

MITOS DE LA DESREGULACIÓN NEOLIBERAL

Si ha habido alguna causa que haya predominado en las explicaciones de la actual crisis financiera global, ha sido la «desregulación»*. La falta de supervisión estatal de los mercados financieros se cita ampliamente, no solo en las columnas de opinión de la prensa financiera, sino también entre comentaristas de izquierda, como la causa que ha permitido el peligroso sobreapalancamiento de las instituciones financieras, basado en un endeudamiento débilmente titularizado que ha desencadenado la presente debacle. El diagnóstico de la causa de la crisis también conduce hacia una solución en particular: si la desregulación permitió que los mercados quedaran fuera de control, entonces debemos buscar la salida en la regulación. Así, Will Hutton considera la crisis *subprime* como el resultado de décadas de políticas de *laissez-faire* que desembocan en un crecimiento e inestabilidad financieros excesivos; ahora que el «capitalismo financiero anglosajón ha sufrido una derrota fundamental», Hutton espera regresar a las políticas reguladoras keynesianas. Eric Helleiner también tiene la esperanza de que «la crisis nos pueda estar empujando hacia un orden financiero global más descentralizado y regulado de nuevo [...] más compatible con diversas formas de capitalismo» que «se encontrarían menos cómodas con un conjunto de normas totalmente liberales para el movimiento del capital y para los servicios financieros». Por el contrario, el análisis de la crisis que hace Robin Blackburn plantea que «la financiarización nació en un mundo extremadamente regulado», y cuestiona el que «una regulación mayor y mejor», aunque necesaria, «sea suficiente». Pero su descripción de la crisis hace hincapié principalmente en la desenfrenada innovación financiera en un sistema bancario en la sombra no regulado¹.

* Este artículo está adaptado de «The Political Economy of the Subprime Crisis», en colaboración con Sam Gindin y Scott Aquanno, el nuevo capítulo final de L. Panitch y M. Konings (eds.), *American Empire and the Political Economy of Global Finance*, Hampshire/Nueva York, 2008, cuya segunda edición aparecerá próximamente en Palgrave.

¹ Will Hutton, «The US took action in the face of crisis», *The Observer*, 21 de septiembre de 2008; Eric Helleiner, «The return of regulation», *Globe and Mail*, 18 de septiembre de 2008; Robin Blackburn, «The Subprime Crisis», *NLR* 50 (mar-abr de 2008) [ed. cast.: «La crisis de la hipoteca *subprime*», *NLR* 50, (may-jun de 2008)].

Para muchos autores, centrarse en la «desregulación» para explicar la actual crisis está estrechamente asociado con una interpretación polanyiana sobre las cambiantes fronteras entre el Estado y el mercado, que consideraría que los mercados han quedado «desembridados» respecto al Estado. Desde esta perspectiva podríamos estar asistiendo al comienzo de un movimiento por el cual el mercado volvería a quedar embridado de nuevo en normativas públicas e instituciones reguladoras. Como escribió recientemente Robert Wade en estas mismas páginas:

Las respuestas gubernamentales a la crisis sugieren que hemos dado el segundo paso del «doble movimiento» de Polanyi, el modelo recurrente en el capitalismo por el cual (simplificando) un régimen de libre mercado y creciente mercantilización genera tal sufrimiento y dislocación como para provocar intentos de imponer una regulación más estricta de los mercados y mayores cotas de desmercantilización².

El problema central de esta perspectiva es la tendencia a analizar la dinámica financiera de las décadas pasadas dentro de los términos de la representación hegemónica de esa era, es decir, a través de los principios clave de la ideología neoliberal: la retirada de las instituciones públicas de la vida social y económica, y el regreso a una era prekeynesiana de no intervención. Pero solamente sobre la base de la lectura más simplificada y superficial se podría considerar que el Estado se había retraído. Las *prácticas* neoliberales no suponían la retirada institucional, sino la expansión y consolidación de las redes de vínculos institucionales que sostenían el poder imperial de las finanzas estadounidenses. Desde luego se ha convertido en habitual afirmar que los Estados y los mercados no deberían considerarse como realmente contrapuestos; pero semejantes afirmaciones han tendido a ser superficiales, y la mayor parte de la investigación ha continuado guiada por la idea de que la expansión financiera ha ido acompañada por la atenuación del Estado. Un relato detallado de las muchas maneras en las que el Estado y los mercados financieros están mutuamente constituidos en Estados Unidos supone necesariamente no olvidar que las consecuencias prácticas de las ideologías neoliberales no están bien representadas en esos mismos discursos. El neoliberalismo y la expansión financiera no elevaron el mercado por encima de su contexto social; por el contrario, arraigaron más profundamente las formas y principios financieros en el tejido de la sociedad estadounidense.

