

¿CAMBIO DE RÉGIMEN FINANCIERO?

Desde la década de 1930, el mundo no comunista ha experimentado dos cambios en las normas y reglas económicas internacionales suficientemente sustanciales como para denominarlos «cambios de régimen». Entre ellos mediaron aproximadamente 30 años: el primer régimen, caracterizado por el keynesianismo y gobernado por los acuerdos de Bretton Woods, duró aproximadamente desde 1945 hasta 1975; el segundo comenzó tras la ruptura de los mencionados acuerdos y se prolongó hasta la crisis de la deuda del Primer Mundo en 2007-2008. Este último régimen, conocido indistintamente como neoliberalismo, el Consenso de Washington¹ o el consenso de la globalización, giró en torno a la noción de que todos los gobiernos deberían liberalizar, privatizar y desregular, prescripciones que han sido tan predominantes en lo que a la política económica global se refiere que han llegado a constituir, en palabras de John Stuart Mill, «el profundo sopor de una opinión decidida».

Ambos regímenes diferían en el papel asignado al Estado, tanto en los países desarrollados como en vías de desarrollo. El régimen de Bretton Woods favorecía un «liberalismo embridado», como se le denominaría más tarde, que sancionaba la asignación del mercado en gran parte de la economía, pero lo constreñía dentro de los límites establecidos mediante el proceso político. El régimen neoliberal que lo siguió, particularmente asociado con Reagan y Thatcher, retornó a las normas del *laissez-faire* defendidas por el liberalismo clásico y prescribió en consecuencia la retirada de la «intervención» del Estado y una expansión de la asignación del mercado en la vida económica, concediendo, sin embargo, una mayor importancia que el liberalismo clásico a la idea de que la competencia no es un estado «natural» de las cosas y que el mercado puede producir resultados subóptimos si los productores disfrutaban de un poder monopolista (como se desprende de la observación de Adam Smith de que «aquellos implica-

¹ El término «Consenso de Washington», acuñado en 1989 por John Williamson para referirse a un conjunto de diez recomendaciones políticas, llegó a utilizarse en un sentido mucho más amplio, abarcando la desregulación financiera, la libre movilidad de capital, la compra sin restricciones de empresas locales por compañías extranjeras y el establecimiento sin trabas de unidades subsidiarias.

dos en la misma actividad económica rara vez se reúnen [sin organizar] una conspiración contra el público»).

En consecuencia, el neoliberalismo sancionó la intervención del Estado no sólo para proporcionar toda una gama de bienes públicos que no podían ser producidos mediante la búsqueda competitiva de beneficio (como defendía el liberalismo clásico), sino también para diseñar y aplicar las reglas de la competencia, sometiendo los intereses privados para conseguirlo; de ahí el añadido del prefijo «neo». Su principal criterio para juzgar el éxito empresarial era el valor del accionista, mientras que su noción esencial de interés nacional radicaba en la eficiencia determinada por la competencia en una economía totalmente abierta al mercado mundial, no debiendo existir barreras «artificiales» entre los precios del mercado nacional y mundial tales como aranceles o subsidios a sectores particulares. En el ámbito de las políticas concretas, por supuesto, se efectuaron muchas modificaciones tácticas y pragmáticas a estos principios a fin de subsidiar empresas, canalizar más riqueza hacia los ricos y estabilizar la economía y la sociedad con políticas encubiertamente keynesianas². En el ámbito normativo, sin embargo, la diferencia estaba clara.

En el ámbito de las finanzas, las prescripciones neoliberales se justificaron mediante la «hipótesis de los mercados eficientes», que postulaba que los precios de mercado transmiten toda la información pertinente, que los mercados se purgan continuamente haciendo altamente improbables los desequilibrios persistentes, como por ejemplo las burbujas, y que intervenir en ellos aplicando políticas de uno u otro tipo resultaba desaconsejable, ya que se incurriría en la «represión financiera». Milton Friedman y la Escuela de Chicago prestaron su nombre a esta teoría; pero como dijo Paul Samuelson, «Chicago no es un lugar, es un estado mental», y esta teoría se hizo predominante en los ministerios de Economía, los bancos centrales y los departamentos de Economía de las universidades de todo el mundo no comunista.

Los *shocks* del último año –otros 30 años desde el último cambio decisivo– sostienen la conjetura de que estamos asistiendo a un tercer cambio de régimen, impulsado por la total pérdida de confianza en el modelo de capitalismo anglo-estadounidense de transacción y en la teoría económica que lo legitimaba (y por la pérdida de autoridad moral de Estados Unidos, que ahora se halla por los suelos en gran parte del mundo). Las respuestas de los gobiernos a la crisis sugiere, además, que hemos entrado en la segunda fase del «doble movimiento» de Polanyi, esto es, la pauta recurrente del capitalismo mediante la cual (simplificando) un régimen de mercados libres y creciente mercantilización genera tal sufrimiento y dislocación como para desencadenar intentos de imponer una regulación

² Dean Baker, *The Conservative Nanny State. How the Wealthy Use the Government to Stay Rich and Get Richer*, Washington DC, 2006.

más estricta de los mercados y de obtener mayores cotas de desmercantilización (esto, un «liberalismo *embriado*»³). La primera fase del doble movimiento actual fue el largo reino del neoliberalismo y su consenso de globalización. La segunda no tiene nombre todavía, y bien puede ser que se trate de un periodo marcado más por una ausencia de acuerdo que por un nuevo consenso.

