

El ratio de apalancamiento de los títulos respecto al capital es por consiguiente  $100/10 = 10$ .

Supongamos que el precio de los títulos se incrementa un 1 por 100 a 101. Las proporciones entonces serán: títulos 101, capital 11, deuda 90. Así, pues, su apalancamiento se ha reducido ahora a  $101/11 = 9,2$ . Si el banco todavía pretende tener un apalancamiento de 10 entonces debe contraer deuda adicional ( $d$ ), para comprar una cantidad ( $d$ ) de títulos que lucirán en el activo del balance de situación de modo que el ratio activos/capital sea:  $(101 + d)/11 = 10$ , esto es,  $d = 9$ .

El banco asume, pues, deuda adicional por un valor de 9 y con este dinero compra títulos por idéntico importe. Tras la compra, el apalancamiento ha vuelto a ser 10. Así, un incremento en el precio del título de 1 conduce a un incremento de la cartera de 9: la curva de demanda es ascendente.

<i>Activo</i>	<i>Pasivo</i>
Títulos 110	Capital 11
	Deuda 99

El mecanismo funciona también a la inversa. Supongamos que se produce un *shock* en el precio de los títulos, de modo que el valor de la cartera cae ahora a 109. En el pasivo, es el capital la partida que soporta la carga del ajuste, dado que el valor de la deuda permanece aproximadamente constante.

<i>Activo</i>	<i>Pasivo</i>
Títulos 109	Capital 10
	Deuda 99

Pero siendo el valor de los títulos 109, el del capital de 10, y el de la deuda de 99, el apalancamiento es ahora demasiado alto:  $109/10 = 10,9$ .

---

entre el «patrimonio» o «capital» y sus activos, la suma en que se ha endeudado. Es usualmente expresado como ratio, de modo que si decimos que el apalancamiento de Lehman en el momento de su colapso era 25, esto significa que por cada dólar de capital el banco tenía 25 dólares de activos. Pero esta cifra de 25 significa también que por cada dólar de capital, Lehman tenía 24 dólares de endeudamiento, esto es, de pasivo.

El banco puede ajustar a la baja su apalancamiento vendiendo títulos por un valor de 9 y amortizando 9 de deuda, Así, una caída en el precio de los títulos conduce a la venta de los mismos: la curva de la oferta es descendente.

Un mecanismo esencial mediante el cual los bancos de inversión podían responder a las alzas de los precios de los activos era endeudándose en el mercado de «acuerdos de recompra» o mercado «repo». Habitualmente, el banco de inversión desea comprar un título, pero necesita endeudarse para poder efectuar la operación. El día de la liquidación el banco recibe el título y después lo utiliza como garantía para avalar el préstamo que necesita para pagarlo. Al mismo tiempo promete al prestamista que recomprará el título en una fecha futura. De ese modo, el banco reembolsará el préstamo y recibirá el título. Normalmente, sin embargo, los fondos para recomprar el título del prestamista se adquieren vendiendo el título a un tercero. Así, el día de la liquidación, el prestamista que concedió el crédito al banco de inversión es reembolsado y entrega el título, que es inmediatamente entregado al nuevo comprador a cambio de recursos de tesorería. Este tipo de operación de financiación repo presupone una *boom* en el precio de los activos. Ha supuesto el 43 por 100 del crecimiento apalancado entre los bancos de Wall Street, de acuerdo con el citado informe de la FED de Nueva York. Los repos han sido también la modalidad de deuda más importante presente en los balances de situación de los bancos de inversión en 2007-2008<sup>16</sup>.

Se plantea así la cuestión de por qué los bancos de Wall Street (seguidos por otros) llevaron su endeudamiento al límite del apalancamiento de un modo tan sistemático. Una explicación es que hicieron esto de acuerdo con los deseos de sus accionistas (una vez que ellos mismos se habían convertido en sociedades de responsabilidad limitada). El capitalismo que prima el «valor del accionista» exige, supuestamente, que el ratio activos/capital sea el mayor posible. El capital excedente reduce el beneficio del patrimonio del accionista y actúa como un freno sobre los beneficios por acción<sup>17</sup>. Pero existe también otra posible explicación del endeudamiento hasta el límite del apalancamiento: la lucha por la cuota de mercado y por un poder máximo para establecer los precios en las actividades inversoras. Si alguien opera en el segmento del arbitraje especulativo o propicia la generación de burbujas, la escala de las operaciones financieras es esencial para mover los mercados mediante la alteración de los precios en la dirección en la que desea que se muevan. Al evaluar cuál de estos vectores –el poder del accionista o el poder para establecer los precios– impulsa el proceso, debemos tener en cuenta la disponibilidad mostrada por los responsables del Tesoro estadounidense, la Reserva Federal y Wall Street para aplastar los intereses de los accionistas durante

---

<sup>16</sup> T. Adrian y H. Song Shin, «Liquidity and Leverage», cit.

<sup>17</sup> Las retribuciones de los altos ejecutivos bancarios se hallaban frecuentemente ligados a los ingresos fluctuantes por acción. Véase John Kay, «Surplus capital is not for wimps after all», *Financial Times*, 22 de octubre de 2008.



la contracción crediticia y, sin embargo, lo resueltamente que intentaron proteger los niveles de apalancamiento de los mayores bancos de inversión durante la burbuja. Indudablemente, la decisión de que Citigroup maximizara su balance de situación y la expansión de su apalancamiento para intervenir en el mercado no fue exigida por la presión de sus accionistas sino por de la llegada a la institución de Robert Rubin, tras concluir su mandato como secretario del Departamento Tesoro estadounidense<sup>18</sup>.

### *El sistema bancario en la sombra*

La fuerza de la escala y del crecimiento del apalancamiento nos lleva a otra característica básica del NSWS: el impulso a crear y a expandir un sector bancario en la sombra. Sus elementos característicos más obvios fueron los nuevos bancos totalmente desregulados, sobre todo los *hedge funds*. Estas entidades no tienen un rol funcional específico, sino que han sido simplemente bancos activos en el mercado no sometidos a tipo alguno de control regulador o a exigencia de transparencia alguna en su arbitraje especulativo. Los *private equity groups*, también situados en la sombra, han sido en esencia bancos activos en el mercado especializados en la compraventa de compañías. Los *special investment vehicles* y los *conduits* forman igualmente parte de este sistema. En palabras del director general de regulación del Banco de España estos SIV y *conduits* «eran como bancos sin capital o supervisión»<sup>19</sup>. Sin embargo, como recogió un informe del *Financial Times*: «Durante las últimas dos décadas la mayoría de los reguladores han estimulado a los bancos a sacar sus activos del balance de situación y a integrarlos en SIV y *conduits*».