Esto no es negar que los cambios en el modo de regulación jugaran un papel importante en los acontecimientos que condujeron a la crisis, sino más bien sostener que éstos cambios deberían situarse dentro de un contexto más amplio de relaciones de clase financiarizadas. La «desregulación» vino determinada no tanto por un compromiso ideológico con el neolibe-

² Robert Wade, «Financial Regime Change?», *NLR* 53 (sep-oct de 2008), p. 6 [ed. cast.: «Cambio de régimen financiero?», *NLR* 53 (nov-dic de 2008)].

ralismo como por una sucesión de decisiones pragmáticas, normalmente producto de las exigencias del momento, para eliminar barreras legales a las dinámicas financieras que ya habían alcanzado una fuerza decisiva dentro de la vieja forma de regulación; en gran medida este fue el caso de la revocación que realizó la Administración de Clinton de la Glass-Steagall Act. Además, incluso con la eliminación de algunas restricciones, todavía era cierto que

los mercados financieros estadounidenses son ciertamente los mercados más claramente regulados de la historia, si la regulación se mide por el volumen (número de páginas) de normas, probablemente también si se mide por el alcance de la vigilancia y posiblemente incluso por el vigor de su aplicación³.

Regulaciones «beneficiosas»

Más que considerar la relación entre el Estado y el mercado en la era neoliberal en términos de desregulación puede ser más útil examinar las maneras en las que la financiarización se desarrolló a través de órganos reguladores viejos y nuevos. La titularización de la banca comercial y la expansión de la banca de inversión ya eran visibles en los años sesenta, con el crecimiento del mercado de eurodólares y la creación de los primeros modelos viables de ordenador para analizar el riesgo financiero. La crisis bancaria de 1966, las quejas de los fondos de pensiones contra las comisiones fijas de corretaje y una serie de escándalos en Wall Street sirvieron para mostrar que, con el apoyo explícito del Estado, el campo de actuación de las finanzas estadounidenses se había extendido mucho más allá de lo que las regulaciones del *New Deal* podían contener; las presiones culminaron en 1975 con el «Big Bang» de Wall Street. Entre tanto, el colapso del sistema de tipos de cambio adoptado en Bretton Woods debido a las presiones inflacionistas sobre el dólar, así como al crecimiento del comercio y de la inversión internacional, ayudó a provocar la revolución de los derivados cuando la demanda creció para cubrir riesgos mediante los contratos de futuros y opciones sobre los tipos de cambio, así como sobre los tipos de interés para valores públicos y privados.

La Commodity Futures Trading Commission (CFTC) fue creada en 1974 para regular los derivados financieros, de tal manera que facilitase su desarrollo e hiciera frente a la creciente demanda para la extensión y cobertura del riesgo en los mercados expansivos de crédito y de divisas. Leo Melamed, quien (con la ayuda de Milton Friedman) llevó al Chicago Board of Trade a desarrollar el mercado de futuros en divisas, explícitamente reconocía que la CFDT sería «beneficiosa para el crecimiento de nuestros mercados. Nuestros planes relativos a nuevos instrumentos financieros de futuros eran am-

³ Donald MacKenzie, «Opening the black boxes of global finance», *Review of International Political Economy* XII, 4 (2005), p. 569.

biciosos y podían recibir una gran ayuda si contaban con la garantía del apoyo federal»⁴. No fue la ideología neoliberal la que rompió el viejo sistema de regulaciones financieras, sino en realidad las contradicciones que surgieron dentro de ese sistema. Las agencias estatales como la CFTC apoyaban con entusiasmo la extensión y cobertura del riesgo por actores privados que desarrollaron, invirtieron y especularon con derivados. Esto determinó la actitud de «por qué no» que adoptó, dejando mucho espacio para la autorregulación e innovación. Este enfoque se confirmó en 1978, cuando el Tesoro decidió que la comercialización de derivados sobre los bonos del Tesoro, introducidos en los mercados por la FED de Nueva York, ayudaría a estabilizar e incrementar la inversión en deuda de Estados Unidos⁵.