Debemos ser prudentes. Existe un ciclo recurrente de debate tras las crisis financieras en el que una avalancha inicial de propuestas radicales da lugar a una confusión creciente, seguida por el reinicio de las pautas de comportamientos anteriores. Hace diez años, las crisis de Asia oriental, Rusia y Brasil de 1997-1998 sembraron el pánico en los cuarteles generales de las finanzas mundiales, siendo seguidas por intensas discusiones en torno a la «nueva arquitectura financiera internacional», si bien una vez que quedó claro que el núcleo atlántico no se vería afectado, estas discusiones radicales pronto amainaron. El resultado fue una serie de nuevos o reanimados organismos internacionales públicos y privados a los que se asignó la tarea de formular normas de buena práctica en la gestión empresarial integral, la supervisión del sistema bancario, la contabilidad financiera, la publicidad de datos, etc.⁴. Tales esfuerzos alejaron la atención del problema de una nueva regulación, mientras el sector financiero occidental fue capaz de asegurar que las iniciativas gubernamentales no incluyeran nuevas restricciones, tales como la imposición de límites sobre el apalancamiento sobre los nuevos productos financieros. No hubo cambios de las normas que postulaban la deseabilidad de unas finanzas reguladas más ligeramente.

Temblores sistémicos

Cuando el Bank for International Settlements (BIS) de Basilea afirmó en su Informe Anual de 2007 que «años de política monetaria laxa habían animado una gigantesca burbuja crediticia, que nos hacía vulnerables a una recesión similar a la de la década de 1930», su diagnóstico fue ampliamente ignorado por empresas y reguladores, a pesar de la reputación de prudencia atesorada por esta institución. Incluso en mayo de 2008, algunos comentaristas estaban todavía sosteniendo que la crisis era una minucia, análoga a una tensión muscular en un atleta de elite que puede curarse con un poco de reposo y fisioterapia, estado opuesto a un ataque de corazón sufrido por un fumador de tres paquetes diarios cuya cura exige cirugía y cambios sustanciales en su estilo de vida.

³ Karl Polanyi, *The Great Transformation* [1944], Boston, 2001.

⁴ Para más detalles, véase Robert Wade, «A New Global Financial Architecture?», *NLR* 46 (julio-agosto de 2007) [ed. cast.: «¿Una nueva arquitectura financiera?», *NLR* 46 (septiembre-octubre de 2007), Madrid, Akall]; y «Global Financial Regulation Versus the Engines of Financial Instability», en Philip Arestis y John Eatwell (eds.), *Issues in Finance and Industry*, Basingstoke, de próxima publicación.

Los acontecimientos de septiembre de 2008, sin embargo, hacen difícil eludir la conclusión de que hemos entrado en una nueva fase. La situación de los mercados financieros en buena parte de de la OCDE se ha hundido a sus niveles más bajos desde la crisis bancaria de 1932, la cual constituyó el factor monocausal más importante que convirtió el declive y el *crash* bursátil de 1929 en la Gran Depresión (aproximadamente 11.000 bancos nacionales y estatales quebraron en Estados Unidos entre 1929 y 1933). Un operador del mercado de bonos describió la situación actual como «el equivalente financiero del periodo del terror durante la Revolución francesa»⁵. En estas circunstancias, la hipótesis de los mercados eficientes y las prescripciones derivadas de ella se han visto totalmente desacreditadas.

En particular, la segunda quincena de septiembre de este año ha sido testigo no de una sino de tres convulsiones «de cambio de ciclo» en el sistema financiero más sofisticado del mundo. Éstas no incluyen la nacionalización de Freddie Mac y Fannie Mae: por gigantescas que fueran, estas instituciones «cuasi gubernamentales» gozaban del derecho asumido a una red de seguridad pública. Por el contrario, la primera conmoción fue la huida de los inversores de dos bancos más de los cinco grandes bancos de inversión de Wall Street, tras la sufrida anteriormente por Bear Stearns, a la que siguió la caída de ambas instituciones financieras. Únicamente Morgan Stanley y Goldman Sachs permanecieron firmes, por el momento, optando ambos por cambiar su estatuto legal para convertirse en bancos comerciales, lo cual significa que estarán sometidos a una regulación más estrecha que antes. La quiebra a mediados de septiembre de Lehman Brothers afectó a los fondos de los megainversores, desencadenando el pánico a lo largo de los mercados financieros y deteniendo los flujos crediticios incluso para el mantenimiento de la normal actividad económica cotidiana. Esta quiebra podría tener consecuencias especialmente trascendentales, dado que Lehman tenía un enorme negocio de productos derivados y nunca se ha producido una caída de una contraparte de los contratos de derivados a una escala similar a ésta.

La pérdida de tres de los cinco gigantes cambia de modo fundamental la política de las finanzas internacionales, ya que estos bancos de inversión eran actores extremadamente poderosos en el proceso político no únicamente en Estados Unidos, sino también en la Unión Europea. Desde sus sedes de Londres, los bancos de inversión estadounidenses influían en el contenido de la legislación financiera de la UE aprobada en Bruselas. Lo fundamental de su desaparición, pues, es que debilita uno de los mayores obstáculos para la reintroducción de la regulación financiera.

La segunda convulsión de cambio de ciclo fue el rescate por el Departamento del Tesoro estadounidense de AIG por 85 millardos de dólares. AIG

⁵ John Jansen, «America's Reign of Terror», SeekingAlpha.com, 2 de octubre de 2008.

no era tan sólo la mayor compañía de seguros de Estados Unidos, sino también la mayor del mundo. Dado que se hallaba fuera del sistema bancario, su rescate rompió la nítida línea que separaba los intermediarios de la economía «real». Es probable que el contagio se extienda ahora a otras compañías de seguros y a miles de *hedge funds* altamente apalancados cuando expiren los periodos de tenencia obligatoria de los títulos al transcurrir los próximos dos trimestres y los inversores puedan retirar sus fondos. La tercera gran convulsión superó incluso a la segunda: mediante la más espectacular operación de rescate público de la historia, el Tesoro estadounidense anunció un plan para comprar 700 millardos de dólares de títulos tóxicos de los bancos en apuros a un precio sensiblemente superior al valor actual de mercado. Resulta significativo que el plan fuera prácticamente improvisado sobre la marcha —el plan original del secretario del Tesoro estadounidense Hank Paulson tenía tan sólo tres páginas mecanografiadas—, lo que ese Departamento estaba convencido de que podía arreglárselas sin necesidad de contar con un plan de contingencia. De haberse aprobado la versión original, habría concedido a Wall Street un acceso casi ilimitado a los ingresos públicos a un coste muy reducido. A finales de septiembre el rescate fue rechazado por el Congreso y posteriormente modificado por el Senado, y ambos partidos en la Cámara baja se sintieron alarmados por la posible furia de los ciudadanos en un año de consulta electoral. La versión aprobada por el Congreso a primeros de octubre promete revertir una mayor cuota de los hipotéticos beneficios futuros a las arcas públicas, pero utiliza de todas formas los ingresos tributarios para socializar las pérdidas del sector financiero, siendo ante todo un regalo sin precedentes para los responsables de la crisis.