El sistema bancario en la sombra no competía con el sistema regulado, sino que era un producto del mismo. Los bancos comerciales y de inversión regulados actuaban como intermediarios privilegiados [*prime brokers*] de los operadores bancarios situados en la sombra, obteniendo así cuantiosísimos beneficios de sus actividades. Esta característica, cada vez más importante de la actividad bancaria oficial fue, en realidad, un modo de expandir masivamente sus balances de situación y su apalancamiento. Para explotar la financiación procedente de los bancos de Wall Street, los *hedge funds* tenían que entregar garantías, pero mediante una práctica conocida como derecho de disposición [*rehypothecation*], una parte de estos activos entregados en garantía podía ser utilizada posteriormente por el *prime broker* como una garantía *propia* para obtener *sus propios fondos*. El resultado fue la autofinanciación de las altamente rentables actividades de financiación del sistema bancario en la sombra, efectuada por los mencionados *prime brokers*, por los bancos de Wall Street, actividad realizada por éstos a una vasta es-

<sup>18</sup> Véase entre otros «Singing the blues», *The Economist*, 27 de noviembre de 2008.

<sup>19</sup> Leslie Crawford y Gillian Tett, «Spain spared because it learnt lesson the hard way», *Financial Times*, 5 de febrero de 2008.

cala y sin compromiso adicional alguno de su propio capital: un ingenioso modo de elevar enormemente sus ratios de apalancamiento<sup>20</sup>. El debate en torno a la desregulación o la necesidad de una nueva regulación en el sector financiero, que se prolonga desde la década de 1980, parece no darse cuenta de que se ha producido de hecho la combinación de un sistema regulado y de un sistema en la sombra no regulado, que han trabajado dinámicamente al alimón.

El sistema bancario en la sombra no se refiere sólo a los agentes institucionales, como los *hedge funds*, sino también a las prácticas y productos que se permitió utilizar a los bancos de inversión para expandir su apalancamiento. Desde finales de la década de 1990, una parte cada vez mayor de este sistema bancario en la sombra ha sido el mercado de productos derivados crediticios *over the counter* (esto es, negociados en mercados no públicos y no regulados), fundamentalmente obligaciones de deuda garantizadas (CDO/*collateralized debt obligations*) y permutas financieras de impago de crédito (CDS/*credit default swaps*). El atractivo más obvio de estos productos radica en el arbitraje regulador que ofrecen, que permite a los bancos incrementar su apalancamiento<sup>21</sup>. Los bancos tradicionales tenían que asegurar sus operaciones de crédito, lo cual implicaba ofrecer garantías. La belleza de los CDS radica en el hecho de que, como productos *over the counter* no exigen el compromiso de tramos de capital como garantía, facilitando así un mayor apalancamiento. La expansión de los CDS comenzó a una escala masiva una vez que los especialistas en productos derivados de JP Morgan Chase persuadieron a AIG para que comenzase a suscribirlos respecto a los CDO en 1998<sup>22</sup>.

Los CDO constituyeron también una inteligente solución a los problemas de apalancamiento. Al adquirir grandes cantidades de préstamos titularizados y al expandir por consiguiente sus balances de situación, los bancos deberían haber expandido su base patrimonial. Pero los CDO consistían precisamente en la síntesis de docenas o cientos de tales préstamos, de muy variada calidad, lo cual permitía a los bancos incrementar su apalancamiento. Los CDO eran suscritos normalmente por agencias de calificación a cambio de una comisión, recibiendo después la calificación triple A por esa misma agencia a cambio de una segunda comisión. Tales calificaciones permitían que los bancos minimizaran los compromisos en torno a su propio patrimonio. Estos préstamos titularizados –fundamentalmente del mercado inmobiliario, pero también procedentes de los créditos vinculados a las tarjetas de crédito y a la adquisición de automóvi-

---

<sup>20</sup> James Mackintosh, «Collapse of Lehman leaves prime broker model in question», *Financial Times*, 25 de septiembre de 2008.

<sup>21</sup> Christina Bannier y Dennis Hänsel, «Determinants of European Banks' Engagement in Loan Securitization», Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series 2, Banking and Financial Studies 10/2008.

<sup>22</sup> Gretchen Morgenson, «Behind crisis at AIG, a fragile web of risks. Tiny London unit set decline in motion», *International Herald Tribune*, 29 de septiembre de 2008.

les— ofrecían a los inversores unas tasas de rentabilidad mucho mayores que las que podían obtener en los mercados monetarios. El punto crucial sobre los denominados «títulos estructurados» no era que fuesen préstamos titularizados, ya que estos podían ser en teoría perfectamente seguros; después de todo, un bono no es sino un préstamo titularizado. Los bonos, sin embargo, tienen un origen claramente identificable en un operador cuya fiabilidad crediticia y recursos de tesorería pueden evaluarse; tienen también precios claros en el mercado secundario de bonos. Los productos sintetizados en los CDO, sin embargo, provienen de cientos de miles de orígenes inidentificables, cuya fiabilidad crediticia y capacidad de generar flujos de tesorería no son conocidas. Éstos se vendían además *over the counter*; careciendo, pues, de un mercado secundario para determinar los precios y, mucho menos, de un mercado organizado para minimizar el riesgo de la contraparte. En resumen, estos productos encerraban en el mejor de los casos un riesgo enorme, dado que eran totalmente opacos para quienes los compraban; en el peor, demostraron ser un fraude, de modo que durante los últimos meses de 2007 los supuestamente superseguros tramos de deuda senior presentes en los mencionados CDO fueron degradados al estatus de deuda basura.

Las restricciones al apalancamiento fueron también eliminadas mediante las políticas públicas. Hank Paulson logró un notable éxito en esta área en 2004 cuando, como presidente de Goldman Sachs, dirigió la campaña de Wall Street para conseguir que la Securities and Exchanges Comisión acordase relajar la denominada «regla del capital neto», que restringía el apalancamiento de los grandes bancos de inversión. En consecuencia, se permitió que las empresas decidieran su propio apalancamiento a partir de sus propios modelos de riesgo. El resultado fue un rápido incremento en los ratios de apalancamiento de los grandes bancos<sup>23</sup>. Ello tuvo como consecuencia fundamental que pudieran transferir su capital base a nuevas actividades, tales como la compra de obligaciones de deuda garantizadas, que posteriormente se convirtieron en un elemento significativo en sus actividades comerciales.