A medida que a lo largo de los años ochenta crecían los mercados financieros, tanto en Estados Unidos como en el ámbito internacional extendieron el concepto de riesgo comercial a todas las formas de crédito, no solo a los tipos de interés y a los tipos de cambio. Nuevas clases de contratos de derivados, tales como permutas de riesgo crediticio, fueron crecientemente negociados entre instituciones financieras en mercados «no organizados». La reticencia de la CFTC, la FED y la Securities and Exchange Commission para frenar esta evolución fue consagrada por la legislación de la Administración de Clinton en 1993, eximiendo de la regulación a un conjunto de instrumentos derivados *swap* e híbridos. En la estela de la crisis del Long-Term Capital Management de 1998, la presidenta de la CFTC, Brooksley Born, advirtió que «este episodio podía servir como llamada de atención sobre los riesgos desconocidos que el mercado “no organizado” de derivados podía suponer para la economía estadounidense y para la estabilidad financiera en todo el mundo». Pero el intento de Born de conseguir una legislación que permitiera a la CFTC investigar el mercado, encontró la fuerte oposición de Rubin, Summers y Greenspan en el Tesoro y la Reserva Federal, así como de senadores como Phil Gramm, conocido por estar en el bolsillo de Enron. «La regulación de transacciones de derivados que se negocian de forma privada por profesionales es innecesaria», declaraba Greenspan. «La regulación que no sirve para fines útiles dificulta la eficacia de los mercados para ampliar el nivel de vida»⁶. Detrás de estas panaceas neoliberales estaba el miedo a que empezar a regular los mercados «no organizados» de derivados *swaps* pudiera provocar una crisis, debido a la «incertidumbre legal» que esto crearía respecto a los billones de dólares en contratos que se verían afectados, como señalaba cautelosamente en 1999 el Informe del Grupo de Trabajo Presi-

⁴ Leo Melamed, *Leo Melamed on the Markets*, Nueva York, 1992, p. 10; Bob Tamarkin, *The Merc. The Emergence of a Global Financial Powerhouse*, Nueva York, 1993, p. 217.

⁵ Charles Seeger, «The Development of Congressional Concern about Financial Futures Markets», en Anne Peck (ed.), *Futures Markets. Regulatory Issues*, Washington, 1985, pp. 12-14.

⁶ Brooksley Born, «International Regulatory Responses to Derivatives Crises: The Role of the US Commodity Futures Trading Commission», *Northwestern Journal of International Law and Business* XXI, 3 (2001); Anthony Faiola *et al.*, «The Crash: What Went Wrong?», *The Washington Post*, 15 de octubre de 2008.

dencial sobre Mercados Financieros, del que Larry Summers era el autor principal⁷.

En los meses finales del mandato de Clinton, con Summers como secretario del Tesoro, se aprobó la Commodity Futures Modernization Act, solidificando las exenciones legislativas de los derivados de 1993. Mientras Rubin regresó a Wall Street (pasando de Goldman Sachs a Citi), la recolocación de Summers en la presidencia de Harvard parecía sugerir una mayor independencia frente al capital financiero. Su nombramiento como Consejero Económico en la Administración de Obama contrastaba aparentemente con el conducto que parecía vincular a Wall Street y especialmente a Goldman Sachs con el Tesoro y la Casa Blanca, tanto con la Administración de Clinton como más tarde con la de Bush. No obstante, el 4 de abril de 2009 *The Washington Post* descubrió que en 2008 Summers había «recolectado aproximadamente 5,2 millones de dólares de retribución del *hedge fund* D. E. Shaw», así como unos 2,7 millones en honorarios por conferencias pronunciadas en diversas empresas y organizaciones de Wall Street con problemas». Lo que todo esto mostraba era el complejo entrelazado de carreras e intereses, públicos y privados, que formaban la relación entre el Estado y las instituciones del mercado, ambos orientados a promover la financiarización.