Repercusiones

Las ulteriores caídas en los mercados inmobiliarios en Estados Unidos y el Reino Unido continuaron alimentando la espiral a la baja. El mercado de futuros estadounidense está estimando una caída del 33 por 100 en los precios de las viviendas desde su máximo hasta su nuevo mínimo cíclico (calculada de acuerdo con el Case-Shiller Home Price Index), que se alcanzará en el plazo de un año. El Reino Unido, que desde 2000 ha experimentado la segunda mayor burbuja tras la sufrida por Japón durante la década de 1980, puede conocer una caída del 50 por 100 desde su máximo al nuevo mínimo cíclico; pero incluso este nuevo nivel dejaría los precios de las viviendas por encima de los de 1997 como múltiplo de la renta. Cuando la contracción del crédito se extienda a los distintos sectores y regiones, el daño causado a la economía real crecerá, incrementando el desempleo —en Estados Unidos el paro ha llegado a los 2,2 millones en los últimos 12 meses— y ralentizando el consumo, aunque resulta sorprendente la gradualidad con la que se han producido esos procesos desde mediados de 2007. A principios de octubre de 2008, la crisis ha afectado a muchos bancos europeos que previamente se habían mostrado orgullosos de haber eludido la turbulencia.

Hasta ahora, sin embargo, la crisis se ha centrado en la economía atlántica con pocas repercusiones en Asia oriental. En realidad, resulta significativo que la extrema falta de liquidez de los mercados financieros occidentales coexista con la hipertrofia de los ahorros y de las reservas de divisas de Asia oriental y las petroeconomías de Rusia y los países del Golfo. Otra característica de la actual crisis que la hace única es que Occidente confía en que la recuperación provenga de un crecimiento rápido del mundo en vías de desarrollo, especialmente de Asia oriental, y que los bancos occidentales que están intentando evitar la quiebra busquen inyecciones de capital proveniente de esos países y de los fondos soberanos de Estados como China, Dubai y Singapur, entre otros.

Japón, la segunda economía mundial, se ha visto hasta ahora poco afectada. Existen pocos signos de una crisis de crédito, aunque el crecimiento se halla próximo a cero. La explicación inmediata de esta situación es que los bancos japoneses han sido muy cautos tras la dura experiencia de la década de 1990, cuando se vieron obligados a enjugar la burbuja de la década anterior, siendo criticados en su propio país y en el exterior por mantener demasiados recursos de tesorería y bajos niveles de actividad crediticia, como se recoge en un reciente artículo del *International Herald Tribune* que critica la situación de la economía japonesa desde la perspectiva de las políticas económicas globales anglo-estadounidenses seguidas durante las tres últimas décadas:

El país dispone de 14 billones de dólares en ahorros de las familias [...] Esta bendición ha sido también un maldición para los inversores [...] La riqueza de Japón le protege de las presiones para satisfacer los criterios globales de crecimiento económico o de rentabilidad empresarial, lo cual ha permitido que el país acepte tasas de crecimiento próximas a cero durante la década de 1990 y que sobrevivan prácticas empresariales como valorar a los empleados y clientes por encima de los accionistas⁶.

China, sin embargo, es otra historia. Desde 1980 ha experimentado diversos *booms* seguidos por agudos declives; a pesar de la fenomenal mejora de su rendimiento económico durante la última década, es muy probable que experimente una recesión. Una fuente potencial de problemas es su acumulación de enormes cantidades de títulos estadounidenses cuyo valor ha caído sensiblemente; en junio de 2007, los datos del Tesoro estadounidense estimaron el valor de éstos en 217 millardos de dólares. Otro problema radica en la alta proporción de préstamos de dudoso cobro del sistema bancario chino, que podría ascender a más del 6 por 100 en el último trimestre de 2007 de acuerdo con los datos oficiales. Un tercer problema potencial es la alta inflación, especialmente en los productos alimenticios. Parece también que determinados inversores de Asia oriental y

⁶ Martin Fackler, «Japan Mostly Unscathed by Global Credit Crisis», *International Herald Tribune*, 22 de septiembre de 2008.

sudoriental acumulan importantes cantidades de títulos tóxicos, lo cual sugiere que podría provocar en un momento u otro efectos negativos en Estados Unidos y Europa que intensificarían las tendencias depresivas.

Causas de la contracción crediticia

Si las guerras de Iraq, Kosovo y Afganistán fueron una expresión del triunfalismo estadounidense posterior a la Guerra Fría, las finanzas globalizadas lanzadas durante el mandato de Clinton fueron otras. La prensa dominante se vanagloriaba de que el sistema financiero estadounidense había roto la barrera del sonido operando en una nueva dimensión, que le permitía asumir apuestas cada vez más impresionantes, y tenía de hecho razón al afirmar la novedad del modo en que las finanzas estadounidenses operaban durante la década de 2000 y la sensación de que no tenían límites. Las causas más profundas, sin embargo, radican en las modalidades de comportamiento económico. En gran parte del mundo occidental, la tasa de beneficio de las empresas no financieras cayó significativamente entre 1950-1973 y 2000-2006, en el caso de Estados Unidos aproximadamente un 25 por 100. Como respuesta a ello, las empresas «invertieron» cada vez más en la especulación financiera, mientras el gobierno estadounidense ayudaba a compensar la resultante escasez de inversión privada no residencial estimulando el gasto militar (el presupuesto anual del Pentágono es aproximadamente idéntico al reciente plan de rescate ideado por el Departamento del Tesoro estadounidense).