### *El papel de Londres*

Todos estos cambios se agrupan bajo la eufemística rúbrica de «innovación financiera», esto es, cambios en los modelos institucionales, los pro-

---

<sup>23</sup> Stephen Labaton, «How SEC opened path for storm in 55 minutes», *International Herald Tribune*, 4-5 de octubre de 2008. En una maniobra clásica, esta decisión se disfrazó como una inflexión de la SEC en pro de una *mayor* regulación de los bancos de inversión. Desde un punto de vista formal ello era correcto: la SEC adquirió jurisdicción reguladora sobre ellos, pero simultáneamente eliminó las restricciones básicas del capital base. Por otro lado, a partir de 2004 la SEC ha contado con siete empleados para supervisar a los cinco grandes bancos de inversión, que en 2007 controlaban conjuntamente activos por un valor superior a los 4 billones de dólares.

ductos y las estructuras de supervisión, que permitieron a los bancos de Wall Street eludir las restricciones reguladoras y expandir sus actividades y beneficios. Podríamos documentar docenas de cambios de este tipo, pero uno de los más fundamentales fue la construcción de un nuevo y enorme sistema bancario en la sombra con sede en Londres, junto con el sector regulado «oficial». A principios de la década de 1990 los bancos de inversión estadounidenses habían barrido a sus contrapartes londinenses y dominaban el mercado de activos de la City, la cual continuaba manteniendo una posición predominante en el NSWS a pesar del pobre comportamiento de las instituciones financieras británicas. Gordon Brown institucionalizó la nueva relación en 1997 con la creación de la Autoridad de Servicios Financieros, afirmando que operaba de acuerdo con «principios» y no con normas vinculantes: un principio esencial era que los bancos de Wall Street podían regularse a sí mismos. Londres se convirtió para Nueva York en algo así como la Bahía de Guantánamo para Washington: el lugar en el que podía hacerse en el exterior lo que no podía hacerse en casa; en este caso, una ubicación para el arbitraje regulador.

El término «Wall Street» debería comprenderse, pues, incluyendo a Londres como un satélite de estos operadores estadounidenses<sup>24</sup>. Juntos, Londres y Nueva York, dominan la emisión de nuevas acciones y bonos, constituyen el centro de los mercados de divisas y, lo cual tiene mayor importancia, han dominado la venta de productos derivados *over the counter*, que constituyen la inmensa mayoría del negocio de productos derivados<sup>25</sup>. En 2007 el Reino Unido disfrutaba de una cuota global del 42,5 por 100 de los derivados basados en tipos de interés y divisas, mientras Estados Unidos gestionaba el 24 por 100. En términos de volumen de negocio de derivados crediticios, Estados Unidos gestionaba el 40 por 100 en 2006, mientras Londres gestionaba el 37 por 100 (cifra por debajo del 51 por 100 gestionado en 2002).

### *Financiar la especulación*

La enorme expansión de las actividades de los bancos de Wall Street y de su sistema en la sombra exigía volúmenes de financiación cada vez mayores. Tal financiación provenía clásicamente del reciclaje de los ahorros al por menor ingresados en cuentas de depósito y, lo cual tenía más importancia, de la enorme oferta de dinero crediticio creada por los bancos comerciales.

---

<sup>24</sup> Existen algunos bancos comerciales británicos de grandes dimensiones, pero deben distinguirse de la City de Londres, porque aunque algunos han participado intensamente en el NSWS, otros tales como la Hong Kong and Shanghai Banking Corporation (HSBC), el mayor banco del mundo en función de determinados criterios, y el Standard Chartered Bank, se han concentrado tremendamente en sus actividades en Asia oriental.

<sup>25</sup> La Chicago Mercantile Exchange, sin embargo, domina las ventas de derivados relacionados con las divisas.

En Estados Unidos después de la década de 1980 tales ahorros a corto plazo eran minúsculos –un punto al que volveremos más adelante– y el dinero crediticio procedente de los bancos comerciales, aunque significativo, pronto se demostró desesperadamente inadecuado. En estas circunstancias los bancos de inversión se dirigieron a los mercados monetarios al por mayor. En el corazón de tales mercados se hallaban los mercados interbancarios, con tipos de interés idénticos, o unos cuantos puntos básicos por encima, a los tipos establecidos por la FED. Históricamente estos mercados se utilizaban para asegurar que los bancos pudieran compensar diariamente sus posiciones sin fricciones, y no como fuente de nueva financiación a gran escala, y mucho menos para financiar operaciones de naturaleza especulativa. Existía también el mercado de papel comercial, utilizado habitualmente por las grandes empresas para la financiación a corto plazo, de nuevo principalmente para suavizar sus operaciones.

Pero en el NSW, estos mercados de dinero se transformaron. Siguieron siendo el centro de la actividad crediticia a corto plazo, pero comenzaron a financiar cada vez más operaciones de carácter especulativo. Por el lado de la oferta, los fondos disponibles para ser prestados a Wall Street crecieron rápidamente, especialmente mediante la expansión de los fondos de pensiones durante las décadas de 1980 y 1990. De un modo típicamente estadounidense, un pequeño cambio en el código tributario a tenor de una modificación en 1980 de los planes de pensiones 401K (esto es, planes mixtos empleador-empleado de contribución definida) abrió la puerta a esta evolución. Esta modificación concedió una exención fiscal a empleadores y empleados si destinaban dinero a planes de pensiones; el resultado fue un flujo masivo de la renta de los empleados a estos planes, que llegó a casi los 400 millardos de dólares a finales de la década de 1980, mientras que a finales de la siguiente la cantidad ascendía a casi 2.000 billones de dólares<sup>26</sup>.

Al mismo tiempo que se convertían en fuentes cruciales del endeudamiento de los bancos de inversión mediante el préstamo a corto plazo a los mismos, los fondos de inversión, los fondos de pensiones y agentes similares se convirtieron también en objetivos cada vez más importantes de los esfuerzos de Wall Street para vender títulos respaldados por activos y, en particular, obligaciones de deuda garantizada. Así, pues, el NSW

---

<sup>26</sup> Roger Lowenstein, *Origins of the Crash*, Nueva York, 2004, pp. 24-25. Esta expansión de la financiación bancaria de las operaciones especulativas mediante la transformación de los mercados «al por mayor» se articula, por supuesto, con la finalización de los controles de capital, lo que permitió el crecimiento del endeudamiento internacional a gran escala por parte de los bancos y el surgimiento de las operaciones de *carry trade*, como las basadas en el yen: los bancos se endeudaban en yenes al 0,5 por 100 o menos y colocaban los fondos en coronas islandesas al 18 por 100. La financiación de los bancos comerciales británicos, abrumadoramente doméstica a comienzos de la década de 1990, se basaba en gran medida en una actividad crediticia a gran escala procedente del exterior, que llegó a alcanzar aproximadamente los 650 millardos de libras esterlinas en 2007.

intentó arrastrar a los gestores de fondos a la actividad de la burbuja especulativa tanto por el lado de la financiación (pasivo) como por el lado del activo, haciendo posible una expansión de los balances de situación cada vez mayor.