Capital e imperio

Para llevar adelante el expansionismo imperial de Estados Unidos de la década de 1990 y comienzos de la siguiente, la financiarización actuaba por diferentes caminos. El desarrollo de mercados de titularización y la internacionalización de las finanzas estadounidenses proporcionaron un seguro de riesgos en una economía global compleja, sin el cual la acumulación se hubiera visto significativamente restringida. Además de ello, el predominio global de las instituciones financieras estadounidenses ayudó a movilizar el crédito internacional barato para su economía y sostener así su papel como el primer consumidor mundial, incluso mientras el capital estadounidense fluía al exterior en forma de inversión directa y gastos militares. El dólar servía como la reserva clave del valor y como medio de intercambio, mientras los bonos del Tesoro se convirtieron en general en el estándar para el cálculo del valor en la economía mundial. Como veremos, la financiarización también desempeñó un papel en la economía na-

⁷ Larry Summers, Arthur Levitt, Alan Greenspan y William Rainer, *Report of the President's Working Group on Financial Markets*, noviembre de 1999. En sus memorias, Robert Rubin afirma que su experiencia en Goldman Sachs le había enseñado que había «situaciones en que los derivados introducían una presión adicional sobre mercados volátiles» y que «mucha gente que utilizaba derivados no entendía por completo los riesgos que estaban asumiendo», pero que Summers «pensaba que yo estaba demasiado preocupado por los riesgos de éstos». Rubin no explica por qué prevalecieron los puntos de vista de su adjunto. Véase Robert Rubin y Jacob Weisberg, *In an Uncertain World. Tough Choices from Wall Street to Washington*, Nueva York, 2003, pp. 287-288.

cional, tanto integrando a las clases subordinadas en una red de relaciones financieras a través de las pensiones privadas, de los créditos al consumo y de las hipotecas, como por facilitar el consumo en una era de estancamiento de los salarios y limitaciones del Estado del bienestar.

Pero pese a toda la funcionalidad de la financiarización para el poder imperial, también trajo nuevas contradicciones. Aunque la inflación del precio de los activos estaba considerablemente más en línea con los propósitos del capital estadounidense que la inflación de los precios de consumo de las décadas anteriores, también era un proceso profundamente irregular, susceptible de una enorme volatilidad. La aparición y explosión de burbujas financieras se convirtió en una característica habitual del sistema, y el éxito de las intervenciones estatales para contenerlas reforzó la idea de que las burbujas futuras se podían gestionar. El papel activo de Washington en contener las crisis nacionales e internacionales desde los años ochenta en adelante era quizá la demostración más concreta de que la supuesta retirada de los Estados de los mercados era una ilusión ideológica. Si las políticas neoliberales engendraban mucha actividad financiera, el resultado no era subordinar la capacidad del Estado a las fuerzas del mercado, sino por el contrario hacer totalmente necesarias, así como más factibles, las intervenciones políticas, sobre todo para luchar contra los fuegos provocados por la volatilidad financiera. En Estados Unidos, la financiarización extendió el papel del Estado tanto directa como multilateralmente, incluso mientras ampliaba la libertad de acción estratégica para el capital. El resultado fue la construcción, peldaño a peldaño, de un régimen demasiado grande para dejarlo caer, donde unos intermediarios que eran tan numerosos y estaban tan interconectados que su fracaso hubiera derrumbado una parte significativa del sistema, podían contar con que el Estado y especialmente el Tesoro acudiría en su rescate.

Las repetidas intervenciones económicas del Estado, aunque producto de las exigencias del momento, nunca fueron tan menores o excepcionales como a menudo se las retrataba. Por el contrario, eran parte integrante de las prácticas políticas características de la era neoliberal. Tanto la FED como el Tesoro, enfrentados a la constante volatilidad financiera y a las crisis intermitentes, desarrollaron un abanico de facultades institucionales para afrontarlas. Pero semejantes facultades no deberían considerarse situadas por encima del mundo financiero que regulaban; más bien, estaban envueltas en sus contradicciones. El papel cada vez más realizado del Estado, incluyendo la práctica discriminatoria de inyectar liquidez en bancos sacudidos por la crisis en el Norte, mientras se imponía la disciplina y austeridad en el Sur global, provocó un escenario de «riesgo moral» mientras generaba innovación y expansión. Aunque a menudo se presenta las políticas del «demasiado grande para dejarlo caer» como el último recurso, indicativo de la esencial falta de coherencia del neoliberalismo, los casos en que el gobierno de Estados Unidos encabezó intervenciones para contener las crisis financieras en escasa medida fueron excepciones a la regla. En ese sentido, las intervenciones masivas de las Administraciones de Bush y Obama en el trans-

curso de la actual crisis son simplemente la culminación de una larga serie de intervenciones que marcaron la era neoliberal.