Por otro lado, desde 2000 los mercados de divisas han impulsado de modo persistente los tipos de cambio en la dirección equivocada, haciendo que muchas economías que sufren enormes déficits exteriores experimenten apreciaciones de sus monedas, mientras que otras que presentan superávits conozcan depreciaciones o no experimenten ni ningún tipo de alteración. Los déficits y superávits exteriores han crecido, incrementando la fragilidad de la economía global. Sin embargo, los comentaristas que insisten en que la convulsión actual es simplemente la última crisis de una larga serie impulsada por una dinámica de creación de burbujas no se dan cuenta de que esta vez la burbuja del precio de los activos se propagó por todo el mundo mediante la tecnología de la titularización y el modelo bancario de «originar y distribuir», que únicamente alcanzó su madurez a partir de 2000. El modelo estimulaba un alto endeudamiento para intervenir en los mercados financieros, complejos instrumentos para hacerlo y mercados opacos, factores todos ellos que hacen a esta crisis realmente única.

Especialmente se ha insistido demasiado en la burbuja inmobiliaria, como si fuera la condición necesaria y suficiente de la crisis, cuando constituye tan sólo una parte de una hipertrofia mucho mayor de la deuda. El Cuadro 1 muestra el ratio de endeudamiento respecto al PIB de la economía estadounidense en su conjunto y respecto a los dos sectores más endeudados —los hogares y el sector financiero— para 1980 y 2007.

Cuadro 1. Endeudamiento de la economía estadounidense respecto al PIB

	1980	2007
Global	163	346
Hogares	50	100
Sector financiero	21	116

Fuente: *Financial Times*, 24 de septiembre de 2008.

El ratio global se multiplicó por un factor superior a dos y el del sector financiero por un factor superior a cinco.

La combinación tóxica de deuda, burbuja del precio de los activos y tecnología de la titularización fue posible por la laxa regulación. El centro de la explosión no fueron los *hedge funds* no regulados sino los bancos supuestamente regulados. Hasta hace poco, las autoridades aceptaban que los bancos de inversión operaran con un ratio endeudamiento/recursos propios de 30-35/1, por lo cual no es exagerado afirmar que la crisis deriva del mayor fracaso regulador de la historia moderna. Muchos políticos y comentaristas han afirmado que «todos somos culpables» –la economía internacional, los banqueros, los inversores, las agencias de calificación de riesgos y los consumidores–, lo cual no hace sino distraer la atención de aquellos cuya tarea era regular: los reguladores y las autoridades políticas que los nombraron.

El papel del Reino Unido en la crisis merece una mención especial, porque, contrariamente a la opinión predominante, la dinámica esencial de ésta comenzó en este país. El gobierno Thatcher pretendió atraer el negocio financiero de Nueva York promoviendo Londres como el lugar en que las empresas estadounidenses podían eludir la pesada regulación de su país. El gobierno de Tony Blair y el ministro Gordon Brown continuaron tal estrategia, propiciando que este último se vanagloriara de que el Reino Unido contaba con «una regulación no sólo ligera sino también limitada». Como respuesta, durante la década de 1990 creció el clamor en Estados Unidos por la derogación de la Ley Glass-Steagall aprobada durante la Gran Depresión, que separaba la banca comercial de la banca de inversión, la cual se produjo en 1999 y supuso una liberalización financiera que facilitaba un crecimiento irrestricto del sistema bancario en la sombra constituido por los *hedge funds*, los fondos de *private equity*, los intermediarios hipotecarios y demás instituciones. Este sistema en la sombra acometió a partir de ese momento operaciones que vincularon a los bancos, siendo éstos quienes finalmente desencadenaron la caída del sistema bancario.

Lo realmente sorprendente de la Financial Services Authority (FSA) británica, instituida con gran fanfarria por Brown en 1997 al mismo tiempo que concedía al Banco de Inglaterra la semiautonomía en la gestión de la

política monetaria, es que tiene una jurisdicción integral sobre el sistema financiero británico, lo cual contrasta con el fragmentado sistema de múltiples reguladores estadounidense, pero que, sin embargo, ejerce su papel regulador tímidamente, cumpliendo así el designio de que fuera un organismo débil. Howar Davis, primer presidente de la FSA, describió su principio rector con sorprendente candor: «La filosofía desde que fui nombrado ha sido decir: ¿Adultos que lo hacen voluntariamente en privado? Ése es su problema, realmente»⁷. Así pues, la FSA, en su apuesta encubierta y al fin exitosa por atraer compañías estadounidenses a Londres, permitió que los bancos y las compañías aseguradoras operaran en la City con mucho menos capital que organizaciones similares radicadas en Nueva York. Su compromiso con la regulación ligera y limitada significaba que, para ocuparse de los mercados financieros británicos, que eran un tercio de los estadounidenses, disponía de once veces menos efectivos que la Securities and Exchange Comisión (SEC): 98 frente a 1.100 agentes.

No deja de ser irónico que la crisis pueda acabar salvando a Brown de su dimisión como primer ministro. Está claro, no obstante, que su aversión a la regulación financiera y su ausencia de preocupación por la burbuja inmobiliaria –que durante el periodo en el que los laboristas ocuparon el poder ha hecho que el comportamiento de la economía británica haya parecido mucho mejor de lo que hubiera sido el caso en su ausencia– se hallan profundamente insertas en la conformación de la crisis. Durante una década, los rabos del mercado inmobiliario y del sector financiero han movido el perro de la economía británica. Como en Estados Unidos, el consumo creció mucho más rápido que el PIB financiado por una deuda creciente gracias a la explosión del precio de la vivienda. Un electorado agradecido devolvió a los laboristas el poder en dos ocasiones.