## II. LAS CAUSAS DE LA CRISIS

En teoría podría haber sido el caso que las innovaciones mutuamente sinérgicas que hemos denominado el NSWs constituyeran *respuestas* a la emergencia de la burbuja del mercado inmobiliario en Estados Unidos desde 2001. Si hubiera sido así, estaríamos ante una clásica crisis minskiana vinculada a la vivienda. En realidad, todas las innovaciones clave se implementaron antes del inicio de la burbuja y, de hecho, resulta obvio que los bancos de Wall Street planificaron deliberadamente la burbuja inmobiliaria y gastaron miles de millones de dólares en persuadir a los estadounidenses para que incrementasen sus deudas hipotecarias. Citigroup lanzó una campaña de 1.000 millones de dólares con el eslogan «Live Richly» [Vive a lo grande] durante la década de 1990, concebida para que los propietarios de viviendas suscribieran una segunda hipoteca que les permitiera gastar a su antojo. Otros bancos de Wall Street actuaron de forma similar con un gran éxito: la deuda procedente de las segundas hipotecas superó el billón de dólares en una década.

Pero la burbuja que generó la contracción crediticia de 2007 no radica únicamente –ni siquiera principalmente– en el mercado inmobiliario, sino en el propio sistema financiero. La crisis fue desencadenada no solo por la escala de la burbuja crediticia, sino por sus formas. En una crisis normal de concesión excesiva de crédito, cuando los bancos han llegado a una situación de hipertrofia de los créditos de dudoso cobro (como en Japón durante la década de 1990), tanto la localización como la escala de los problemas puede identificarse sin demasiada dificultad. En 2007, sin embargo, la burbuja crediticia surgida en el seno del sistema financiero se concentró en los productos derivados *over the counter*, bajo la forma de CDO individuales que carecían de precio de mercado o mecanismo alguno de asignación de precio –más allá de los pronunciamientos de las agencias de calificación– y que se distribuyeron por decenas de miles entre instituciones situadas en la cumbre del sistema financiero, además de a sus organismos satélites como los *sv*. Una vez que se demostró que este tipo de dispositivos de acumulación de deuda era basura, como sucedió con los dos casos de Paribas en agosto de 2007, los suministradores de financiación para conceder crédito, como los fondos del mercado monetario y los fondos de pensiones, comprendieron que no tenían modo alguno de conocer qué parte del restante enorme volumen de CDO carecía de valor. Así que dejaron de conceder financiación. Su rechazo a suministrar al puñado de opacos bancos de inversión de Wall Street y a sus vástagos los fondos necesarios para mantener a flote el mercado de CDO fue lo que produjo la contracción crediticia.

Los bancos de inversión habían corrido la voz inicialmente de que el efecto de la titularización de la deuda había sido dispersar ampliamente el riesgo entre una multitud de entidades. Pero ello parece haber sido falso: las instituciones más prestigiosas de Wall Street habían suscrito y mantenido los denominados tramos supersenior de los instrumentos crediticios bajo la forma de docenas de miles de CDO<sup>27</sup>. Estas instituciones se habían endeudado por un importe cuantificado en miles de millones de dólares en los mercados monetarios para comprar estos instrumentos, obteniendo una rentabilidad de los mismos en torno a los 10 puntos básicos sobre sus costes de endeudamiento en los mercados monetarios. Para asegurarse la continuidad de ese beneficio tenían que revertir ese dinero a los mercados monetarios para rembolsar sus deudas. Ahora, sin embargo, éstos estaban cayendo<sup>28</sup>. Cuando los inversores en los mercados monetarios huyeron del reciclaje del endeudamiento a corto plazo en el verano de 2007, la totalidad de la pirámide centrada en los CDO comenzó a desmoronarse. Cuando los bancos de Wall Street intentaron desprenderse de sus CDO, se dieron cuenta de que no existía un mercado para ellos. Las compañías de seguros que habían asegurado los CDO con CDS comprobaron que su mercado también colapsaba.

Sigue reinando una gran oscuridad sobre los mecanismos precisos mediante los cuales la contracción crediticia alcanzó en 2007-2008 la amplitud y la profundidad que la ha caracterizado, principalmente porque los principales operadores de Wall Street intentaron difuminar tanto la naturaleza de su situación como sus tácticas de supervivencia. Sin embargo, es posible trazar un determinado número de fases por las que ha pasado la crisis. En primer lugar, el intento efectuado por la FED y el Tesoro estadounidense de defender el modelo de los bancos de inversión como la cumbre del sistema actuando como prestamista en última instancia. En segundo lugar, con la caída de Lehman Brothers, el colapso de este esfuerzo y la desaparición del modelo del banco de inversión, lo cual propició la consolidación del modelo de banco universal en el que las actividades inversoras de los bancos de inversión se producirían en el seno de un banco universal de depósito y protegido por su estructura. En esta fase, la FED sustituyó a las instituciones prestamistas del sistema crediticio concediendo préstamos y atendiendo al «mercado monetario» y al «mercado de papel comercial» para financiar a los bancos. Entre abril y octubre de 2008 esta masiva operación de financiación efectuada por el banco central supuso aproximadamente 5 billones de dólares de créditos procedentes de la FED, del BCE y del Banco de Inglaterra, importe equivalente al 14 por 100 del PIB global. En la medida en que esa financiación pública pueda continuar sin suscitar problemas serios de solvencia soberana, la fase más difícil y peligrosa de la respuesta a la crisis puede arrancar finalmente de un

---

<sup>27</sup> Gillian Tett, «Misplaced bets on the carry trade», *Financial Times*, 17 de abril de 2008.

<sup>28</sup> Para un útil análisis convencional (y apologético) de los riesgos encerrados en los CDO y en los productos derivados *over the counter* como los CDS, véase la publicación del FMI Garry Schinasi, *Safeguarding Financial Stability. Theory and Practice*, Washington DC, 2006.

modo serio. Esto implicará el desapalancamiento de los mayores bancos, ahora inmersos en una sucesión de sucesivos bucles recesivos severos que se re-otralimentan entre sí. Cómo y cuándo se logra este desapalancamiento nos ofrecerá los contornos globales de la contracción crediticia.