Hipotecando la Gran Sociedad

Poco sentido se puede encontrar a la crisis sin un entendimiento claro de sus raíces domésticas, que se encuentran en las redes de poder financierizado que han sometido a las clases medias y trabajadoras de Estados Unidos a un régimen de endeudamiento. Limitados en lo que podían obtener por su trabajo, después de las derrotas sufridas por el movimiento sindical en los años setenta y ochenta, los trabajadores estadounidenses fueron atraídos a la lógica de inflación del precio de los activos en la era de las finanzas neoliberales, no solo a través de la inversión institucional de sus pensiones, sino también por medio de su mayor activo: la vivienda familiar. Mientras los programas de gasto público de la «Gran Sociedad» en la década de los sesenta tropezaban con presupuestos militares desbocados y la reivindicación de políticas antiinflacionistas para sostener al dólar, los mercados financieros se desplegaron para resolver problemas sociales como la crisis de viviendas inadecuadas en las ciudades de Estados Unidos. Con la Administración de Carter, Freddie Mac y Fannie Mae fueron obligados por la Ley de Reinversión Comunitaria de 1977 a avalar los préstamos hipotecarios de los bancos en comunidades pobres. Ello abrió de hecho el mercado de títulos con respaldo hipotecario para permitir el acceso a la vivienda a las familias de ingresos bajos. Una de las grandes ironías de los movimientos de los derechos civiles y feministas fue que la presión sobre los bancos y compañías de tarjetas de crédito para que desarrollaran modelos que no tuvieran en cuenta el color o el sexo, creando una mayor igualdad a la hora de endeudarse, también sometieron a más y más gente a las pautas de disciplina y crisis dentro de los mercados financieros contemporáneos.

Estas políticas no solo propinaron un significativo empuje al mercado hipotecario y a los índices de propiedad de la vivienda, sino que también crearon la infraestructura para el espectacular crecimiento del endeudamiento familiar durante las décadas siguientes. La era del neoliberalismo no provocó un deterioro absoluto de los niveles de vida de la mayoría de las familias trabajadoras estadounidenses: los elevados niveles de consumo se sostuvieron por la acumulación de la deuda de los hogares y la intensificación del trabajo; más miembros de la familia trabajando más horas, en condiciones más duras, sometidos a la disciplina de tener que afrontar los pagos de la deuda. Los efectos no igualitarios de las políticas neoliberales ayudaron a empujar a los estadounidenses a fundamentar muchas de sus decisiones financieras en la creencia de que la propiedad de la vivienda estaba libre de riesgos y garantizaba incrementos anuales del valor de la propiedad, creencia que encontró un amplio respaldo oficial. Desde la década de los años ochenta, cuando la Administración de Reagan aceleró el asalto a los derechos laborales y a las provisiones públicas, los propietarios de vivienda recurrieron a hacer efectivo el «efecto riqueza» del au-

mento del valor de la propiedad, utilizando mecanismos como las líneas de crédito con garantía hipotecaria. La reestructuración basada en la titularización del sector hipotecario, en la estela de la crisis de las Savings and Loans de 1984, fomentó la conexión entre consumo y valores inmobiliarios, que combinado con el eterno encanto de la propiedad de la vivienda, creó una espiral, que se reforzaba a sí misma, de creciente demanda y subida del precio de la vivienda.