Respuestas gubernamentales

La espiral descendente de la contracción del crédito está siendo impulsada por un colapso generalizado de la confianza en el conjunto de la intermediación financiera que sostiene las economías capitalistas. Muchas empresas en la economía real se aproximan a la quiebra, dados los crecientes niveles de endeudamiento y el empeoramiento del clima económico, ante lo cual los prestamistas y los compradores de títulos permanecen al margen del mercado. Los gobiernos han optado, en consecuencia, por estabilizar los mercados de crédito tomando medidas para estimular que estos últimos vuelvan al mercado bursátil, destacando fundamentalmente el Departamento del Tesoro estadounidense con su plan de rescate de 700 millardos de dólares. Varios países europeos han tomado iniciativas para tranquilizar al sector bancario, habiendo garantizado Irlanda, Grecia, Alemania, Austria y Dinamarca la totalidad de los depósitos de

⁷ Jesse Eisinger, «London Banks, Falling Down», Portfolio.com, 13 de agosto de 2008.

ahorro a principios del mes de octubre de 2008. Las reglas de la competencia han sido dejadas de lado cuando los gobiernos han fomentado mefufusiones. En el Reino Unido, la reciente fusión de HBOS y Lloyds TBS ha creado un banco que disfruta del 30 por 100 del mercado minorista.

El mero poder monopolista de estos nuevos conglomerados financieros es probable que dé lugar a un mayor respuesta reguladora. Otra área crucial susceptible de vigilancia que nos da una medida de la contundencia de las respuestas de los gobiernos es el mercado no organizado de contratos derivados (*over the counter*), que Warren Buffet célebremente definió como «armas financieras de destrucción masiva». Buffet dijo además que, aunque el sistema de la Reserva Federal se creó en parte para prevenir el contagio financiero, «no existe un banco central cuya tarea sea impedir que las fichas del dominó caigan en los sectores de los seguros o los derivados». En el caso de que se intensifique la regulación del mercado *over the counter*, incluso del modo más ligero exigiendo el uso de un formato de contrato estándar y el registro de los detalles de cada uno de ellos en un organismo regulador, Brooskey Born obtendrá cierta satisfacción. Esta mujer, presidenta de la Chicago Futures Trading Commission (Comisión del Mercado de Futuros de Chicago) a finales de la década de 1990, propuso en un documento de discusión que el mercado *over the counter* debía experimentar algún tipo de regulación. Alan Greenspan, el presidente de la SEC Arthur Levitt y el secretario del Tesoro Robert Rubin se enfadaron tanto porque se hubiera atrevido siquiera a plantear tal idea que pidieron a Clinton que autorizara su despido: en enero de 1999 Born dimitió por «razones familiares».

Más allá de estas respuestas inmediatas a bote pronto, la crisis también ha suscitado la cuestión de la estabilidad global del sistema y específicamente del impacto de las normas financieras internacionales sobre los sistemas nacionales. Durante los últimos años se ha producido un intenso debate sobre las normas contables internacionales. Los dos conjuntos de normas más importantes utilizados en todo el mundo por las empresas cotizadas –los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados estadounidenses y las Normas Internacionales de Información Financiera (International Financial Reporting Standards/IAS)– exigían que esas empresas contabilizaran de acuerdo con el valor de mercado, lo cual supone actualizar frecuentemente sus activos a precios de mercado corrientes o, si los activos no son líquidos y carecen de un precio de mercado, a actualizarlos de acuerdo con el coste de garantizarlos. Los defensores de este método, principalmente inversores, lo denominan tendenciosamente criterio del «valor justo o razonable» (*fair value*) (¿quién podría oponerse al mismo?), sosteniendo que su adopción es crucial para mantener la confianza de los inversores en las cuentas públicas de las empresas⁸.

⁸ Nicolas Véron, Matthieu Autret y Alfred Galichon, *Smoke & Mirrors, Inc. Accounting for Capitalism*, Ithaca (NY), 2006.

Los críticos, incluido el International Institute of Finance (IIF) –el principal grupo de presión de los banqueros–, replican que amplifica los *booms* y los declives bruscos. Durante la fase descendente, la contabilidad del «valor justo» obliga a los bancos a registrar una caída en el valor de los activos que puede estar injustificada por la realidad económica. Para mantener sus ratios de insolvencia, los bancos se ven obligados a obtener nuevo capital a un coste elevado o a reducir su actividad crediticia. Las fases ascendentes, por otro lado, permiten que los bancos hipertrofién sus balances de situación más allá de lo que justifica la realidad económica. Los métodos alternativos de «contabilizar de acuerdo con los precios históricos» o con «modelos de inferencia estadística», a tenor de los cuales cada empresa utiliza su propio modelo para estimar los precios-sombra, se hallan también expuestos a la crítica. Warren Buffet observó que la valoración de acuerdo con los «modelos de inferencia estadística» tiende a degenerar en modelos de «precio mítico», mientras Goldman Sachs se dio de baja en junio de 2008 del IIF para protestar ante la perspectiva de que se optara por una contabilidad que denominó de «Alicia en el país de las maravillas».

Los críticos del modelo del «valor de mercado» tienden a amalgamar la importante distinción existente entre normas contables y normas prudenciales. Las primeras se refieren a la información proporcionada a los accionistas y otros interesados sobre la «integridad» del mercado; su función es asegurar una información continua y fidedigna sobre la situación de las empresas a la hora de tomar decisiones de inversión. Las normas prudenciales, por otro lado, se centran en la estabilidad financiera y en impedir que los actores financieros se comporten de modo que pongan en peligro esa estabilidad. Mantener esta distinción y afinar determinadas normas prudenciales es importante en el contexto actual.