### *Teorías prevalecientes*

Gran parte del debate predominante sobre las causas de la crisis se remite a la teoría de los «accidentes» explicando la debacle como resultado de acciones contingentes de, por ejemplo, la Reserva Federal de Greenspan, los bancos, los reguladores o las agencias de calificación. Hemos sostenido contra esta opinión, por el contrario, que la estructura relativamente coherente que hemos denominado el NSWS debe considerarse como el origen de la crisis. Pero además de las razones esgrimidas anteriormente, debemos señalar otra característica sorprendente de los últimos veinte años: la extraordinaria armonía reinante entre los operadores de Wall Street y los reguladores de Washington. Normalmente, en la historia estadounidense ha habido fases de gran tensión no solo entre Wall Street y el Congreso, sino también entre Wall Street y el gobierno. Esto fue así, por ejemplo, durante buena parte de las décadas de 1970 y 1980. Sin embargo, se ha producido una clara convergencia durante los últimos veinticinco años, señal de la existencia de un proyecto muy bien integrado<sup>29</sup>.

Una explicación alternativa, que goza de gran favor en círculos socialdemócratas, sostiene que tanto Wall Street como Washington se vieron atrapadas por una falsa ideología «neoliberal» o «pro libre mercado», que les condujo al extravío. Una ingeniosa variación derechista sobre este tema sugiere que la ideología problemática fue el «*laissez faire*» —es decir, la ausencia de regulación— mientras que lo que se necesita es un «pensamiento pro libre mercado», que implica cierta regulación. La consecuencia de ambas versiones consiste normalmente en una discusión sin rumbo de «cuanta» y «qué tipo» de regulación enderezaría la situación<sup>30</sup>. El problema con esta explicación es que si bien el NSWS fue *legitimado* por los planteamientos pro libre mercado, del *laissez faire* o neoliberales, éstos no parecen haber sido las ideologías *operativas* de sus practicantes ni en Wall Street ni en Washington. El detallado estudio de Philip Augar citado anteriormente sobre los bancos de inversión de Wall Street, *The Greed Merchants*, sostiene que éstos han operado realmente, en gran medida, como un cartel consciente, lo cual se opone frontalmente al libre mercado. Es evidente que ni Greenspan ni los jefes de los bandos creían en la versión seria de este credo: la economía financiera neoclásica. Greenspan no ha sostenido que los mercados financieros sean eficientes o

<sup>29</sup> Se produjeron tensiones entre Wall Street y el regulador del Estado de Nueva York Eliot Spitzer tras el estallido de la burbuja de los valores tecnológicos, pero ello simplemente puso de relieve la fortaleza del consenso al más alto nivel.

<sup>30</sup> Pueden encontrarse referencias a este tipo de debates en Andrew Baker *et al.*, *Governing Financial Globalization*, Londres, 2005.



transparentes; ha aceptado totalmente que pueden ser propensos a burbujas y explosiones. Él y sus colegas han sido muy conscientes del riesgo de una crisis financiera seria, en la que el Estado estadounidense tendría que invertir enormes cantidades de dinero de los contribuyentes para salvar el sistema. También se dieron cuenta de que los diversos modelos de riesgo utilizados por los bancos de Wall Street eran deficientes, y que estaban condenados a serlo, dado que presuponían un contexto general de estabilidad de los mercados financieros en el cual un banco, en un sector del mercado, podría enfrentarse a una amenaza repentina; sus soluciones consistían en esencia en la diversificación del riesgo entre los diversos mercados. Los modelos, por consiguiente, descartaban la amenaza sistémica que Greenspan y otros tenían bien presente: a saber, un repentino comportamiento negativo en todos los mercados<sup>31</sup>.

Las dos principales afirmaciones de Greenspan eran muy diferentes. La primera era que entretanto se producen las implosiones la mejor forma de que el sector financiero gane enormes sumas de dinero es eliminar todo tipo de restricciones sobre los que los actores privados decidan hacer, ya que un sector severamente regulado no permitiría tantos beneficios. Esta afirmación es seguramente cierta. Su segunda afirmación ha sido que, cuando las burbujas explotan y se producen las consabidas implosiones, los bancos, intensamente ayudados por las acciones de las autoridades del Estado, pueden enfrentarse a las consecuencias. Como ha señalado William White, del BIS, esto era también un artículo de fe para Bernanke<sup>32</sup>.

### III. OPCIONES SISTÉMICAS

El debate real sobre la organización de los sistemas financieros en las economías capitalistas no gira en torno a los métodos y modos de regulación, sino que se trata de un debate entre opciones sistémicas a dos niveles.

- Un sistema bancario y crediticio de utilidad pública articulado e integrado en relación con la acumulación de capital en el sector productivo, *versus* un sistema bancario y crediticio capitalista que subordina el resto de las actividades económicas a sus propios impulsos de obtención de beneficios.
- Un sistema monetario y financiero internacional bajo control nacional-multilateral cooperativo, *versus* un sistema de carácter imperial dominado por los bancos y los Estados atlánticos trabajando en tándem.

Examinemos brevemente cada una de estas opciones.

---

<sup>31</sup> Véase A. Greenspan, «We will never have a perfect model of risk», *Financial Times*, cit.; Alan Beattie y James Politi, «Greenspan admits he made a mistake», *Financial Times*, 24 de octubre de 2008.

<sup>32</sup> Citado en John Cassidy, «Anatomy of a Meltdown. Ben Bernanke and the Financial Crisis», *The New Yorker*, 1 de diciembre de 2008.

*¿Un modelo de utilidad pública?*

Todos los sistemas económicos modernos, capitalistas o no, necesitan instituciones crediticias para suavizar los intercambios y las transacciones; necesitan bancos para producir dinero crediticio y sistemas de compensación para facilitar los pagos de las deudas. Se trata de servicios públicos vitales, como el servicio de salud. Estos sistemas son también inherentemente inestables: la esencia de un banco, después de todo, es que no posee suficientes fondos para cubrir todos los derechos de sus depositantes en un momento determinado. Garantizar la seguridad del sistema exige que se suprima la competencia entre los bancos. Por otro lado, las cuestiones concernientes a las políticas relativas a la asignación del crédito revisten una gran importancia económica, social y política. Así, pues, la propiedad pública del sistema crediticio y bancario es racional y, en realidad, necesaria, si bien debe estar arropada por un control democrático de la misma. Un modelo de utilidad pública de acuerdo con estas líneas puede, en teoría, operar dentro del capitalismo. Incluso ahora el grueso del sistema bancario alemán permanece en manos públicas, mediante las cajas de ahorro y los *Landesbanken*. El sistema financiero chino gira abrumadoramente en torno a un reducido número de grandes bancos de propiedad pública y el gobierno chino dirige de hecho las estrategias crediticias de los mismos. Es posible contemplar tal modelo de utilidad pública funcionando con bancos privatizados. El sistema bancario japonés de posguerra tenía también en realidad este carácter, hallándose todos sus bancos estrictamente subordinados a la política de control del Banco de Japón mediante el denominado sistema de «*window guidance*», esto es, de gestión estricta de las posibilidades de concesión de crédito, endeudamiento y creación de circulación monetaria. El cartel de los bancos comerciales británicos de posguerra también podría considerarse que operaba generalmente dentro de ese marco, si bien obteniendo beneficios excesivos de sus clientes.