Los mercados para hipotecas titularizadas despegaron después de la recesión de principios de los noventa. La Administración de Clinton estaba entusiasmada con promover alternativas, basadas en el mercado, a la transferencia de ingresos públicos para «acabar con la asistencia social tal y como la conocemos». Especialmente buscaba integrar a las comunidades trabajadoras negras e hispanas en el mercado establecido de la vivienda. En la estela de la crisis financiera asiática y del colapso de las empresas punto-com, que rebajó la seguridad ofrecida por el mercado de valores para fondos de inversiones o de pensiones, el mercado de la vivienda apareció como una fuente clave de riqueza para muchos asalariados estadounidenses. Sin embargo, a esta escala, la realización del sueño americano de la propiedad de la vivienda solamente fue posible porque los intermediarios financieros estaban creando frenéticamente deuda hipotecaria doméstica, para empaquetarla y revenderla en el mercado de créditos estructurados. La tendencia ya estaba bien avanzada durante los años noventa y recibió un gran estímulo con la rebaja del FED de los tipos de interés reales tras el colapso de las empresas punto-com y del 11-S. Los bancos comerciales competían para ampliar las hipotecas residenciales, empaquetarlas y transferirlas a los bancos de inversión. Cada vez más, los creadores de préstamos se convirtieron en correas de transmisión que enviaban deuda al mercado financiero. Estos procedimientos de titularización permitieron a los bancos explotar nuevas fuentes de ingresos mientras afrontaban la disminución de rentabilidad de los servicios tradicionales. La posibilidad de obtener comisiones sobre deudas que podían llevarse fuera del balance de situación, hacía que los bancos estuvieran más dispuestos a aumentar su riesgo frente a hogares con ingresos bajos. Entre 1990 y 2006 el importe de la deuda residencial que mantenían los emisores de títulos respaldados por activos aumentó de 55 a 2.117 millardos de dólares⁸.

Gran parte de este edificio de obligaciones financieras se construyó a través del «sistema bancario en la sombra». Para apalancar sus recursos y aumentar su capacidad de préstamo, los bancos trasladaron sus compromisos a los llamados vehículos especiales de inversión (SIV), que quedaban fuera del ámbito regulador de la FED. El sistema bancario en la sombra se abrió a un mundo más amplio de finanzas estructuradas: títulos respaldados por activos, instrumentos derivados basados en ellos, más derivados basados a su vez en esos derivados, y una infinita variedad de instru-

⁸ US Census Bureau, *Statistical Abstracts of the United States*, 2008.

mentos aseguradores. De haber querido, sin duda la FED podía haber hecho un esfuerzo mayor para imponer regulaciones que limitasen la proliferación de obligaciones financieras no reflejadas en los balances. Pero Greenspan optó por no hacerlo. Como señalaba en 2005, «las tecnologías de procesamiento de la información habían permitido a los acreedores tener una significativa eficacia para recoger y asimilar los datos necesarios para evaluar el riesgo». Cuando se combinó con las ecuaciones de riesgo en los modelos de calificación del crédito, esto aseguró que «mientras anteriormente a los solicitantes marginales se les hubiera rechazado el crédito, los prestamistas ahora son capaces de juzgar bastante eficazmente el riesgo que representan solicitantes individuales y tasarlo adecuadamente». Estas mejoras fueron las que «condujeron al rápido crecimiento del préstamo hipotecario *subprime*». El gran logro de la «innovación y el cambio estructural en la industria de los servicios financieros» había sido «extender el acceso a la gran mayoría de los consumidores, incluyendo a los que tenían recursos limitados»⁹.

La transformación del crédito —no solo hipotecario, sino también el de las tarjetas, el de los préstamos de estudios, etc.— en títulos respaldados por activos, se convirtió en una fuente central de creación de liquidez para el capitalismo estadounidense, generando un revoltijo de instrumentos derivados y titularizados que rápidamente pasó a los libros de una amplia variedad de instituciones, incluyendo a los grandes bancos de inversión y compañías de seguros de Nueva York. Los mundos de las altas y bajas finanzas quedaron estrechamente interconectados en esta volátil mezcla de finanzas y pobreza.

Los problemas en el mercado hipotecario residencial nos remiten directamente al creciente peso de la deuda de los hogares. A corto plazo, los estadounidenses podían gestionarla refinanciando con tipos más atractivos; pero esto, desde luego, solamente se sumaba a la carga estructural. Mientras las familias presionaban contra los límites de ver continuamente aumentando sus horas de trabajo, los ingresos reales del hogar medio estadounidense reanudaron su caída después de la recesión de 2001. Con el mercado de la clase media realmente saturado, las compañías hipotecarias empezaron a estructurar préstamos para capturar a los hogares más pobres, ofreciendo hipotecas de tipo variable con tipos de interés «tentadores» para un periodo inicial de dos años. En 2006, los préstamos *subprime* representaron el 28 por 100 de las hipotecas totales de Estados Unidos, y los títulos respaldados por hipotecas *subprime* se habían convertido en el mayor componente del mercado estadounidense de títulos respaldados por activos¹⁰. Mientras tanto, con el telón de fondo de las guerras en Iraq y Afganistán y de una economía vacilante, la FED pasó a apoyar a un dólar en descenso

⁹ Alan Greenspan, Federal Reserve System, Community Affairs Research Conference, Washington DC, 8 de abril de 2005.