Crédito y credibilidad

Un tipo de norma prudencial que debería ser revisada es la adecuación del capital de los bancos. La norma de adecuación de capital de Basilea II, que entró en vigor en 2007 tras aproximadamente nueve años de negociación, marcó un cambio desde la regulación externa contemplada en Basilea I a la autorregulación, invitando a un comportamiento despreocupado y al «azar moral» en un momento en que los grandes bancos confían más que nunca en que siempre serán rescatados por el Estado. Basilea II exige que los bancos recurran a agencias de calificación de riesgo y a sus propios modelos internos de evaluación del mismo, dispositivos ambos que se han mostrado procíclicos y que han fracasado estrepitosamente contribuyendo al desencadenamiento de la crisis actual, al tiempo que endurece las normas relativas a la obtención de capital durante periodos de iliquidez, precisamente cuando los bancos son menos capaces de satisfacerlas. Además, la experiencia de Basilea I y la simulación de los efectos de Basilea II sugieren que ambos conjuntos de nor-

mas encaminan los flujos de capital desde los bancos de los países en vías de desarrollo hacia el mundo desarrollado en beneficio del crédito bancario a corto plazo, que es el tipo de crédito más peligroso⁹. Basilea II aumenta el coste de financiación de los bancos del Sur global respecto a los bancos del mundo desarrollado, afianzando la ventaja competitiva de estos últimos. La revisión incremental de Basilea II no resolverá ninguno de estos problemas, ya que para ello se precisaría una renegociación integral del modelo.

Entre las muchas víctimas de la crisis se halla, pues, el modelo «global» de arquitectura financiera de las dos últimas décadas, cuya credibilidad se ha visto seriamente dañada, dado que sus tres principales pilares funcionaron mal contribuyendo al estallido de la misma. En primer lugar, el regulador de los servicios financieros se supone que protege a los depositantes de fondos en los bancos y a los consumidores del comportamiento incorrecto de las empresas individuales, como, por ejemplo, mantener reservas insuficientes; como hemos visto, sin embargo, la regulación fue absolutamente laxa. En segundo lugar, se supone que los mercados financieros asignan de modo independiente el capital de inversión y el crédito de consumo entre individuos, empresas y Estados, con escasa influencia del gobierno; sin embargo, la opacidad creada por el apalancamiento y por una ingeniería financiera compleja provocaron el colapso del mercado y, finalmente, el rescate por parte del Estado.

El tercer pilar es el mantenimiento de la estabilidad monetaria –definida como el logro de una estrecha contención de la inflación– por el banco central. Si nos fijamos en el índice de precios al consumo, los bancos centrales, confiados por la baja inflación de precios debida a las importaciones baratas procedentes de China, optaron por mantener los tipos de interés muy bajos y permitieron un vivo crecimiento del crédito, el cual hipertrofió burbujas del precio de los activos, especialmente de la vivienda, que muchos bancos ignoraron, ya que su mandato se limitaba a controlar el índice de precios al consumo. En realidad, ellos y los políticos detrás suyo aplaudieron la burbuja inmobiliaria porque provocaba un fuerte crecimiento del PIB. El nuevo régimen que emerge de la crisis actual es probable, por consiguiente, que incluya intentos de revisar el papel del tercer pilar expandiendo el mandato de los bancos centrales y asegurando que éstos concedan más atención al precio de los activos. Dado que los tipos de interés constituyen un instrumento muy romo, los bancos centrales y los reguladores tendrán que recurrir a un conjunto ampliado de medidas prudenciales entre las que podrían mencionarse el requerimiento de aprobación para la introducción de nuevos productos financieros, con el fin de asegurarse de que sus característi-

⁹ Jean-Marc Figuet y Delphine Lahet, «Les Accords de Bâle II: quelles conséquences pour le financement bancaire extérieur des pays émergents?», *Revue d'Economie du Développement* 1 (marzo de 2007), pp. 47-67.

cas de riesgo pueden ser fácilmente determinadas por terceros; o la demanda de que cualquier organización que pueda esperar ser socorrida por una red de seguridad pública –y especialmente por un seguro de depósitos público– debe someter a determinados controles su cartera de préstamos de modo que se reduzca el crédito a los sectores «demasiado calientes»¹⁰.

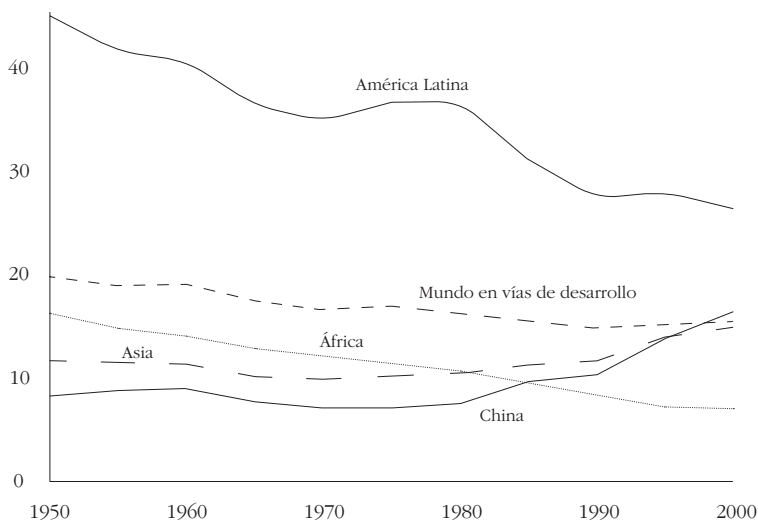
¿Evaporación del consenso?

La teoría económica neoliberal posee poderosos anticuerpos contra la evidencia que contradice su modo de ver las cosas. Sin embargo, la crisis actual puede ser lo suficientemente severa como para despertar a los economistas del «profundo sopor de una opinión decidida» y hacerlos más receptivos a la prueba de que el consenso de la globalización posterior a la Guerra Fría tiene fundamentos empíricos realmente débiles. De acuerdo con la opinión convencional, durante las décadas posteriores a 1945 los gobiernos «intervinieron» rutinariamente en la economía, especialmente en los países en vías de desarrollo en los que el modelo de industrialización mediante sustitución de importaciones fue la norma. A medida que el mundo desarrollado se liberalizaba, el Sur global se aferró a ese modelo y su rendimiento económico relativo se ralentizó, de modo que en torno a 1980, animados por el Banco Mundial, el FMI y los gobiernos estadounidense y británico, los países en vías de desarrollo adoptaron de modo creciente las prescripciones del consenso de la globalización optando por una estrategia pro mercado, un crecimiento orientado hacia las exportaciones y un desarrollo inspirado por las políticas de la oferta, cuyo resultado fue la mejora de su rendimiento económico respecto no sólo al pasado sino también al de los países desarrollados, comenzando finalmente a alcanzarlos con rapidez. Esta evidencia empírica validó a su vez la presión ejercida por el BM y el FMI sobre sus deudores para que adoptasen políticas neoliberales.