Un sistema crediticio capitalista privado, sin embargo, centrado en los bancos, operaría a tenor de la lógica del capital-dinero, de acuerdo con la fórmula de Marx, D-D': adelantar dinero a otros para obtener más dinero. Una vez que se acepta este principio como el alfa y la omega del sistema bancario, entonces la lógica funcional apunta a la apoteosis de Greenspan. Este ha sido el modelo adoptado en Estados Unidos y Reino Unido desde la década de 1980: el capital-dinero se convierte en el rey. Ello implica la total subordinación de las funciones públicas del sistema de crédito a la autoexpansión del capital-dinero. En realidad, la totalidad del espectro de la actividad capitalista se ve arrastrada por el imperio del capital-dinero, dado que este último absorbe una cuota cada vez mayor de los beneficios generados en el resto de los sectores. Éste ha sido el modelo que se ha hecho predominante en el que hemos denominado Nuevo Sistema de Wall Street. Ha sido un generador de extraordinaria riqueza en el seno del sistema financiero y ha transformado realmente los procesos de formación de clase en las economías anglosajonas. Este modelo se encuentra ahora inmerso en una profunda crisis.

El segundo debate se centra en el sostenimiento de los sistemas financieros. Públicos o privados, los sistemas bancarios y crediticios son inherentemente inestables en todo sistema en el que el producto se valida tras la producción, en el mercado<sup>33</sup>. En tales circunstancias, estos sistemas deben ser sostenidos y controlados por las autoridades públicas con recursos tributarios e impresión de papel dinero. En la medida en que sean organismos mínimamente públicos –no totalmente capturados por los intereses privados del capital-dinero– estas autoridades intentarán prevenir las crisis esforzándose en alinear aproximadamente el comportamiento del sistema financiero con sus objetivos macroeconómicos y microeconómicos. En la actualidad, únicamente los Estados tienen la capacidad de desempeñar esta función. Manuales como Basel I o Basel II no pueden hacerlo; tampoco pueden hacerlo la Comisión Europea o el Banco Central Europeo.

Curiosamente, los proyectos atlánticos agrupados bajo el nombre de «globalización económica» –el sistema dólar desvinculado del patrón oro, la supresión de los controles de capital, la entrada y salida libre de los grandes operadores atlánticos de otros sistemas financieros– han asegurado que la mayor parte de los Estados se haya visto privada de la capacidad de sostener y controlar sus propios sistemas financieros: de ahí las interminables implosiones financieras acaecidas en el Sur global durante los últimos treinta años. Los intereses empresariales atlánticos se beneficiaron de estas crisis, no únicamente porque sus pérdidas fueron totalmente cubiertas por el seguro del FMI, pagado más tarde por las poblaciones pobres de los países golpeados por las crisis, sino también porque fueron utilizadas como ocasiones para abrir los mercados de productos y de trabajo a la penetración atlántica. Pero en esta ocasión las implosiones han golpeado al corazón mismo de las metrópolis occidentales. Obviamente, las economías atlánticas desearán mantener este sistema en funcionamiento: las prácticas cubiertas por la «globalización financiera» constituyen su sector exportador más rentable. No está claro, sin embargo, que el resto del mundo compre esta fórmula de más de lo mismo de nuevo. La alternativa sería algún tipo de retorno al control y sostenimiento públicos, lo cual podría lograrse si los Estados individuales ganaran un control efectivo, mediante un nuevo sistema cooperativo multilateral, comparable a los que existían antes de 1971, implementado a escala regional si no totalmente internacional.

En lo que sigue, sin embargo, nos centraremos en la cuestión de por qué el modelo financiero centrado en el NSWS ha logrado una hegemonía tan completa en el seno del capitalismo estadounidense durante las últimas décadas. Esto nos expulsa, finalmente, de la esfera financiera y nos obliga a adentrarnos en el campo más extenso de las relaciones socioeconómicas y sociopolíticas vigentes en Estados Unidos desde la década de 1970. En este contexto más amplio, podemos comenzar a comprender cómo el surgi-

---

<sup>33</sup> Aunque ello no significa que todos ellos sean *igualmente* inestables.

miento y el coronamiento del NSW en Estados Unidos pudo concebirse como una idea estratégica para arrostrar los problemas de su economía.

### *La dominación financiera como estrategia nacional*

Durante la década de 1970 y hasta principios de la de 1980, el Estado norteamericano libró una vigorosa batalla para revitalizar la economía industrial del país, en parte mediante un giro mercantilista en su política comercial exterior, pero sobre todo a través de una confrontación doméstica con el movimiento obrero para reducir su participación en la renta nacional. Esta fue la visión de líderes como Paul Volcker; se aceptó que estas medidas devolverían la preeminencia mundial a la industria estadounidense. Sin embargo, la deseada revitalización generalizada de la industria no se produjo. A mediados de la década de 1980, el sector empresarial no financiero estadounidense estaba siendo intensamente presionado por las tácticas de ingeniería financiera a corto plazo concebidas para conseguir el objetivo de fortalecer, de modo inmediato, el «valor del accionista». Lo que vino a continuación fue una ola tras otra de fusiones, absorciones y adquisiciones efectuadas por los operadores financieros y estimuladas por los bancos de inversión de Wall Street que se beneficiaron copiosamente de tales operaciones. El argumento legitimador de que ello estaba «fortaleciendo la eficiencia industrial» apenas parece creíble. Una razón más convincente sería que estas tendencias fueron impulsadas por la nueva centralidad del sector financiero en el seno de la estructura del capitalismo estadounidense<sup>34</sup>.

Carecemos a fecha de hoy, en mi opinión, de una explicación exhaustiva de esta evolución, pero la tendencia produjo determinadas características estructurales del capitalismo estadounidense que han sido una realidad desde entonces. Por un lado, el protegido sector militar-industrial permanece intacto, financiado por los presupuestos federales y estatales. Algunos sectores de la alta tecnología, especialmente en el campo de las tecnologías de la comunicación y la información, también fueron intensamente apoyados por los subsidios públicos durante las décadas de 1980 y 1990, habiendo supuesto nueva inversión industrial real sin desempeñar, no obstante, una función transformadora en el conjunto de la economía: el principal impacto de las tecnologías de la comunicación y la información se ha producido en el sector financiero y en la venta al por menor. El grueso de la economía estadounidense, sin embargo, del que depende el crecimiento, se ha caracterizado por rentas estancadas o incluso declinantes de buena parte de la población y por la ausencia de un

---

<sup>34</sup> Esto no quiere decir que la producción industrial estadounidense desapareciera: siguió siendo enorme, fundamentalmente en lo que atañe al sector relacionado con el presupuesto de defensa, así como en los sectores automovilístico, aeroespacial, de tecnologías de la información y la comunicación y farmacéutico.

nuevo motor de crecimiento derivado de nueva inversión, sea pública o privada. Durante la década de 1990, con la excepción parcial de las tecnologías de la comunicación y la información, el crecimiento del PIB en Estados Unidos no ha sido impulsado en absoluto por la nueva inversión. Existe un amplio consenso en que ese crecimiento ha llegado a depender del estímulo de la demanda de los consumidores; sin embargo, este consumo de los hogares se hallaba inhibido por el estancamiento de las rentas de la población.