¹⁰ Karen Weaver, «US Asset-Backed Securities Market: Review and Outlook», en Deutsche Bank, *Global Securitization and Structured Finance 2008*, Cuadro 3.

elevando, entre mediados de 2004 y mediados de 2006, los tipos de interés en 4 puntos; esto se tradujo en recargos de interés sobre emisiones *subprime* incluso más elevados. En 2006, el índice de morosidad de las hipotecas *subprime* habría crecido por encima del 4 por 100; en 2007 el índice estaba cerca del 17 por 100¹¹.

Durante el verano de 2007, se informó ampliamente de que grandes cantidades de deuda pertenecían a hogares que simplemente eran incapaces de generar los ingresos necesarios para su pago. El curso de los acontecimientos que se produjeron a continuación es algo bien conocido. A medida que creció el número de impagos *subprime*, los inversores empezaron a vender sus efectos comerciales respaldados por activos, provocando así una crisis de liquidez en el mercado más amplio de efectos comerciales. Y cuanto más papel vencía y requería una refinanciación, las presiones sobre los fondos SIV aumentaron, obligándoles a vender algunos activos en una mala coyuntura, mientras todavía mantenían en sus libros cientos de millardos de dólares en deuda titularizada a largo plazo. Una «gangrena de pánico» empezó a extenderse por los grandes bancos a medida que los inversores se daban cuenta de que estaban expuestos a los SIV de maneras inesperadas¹². Empezaron a acumular liquidez cuando las espectaculares reducciones de sus carteras de CDO borraron cientos de millardos de dólares de sus balances de situación. Estos acontecimientos estuvieron en la raíz de las quiebras de Bear Stearns y Lehman Brothers.

A medida que el malestar en el mercado hipotecario se extendía a otros sectores y provocaba un congelamiento virtual del mercado de préstamos interbancarios, las autoridades revolvieron más profundamente en el arsenal político, buscando la manera de desbloquear el sistema. Pero la persistente falta de liquidez de los mercados que reflejaba una ausencia del flujo de ingresos, y la insolvencia fundamental de instituciones financieras que ello había provocado, eran las manifestaciones de contradicciones muy profundamente arraigadas. Las garantías y rescates que hicieron accesibles primero Paulson y ahora Geithner han evitado hasta ahora un colapso económico completo; pero no han sido capaces de limpiar el sistema de deudas incobrables ni de restaurar la liquidez del mercado. Las estimaciones de las pérdidas totales de los activos de Estados Unidos oscilan ahora entre 2.200 millardos de dólares (Fondo Monetario Internacional) y los 3.600 (Nouriel Roubini), esta última cifra representando más de cinco veces el valor del primer TARP¹³. Pero como el escándalo sobre las primas pagadas a directivos de compañías rescatadas ha dejado claro, para el Estado asumir cada vez mayores responsabilidades sobre los riesgos bancarios es posiblemente un proyecto político arriesgado si deja los beneficios en ma-

¹¹ US Census Bureau, *Statistical Abstracts of the United States, 2005-2007*.

¹² Gillian Tett, «US Treasury hopes actions speak louder than words», *Financial Times*, 23 de marzo de 2009.

¹³ Martin Wolf, «Why Obama's new Tarp will fail to rescue the banks», *Financial Times*, 10 de febrero de 2009.

nos privadas. Como resultado de esta ineludible tensión, se abrió camino en el discurso político dominante el proyecto de nacionalización bancaria, a una escala mucho mayor de lo que nunca se había contemplado, y mucho menos practicado, en Estados Unidos.

¿Nacionalización?

Los políticos y comentaristas dominantes, Greenspan entre ellos, han empezado a mencionar la idea del control público sobre partes significativas del sistema financiero. Aunque en principio puedan encontrar desagradable la idea de la propiedad pública, muchos han llegado a reconocer que las instituciones están siendo nacionalizadas de manera poco sistemática. Directivos de los *hedge funds* han pedido una aproximación más coherente a la nacionalización bancaria, por lo menos una que todavía observe los principios básicos de la economía de mercado:

Si a una compañía en quiebra se la considera «demasiado grande» para abandonarla, entonces debería ser explícitamente nacionalizada, tanto para limitar las consecuencias sobre otras empresas como para proteger los interiores del sistema. Sus accionistas deberían ser eliminados y su dirección reemplazada. Sus partes de valor deberían venderse como negocios en funcionamiento a los mejores postores, quizá a algún banco que no estuviera enredado en la burbuja de crédito. El resto debería ser liquidado en mercados tranquilos. Si se hace esto, para todo el mundo excepto para las compañías que inventaron el desorden, el daño probablemente remitirá¹⁴.