El problema con esta historia es que en gran medida es falsa. La Figura 1 muestra la renta media de varias regiones respecto al Norte, expresada en dólares ponderados por la paridad del poder de compra, desde 1950 hasta 2001. América Latina y África presentan un declive relativo tanto antes como después de 1980; Europa del Este, no mostrada, sigue la línea de América Latina. China, en la parte inferior del gráfico durante la mayor parte del periodo, comienza a subir durante la década de 1980, continuando después; la línea correspondiente a Asia sube un poco también tras un retardo, pero también incluye a China, que explica gran parte de su ascenso.

¹⁰ Stephen Bell y John Quiggin, «Asset Price Instability and Policy Responses. The Legacy of Liberalization», *Journal of Economic Issues* XL, 3 (septiembre de 2006), pp. 629-649.

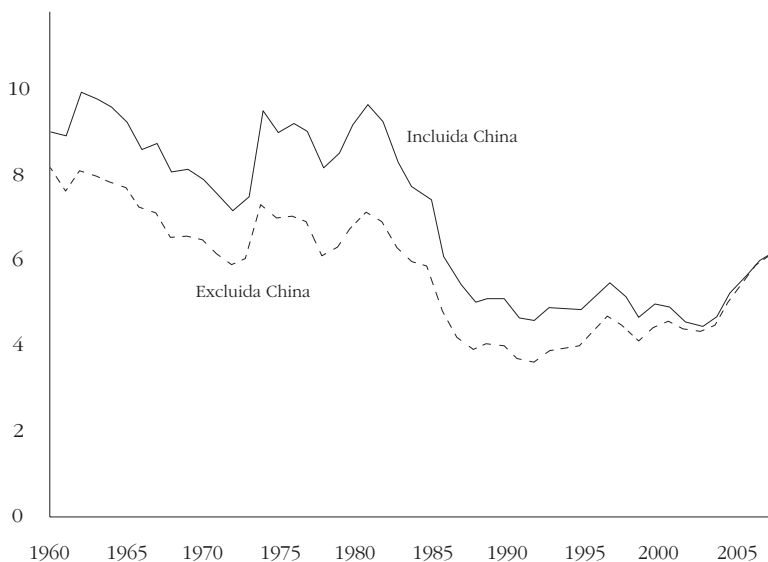
Figura 1. Renta de las regiones del mundo como proporción de las rentas de los países desarrollados



Porcentaje de la renta per cápita expresada en dólares ponderados por la paridad del poder de compra.

Fuente: John Ravenhill (ed.), *Global Political Economy*, Oxford, 2008, recuadro 12.1.

Figura 2. PIB per cápita del Sur global como porcentaje de la renta de los países desarrollados



Fuente: Alan Freeman, «The Poverty of Statistics and the Statistics of Poverty», *Third World Quarterly*, de próxima aparición, basado en el FMI, *World Economic Outlook*.

La Figura 2 muestra la renta media del mundo en vías de desarrollo, excluyendo las «economías en transición» del antiguo bloque soviético, como proporción de la de los países desarrollados, expresadas en tipos de cambio de mercado. La línea superior representa el conjunto del Sur global, la línea inferior el Sur global excluida China. En ambos casos, la tendencia entre 1960 y 2008 es muy diferente de la postulada por la narrativa de la globalización. El ratio fue mayor en el periodo anterior a 1980, cayó severamente durante esa década, se aplanó a un nivel bajo durante la de 1990 y experimentó un pequeño ascenso después de 2004 a causa del vivo incremento del precio de los productos básicos provocado por el rápido crecimiento de China. Si expresamos la renta en dólares ponderados por la paridad del poder de compra, la línea tendencial muestra coherencia con la narrativa de la globalización, comenzando a crecer a principios de la década de 1980 y continuando su ascenso después; pero si excluimos a China, la tendencia es prácticamente igual a la de la Figura 2¹¹.

La noción de que la globalización genera un crecimiento que se aproxima al de los países más desarrollados se apoya, por consiguiente, en el ascenso de China, cuyas políticas se alejan sustancialmente de las recomendadas por el Consenso de Washington, ya que ha seguido los preceptos de Friedrich List y de los responsables de las políticas estadounidenses del siglo XIX durante el periodo de crecimiento que homologó a Estados Unidos con los países más avanzados, más que los de Adam Smith y los neoliberales de nuestros días. El Estado ha sido un promotor integral del desarrollo adoptando medidas de protección determinadas como parte de una estrategia más amplia dirigida a propiciar nuevas industrias y tecnologías, que en la actualidad se traducen en una considerable inversión en sistemas de información a fin de ayudar a las empresas chinas a eludir las patentes occidentales.

La American Economic Association investigó las opiniones de sus miembros en 1980, 1990 y 2000¹². Los resultados indican un amplio consenso sobre las afirmaciones relativas a los efectos deseables de la apertura y los efectos dañinos de los controles de precios. Por ejemplo, en las tres encuestas, la afirmación de que «los aranceles y los controles sobre las importaciones reducen el bienestar económico» recoge un alto grado de acuerdo; en 1980, el 79 por 100 de los economistas estadounidenses afirmaron «estar de acuerdo» con la afirmación, en vez de optar por «estar de acuerdo con re-

¹¹ En su libro de 2004 *Why Globalization Works*, Martin Wolf no presenta prueba alguna al respecto, aproximándose a ello a lo sumo en el Cuadro 8.1, en el que ofrece tasas de crecimiento para siete regiones y varios periodos de tiempo comprendidos entre 1820 y 1998, y que muestra que seis de las siete regiones tuvieron *menores* tasas de crecimiento entre 1973-1998, la era de la globalización y de la orientación hacia el exterior, que entre 1950-1973, la anterior era de intervención del Estado y la industrialización mediante la sustitución de importaciones; pero Wolf no comenta este declive.