Este círculo fue célebremente cuadrado de dos formas. En primer lugar, y ante todo, el problema del estímulo de la demanda del consumidor se abordó mediante la oferta sostenida de crédito desde el sistema financiero. En segundo lugar, las mercancías baratas podían ser compradas ilimitadamente del exterior –especialmente de China–, ya que el predominio del dólar permitía a Estados Unidos incurrir en enormes déficit por cuenta corriente mientras otros países permitieran que sus exportaciones al mercado estadounidense fueran pagadas en dólares. La oferta de crédito desde el sistema financiero al grueso de los consumidores a través de los mecanismos habituales de las tarjetas de crédito, los préstamos para la adquisición de automóviles y otros préstamos e hipotecas fue suplementado, sin embargo, por el dispositivo específico de las burbujas del precio de los activos que generó los denominados efectos riqueza entre un estrato de la población relativamente amplio. La burbuja del mercado bursátil de la década de 1990 elevó el valor nominal de las pensiones privadas de los estadounidenses, transmitiéndoles de este modo la sensación de que estaban haciéndose más ricos y de que podían gastar (y endeudarse) más. La burbuja inmobiliaria tuvo un doble efecto: no solo hizo que los consumidores estadounidenses pensarán que el valor de sus viviendas estaba subiendo, lo cual les permitía gastar más, sino que esta percepción se vio reforzada, como hemos visto, por una fuerte campaña orquestada por los bancos invitándoles a que suscribieran segundas hipotecas y a que utilizaran el dinero así obtenido para el gasto de consumo.

Así, pues, el NSWS propulsó directamente el *boom* del consumo estadounidense que se produjo entre 1995-2008, que aseguró que Estados Unidos siguiera siendo el motor fundamental de la economía mundial, lo que se vio apoyado por una campaña global que afirmaba que el mencionado *boom* no era el resultado de un crecimiento basado en el endeudamiento soportado por tendencias altamente destructivas presentes en el sistema financiero, sino por las instituciones estadounidenses de libre mercado. Estos eran, pues, los fundamentos de las relaciones sociales del capitalismo estadounidense que hicieron posible que el NSWS ocupara la posición predominante que ocupó: éste jugó un papel esencial para asegurar el crecimiento mediante el incremento del endeudamiento. Este modelo anglosajón se basó en la acumulación de deuda por el consumidor: era el crecimiento de hoy pagado por el crecimiento esperado de mañana. No se basó en el fortalecimiento de los medios de generación de valor en las economías concernidas. En resumen, se trataba de un espejis-

mo apuntalado por algunas prácticas de contabilidad nacional creativa que exageraron las dimensiones del *boom* de Estados Unidos y las ganancias de productividad de la economía estadounidense<sup>35</sup>.

El papel de China y de otras economías asiáticas en este modelo de crecimiento iba más allá de sus cuantiosos excedentes exportadores de bienes de consumo a Estados Unidos, ya que aquéllos eran reciclados hacia al sistema financiero estadounidense mediante la compra de sus activos financieros, lo cual abarataba los costes de la deuda expandiendo masivamente la «liquidez» en el seno del sistema financiero. Los resultados de estas tendencias pueden resumirse en las siguientes cifras. La deuda agregada estadounidense como porcentaje del PIB pasó del 163 por 100 en 1980 al 346 por 100 en 2007. Los dos sectores que explican este aumento fueron el endeudamiento de los hogares y la deuda del sector financiero interno. La deuda de los hogares subió del 50 por 100 del PIB en 1980 al 100 por 100 en 2007, pero el incremento realmente espectacular del endeudamiento se produjo en el propio sector financiero: del 21 por 100 del PIB en 1980, al 83 por 100 en 2000 y al 116 por 100 en 2007<sup>36</sup>.

#### IV. IMPLICACIONES

Los efectos ideológicos de la crisis serán importantes, aunque por supuesto menos que los imaginados por quienes creen que los regímenes financieros son el producto de paradigmas intelectuales y no de relaciones de poder. Sin embargo, las letanías impartidas en el pasado por el Tesoro estadounidense y el FMI se acabaron. Los modelos de sistema financiero de corte estadounidense se consideran ahora peligrosos. No menos arriesgado es el sistema bancario y financiero de la Unión Europea, la crisis ha demostrado que era un castillo de naipes, aún cuando todavía resiste al escribirse estas líneas. La noción que guía a la UE es que los sistemas bancarios se hallan asegurados por buenas reglas en vez de por Estados dotados de autoridad con la potestad de exigir tributos. Esto ha demostrado ser una broma peligrosa. El conjunto del proyecto de Unión Europea-Sistema Monetario Europeo ha estimulado un crecimiento tal de los bancos que hace imposible que sean salvados únicamente por sus respectivos Estados, al mismo tiempo que deja de ofrecer alternativa alguna a escala de la UE o incluso a escala de la eurozona. De modo absurdo, las reglas del mercado único y de salvaguarda de la competencia en el sector financiero insisten en la libre competencia entre los bancos cueste lo que cueste y prohíben todo tipo de ayuda pública a los mismos; mientras se respe-

---

<sup>35</sup> Una serie de cambios en las normas que regulan la contabilidad nacional estadounidense a partir de 1995 exageraron las cifras de crecimiento y de productividad. Al respecto fueron notables los denominados «indicadores hedónicos».

<sup>36</sup> Martin Wolf, «Why Paulson's Plan was not a true solution to the crisis», *Financial Times*, 24 de septiembre 2008.

ten los criterios de estabilidad, toda crisis crediticia de envergadura se transformará necesariamente en una depresión similar a la de la década 1930. Obviamente, estas reglas son puro humo, pero constituyen, sin embargo, las principales propuestas de la política económica de la Unión Europea<sup>37</sup>.

Esta crisis de los modelos estadounidense y europeo tendrá sin duda dos efectos intelectuales. En primer lugar, elevar la credibilidad del modelo chino de sistema financiero centrado en el sistema bancario y de propiedad pública. Este modelo constituye una seria alternativa a los modelos de crédito del mundo atlántico. El mantenimiento de los controles de capital y la no convertibilidad de la moneda –rasgos del sistema chino– son esenciales para la seguridad de este sistema. En segundo lugar, a medida que la crisis se despliegue, es probable que una discusión más amplia del modelo de utilidad pública sea objeto de nuevo de controversia política, reabriendo un debate que ha sido silenciado desde 1991.

Hay quien predice cambios a corto plazo mucho más omnicomprendidos, como la sustitución del dólar como moneda global o el colapso del liderazgo de las instituciones occidentales de la economía mundial. Una depreciación completa del dólar por la Administración de Obama podría quizá conducir a una huida en masa que lo haría caer globalmente, al tiempo que se propiciaría una retirada a bloques comerciales regionales o a estrechos bloques comerciales imperiales<sup>38</sup>. Pero no menos probable podría ser un fortalecimiento temporal del uso del dólar durante la próxima década: un largo estancamiento en Estados Unidos bien puede combinarse con tipos de interés muy reducidos y un dólar bajo. Esto podría producir un nuevo *carry trade* en dólares en el que todo el mundo se endeuda en dólares para moverlos por los mercados de valores en búsqueda de activos de mayor valor. Esto generaría una fuerte tendencia hacia el desacoplamiento de otros tipos de cambio del dólar, pero ello erosionaría necesariamente el elemento esencial del predominio del dólar: la disponibilidad de otros Estados de aceptar el pago de sus bienes y créditos en dólares.

También es probable que veamos la intensificación de las dos tendencias estructurales básicas vigentes en las relaciones crédito-deuda a largo plazo en la economía mundial. En primer lugar, la relaciones acreedoras en-

---

<sup>37</sup> Además, los Estados occidentales de la UE pusieron la condición implícita, pero real, a la ampliación hacia el Este, de que los nuevos países que se incorporasen entregasen el grueso de sus bancos comerciales a sus homólogos occidentales, lo cual constituye una notable iniciativa imperial. Estos bancos occidentales desearán ahora restringir severamente el crédito a los miembros orientales de la UE cuando busquen por todos los medios desapalancar su negocio y sobrevivir. ¿Intervendrán las autoridades de la UE para bloquear este comportamiento? Y si deciden hacerlo, ¿cómo lo harán?

<sup>38</sup> Una tendencia en esta dirección es ya evidente en la decisión estadounidense de conceder un tratamiento especial a México, Brasil, Singapur y Corea del Sur en términos de apoyo de la financiación en dólares.

tre el mundo atlántico y su tradicional Sur en América Latina, África y otras partes, históricamente gestionadas por el FMI. Esta relación se debilitó durante la última década, pero es probable que se fortalezca en la crisis actual. En segundo lugar, las relaciones deudoras inversas entre Estados Unidos y las economías del nuevo centro de crecimiento de Asia oriental es muy probable que se intensifiquen y endurezcan, particularmente entre China y Estados Unidos. Se trata de una relación de poder en la que China (y otros acreedores) pueden ejercer una presión política real sobre Washington, lo cual hemos visto en acción tanto en el momento como la forma de la renacionalización de Fannie Mae y Freddie Mac<sup>39</sup>. Lo veremos de nuevo cuando el Tesoro busque compradores de sus importantes nuevas emisiones de deuda en 2009. Las economías asiático-orientales, sobre todo China, se mostrarán más críticas con las actuales tendencias macroeconómicas globales, mientras que la anterior centralidad de Estados Unidos se debilitará durante su largo estancamiento. La intensificada influencia de China y de otros Estados de Asia oriental podría chocar con las viejas relaciones acreedores-deudores existentes entre el mundo atlántico y el Sur global, ofreciendo a éste último fuentes alternativas de apoyo financiero. Esta amenaza ya está suscitando advertencias en el mundo atlántico para que Washington suavice las condiciones depredadoras que tradicionalmente ha impuesto a África, América Latina y otras partes<sup>40</sup>.

Pero que ésto signifique que Asia oriental comenzará a construir nuevos dispositivos mercantiles de carácter institucional para la economía mundial, que desafíen a los del mundo anglo-estadounidense, sigue sin estar claro por dos razones: en primer lugar, por las divisiones internas existentes en Asia oriental; y en segundo, por la cuestión de las prioridades estratégicas de China en estos momentos. En este sentido, Asia oriental tiene un interés colectivo racional obvio en construir sus propios mercados centralizados de materias primas y petróleo y en promoverlos para que ocupen el primer puesto mundial, sustituyendo a Londres y Chicago. Estos nuevos marcos mercantiles han crecido a gran velocidad, pero se hallan divididos: uno en Hong-Kong, otro en Japón y otro más en Singapur. En cuanto a China, que en la actualidad se halla fundamentalmente concentrada en mantener el crecimiento interno y en completar a toda costa

---

<sup>39</sup> El *Financial Times* informó de que el secretario estadounidense del Tesoro Hank Paulson se enfrentó al hecho de que «el Banco de China había reducido sus posiciones inversoras en *agency debt* [esto es, deuda emitida por agencias privadas pero respaldadas por el gobierno estadounidense, como Sallie Mae, Fannie Mae o Freddie Mac] durante el verano, [...] encontrándose, por lo tanto, con un *fait accompli*. El gobierno federal tuvo que tranquilizar a los inversores extranjeros que habían invertido en estos títulos si se quería evitar el caos en los mercados financieros y una huida del dólar. Ello huele a las crisis de la deuda acaecidas en los países latinoamericanos, en los que la presión definitiva a favor de un rescate provino de los inversores extranjeros», John Gapper, «A US government bail-out of foreign investors», *Financial Times*, 8 de septiembre de 2008.

<sup>40</sup> David Rothkopf, «The Fund faces up to competition», *Financial Times*, 22 de octubre de 2008.



el salto de la dinámica acumulación de capital de la costa al interior, no está mostrando el más mínimo interés en desafiar el liderazgo de los Estados Unidos a la hora de conformar las instituciones de la economía mundial, concediendo pues cierto respiro a la potencia estadounidense. Sin embargo, la fuerza social y política de Wall Street y la debilidad de las fuerzas sociales que podrían abogar en Estados Unidos por una revitalización industrial son tales, que lo más probable es que la clase capitalista estadounidense desperdicie su oportunidad. Si esto sucede, Estados Unidos disfrutará de otra ronda de crecimiento del PIB alimentado por un endeudamiento financiado por China y otros países, perderá paulatinamente su importancia en la economía mundial, se mostrará cada vez menos capaz de conformar las reglas de ésta, quedando cada vez más atrapado en la subordinación de su endeudamiento a largo plazo con la matriz crediticia asiático-oriental.