¹² Dan Fuller y Doris Geide-Stevenson, «Consensus among Economists: Revisited», *Journal of Economic Education* XXIV, 4 (otoño de 2003), pp. 369-387.

servas» o «no estar de acuerdo». (Economistas de cuatro países de Europa continental fueron también entrevistados en 1980; únicamente el 27 por 100 de los economistas franceses afirmaron estar de acuerdo con la misma afirmación.) Parece una apuesta segura afirmar que la encuesta de 2010 recogerá un acuerdo significativamente menor sobre la deseabilidad del libre comercio, los movimientos irrestrictos de capital y otras formas de apertura económica, demostrando de modo concreto un distanciamiento del consenso de la globalización entre los economistas estadounidenses y un mayor apoyo a la hipótesis de que hemos entrado en un nuevo régimen.

Repensar el modelo

En tiempos de crisis, argumentos que previamente se habían considerado marginales pueden alcanzar un gran relieve. Si la desaparición de tres de los cinco grandes bancos de inversión indica la seriedad de la actual convulsión, también ofrece una oportunidad para ampliar la gama de posibilidades para una consideración atenta de cómo operan las finanzas globales; la caída de los fondos de pensiones y el declive de los precios de la vivienda deben también incrementar el número de aquellos que abogan por una reforma integral. Los expertos se enfrentan hoy al desafío de repensar algunos de los modelos intelectuales básicos que han legitimado la política seguida durante las tres últimas décadas. Las consecuencias de los productos financieros complejos y opacos pueden persuadir a muchos de los beneficios de un sector financiero sustancialmente menor respecto al real y quizá de la conveniencia de una «economía mixta» en las finanzas, en la que determinadas firmas combinarían objetivos públicos y privados, operando más como prestadoras de servicios que como maximizadoras de beneficios.

Pero resulta más importante repensar el modelo mismo de la globalización, que ha concedido una importancia excesiva a la acumulación de capital o al lado de la oferta de la economía en detrimento de la demanda (dado que el peso atribuido al crecimiento impulsado por las exportaciones implicaba que la demanda era ilimitada)¹³. El fracaso del crecimiento orientado a la captura de los países más desarrollados, presentado en las Figuras 1 y 2, deriva en parte de la falta de atención del neoliberalismo a la demanda interna, lo cual refleja el predominio de la teoría económica neoclásica y la marginación de los planteamientos keynesianos. Desarrollar la demanda interior y regional implicaría mayores esfuerzos por lograr la igualdad en la distribución de la renta y, por consiguiente, un mayor papel de la regulación laboral, los sindicatos, el salario mínimo y los sistemas de protección social. Precisaría también de una gestión estratégica del comercio de modo que se amortiguasen los efectos depresivos de los de-

¹³ Thomas Palley, «Developing the Domestic Market», *Challenge* XLIX, 6 (noviembre-diciembre de 2006), pp. 20-34.

rechos sociales implícitos en el modelo de crecimiento orientado hacia las exportaciones, y del estímulo de la industria y de los servicios interiores que proporcionarían mejores modos de ganarse la vida y mejores rentas para las clases media y trabajadora. Los controles sobre los flujos de capital transnacionales a fin de mitigar los estallidos especulativos constituirían otro instrumento clave de un proceso de desarrollo impulsado por la demanda, ya que concederían a los gobiernos una mayor autonomía con respecto al tipo de cambio y la decisión sobre los tipos de interés.

El reciente fortalecimiento de los procesos de integración regional, por otro lado, debería alejarse de las normas y acuerdos globales que, dado su amplísimo objeto de referencia, son, en el mejor de los casos, inevitablemente toscos. Los acuerdos comerciales regionales entre los países en vías de desarrollo presentan ventajas específicas sobre los acuerdos comerciales multilaterales, cuyos términos con frecuencia sirven para abrir las economías del Sur global, preservando intactas las protecciones de la industria y la agricultura en el Norte. Las monedas regionales –como, por ejemplo, la unidad monetaria asiática basada en la media ponderada de las principales monedas locales discutida por los Estados de Asia oriental– podrían actuar como punto de anclaje independiente del dólar, reduciendo la vulnerabilidad a la turbulencia del mercado procedente de Wall Street¹⁴.

Los regímenes económicos globales deben ser repensados sobre todo para permitir una diversidad de reglas y normas, en lugar de imponer una uniformidad cada vez mayor. En vez de pretender, en palabras de Martin Wolf, que el mundo alcance el grado de integración económica característico de la estructura federal estadounidense, de modo que los Estados-nación no tengan más influencia sobre los flujos transnacionales que la que tienen los Estados estadounidenses sobre las transacciones interiores¹⁵, deberíamos inspirarnos en una analogía con el *«middleware»*. Diseñado para permitir que diferentes familias de *software* se comuniquen entre sí, el *middleware* ofrece a las grandes organizaciones una alternativa para que un programa se extienda por toda su estructura, permitiendo más espacio para una elección descentralizada de programas. Si la segunda fase del «doble movimiento» actual resulta ser un periodo carente en gran medida de consenso, también puede proporcionar, no obstante, espacio para una gama más amplia de normas e instituciones así como de alternativas económicas y financieras a las prescripciones sistémicas del neoliberalismo, lo cual puede ofrecer al nuevo régimen que emerja de las presentes convulsiones una mayor estabilidad que la conocida por su predecesor. Que ello proporcione la base para un mundo más justo es, sin embargo, una cuestión abierta –y un urgente desafío– para los próximos tiempos.

7 de octubre de 2008

¹⁴ R. Wade, «The Case for a Global Currency», *IHT*, 4 de agosto de 2006.

¹⁵ M. Wolf, *Why Globalization Works*, cit., p. 4.