Estas palabras se hacían eco del argumento para convertir los bancos en una empresa pública realizado el 17 de septiembre de 2008 por el antiguo miembro del Comité de Política Económica del Banco de Inglaterra, Willen Buitter, en su blog del *Financial Times*:

Hay un razonamiento, que viene de lejos, que sostiene que no hay ninguna verdadera razón que justifique la propiedad privada de instituciones bancarias que reciben depósitos, porque éstas no pueden existir con seguridad sin una garantía de depósitos y/o la existencia de un prestamista de última instancia, es decir, aseguradas por el contribuyente [...] El argumento de que la intermediación financiera no puede quedar confiada al sector privado puede ampliarse ahora para incluir formas nuevas de capitalismo financiero, orientadas a las transacciones y basadas en los mercados de capital. El riesgo de un desvanecimiento repentino tanto de la liquidez del mercado, para clases de activos financieros estructuralmente importantes, como de la liquidez de fondos para compañías sistémicamente importantes, puede ser demasiado grave como para dejarlo en manos de las empresas privadas. Sin duda la socialización de la mayoría de la intermediación

¹⁴ Michael Lewis y David Einhorn, «How to Repair a Broken Financial World», *New York Times*, 3 de enero de 2009.

financiera sería costosa en cuanto a dinamismo e innovación, pero si el riesgo de inestabilidad es demasiado grande y el precio de la inestabilidad demasiado elevado, entonces puede ser un coste que merezca la pena pagar [...] De la financiarización de la economía a la socialización de las finanzas. Un pequeño paso para los abogados y un paso enorme para la humanidad.

La lógica de este argumento era convincente. Pero igual que la provisión masiva de capital público para los bancos, que hacía el gobierno laborista en el Reino Unido en octubre de 2008, el Tesoro de Estados Unidos, no menos con Geithner que con Paulson, se abstuvo de tomar el control directo de compañías en las que se había convertido en el mayor accionista¹⁵. Mantener los viejos acuerdos entre Washington y Wall Street tenía riesgos políticos. Los congresistas que habían insistido en que la condición para poner dinero público en las compañías de automóviles era romper y renegociar los contratos de los trabajadores, sintieron que Geithner les había colocado en una posición insostenible cuando salió a la luz que los ejecutivos de AIG habían cobrado millones en primas; de ahí el escándalo que se tragó al secretario del Tesoro en marzo de 2009.

Cuando a finales de marzo de 2009 Geithner finalmente expuso con detalle el plan del Tesoro, se presentó explícitamente como una nueva versión de las asociaciones públicas-privadas que habían sido tan corrientes bajo el neoliberalismo. En la línea de la Resolution Trust Corporation que creó el gobierno durante la crisis de las Saving and Loans, se constituyeron cinco «fondos de gestión de activos» públicos-privados utilizando los fondos TARP que quedaban como capital y subvenciones en forma de préstamos libres de intereses de la FED y del FDIC, para reactivar un mercado en los «*legacy*» *assets* (la nueva denominación con la que se conocía ahora a los derivados hipotecarios y de crédito tóxicos). Martin Wolf acertadamente resumía la esencia del plan:

Con el proyecto, el gobierno proporciona prácticamente toda la financiación y carga con casi todo el riesgo, pero utiliza el sector privado para poner precio a los activos. A su vez, los inversores privados obtienen recompensas, quizá generosas recompensas, basándose en su actuación vía participación en la propiedad junto al Tesoro. Me parece un «plan de socorro del fondo de buitres»¹⁶.

Los nuevos reguladores

Las prácticas de la era neoliberal estaban ancladas no solamente en las ideas hegemónicas de Hayek o Friedman, sino en una red mucho más am-

¹⁵ Philip Hampton y John Kingman, «Mandate to protect taxpayers' investment», *Financial Times*, 13 de noviembre de 2008.

¹⁶ M. Wolf, «Successful bank rescue still far away», *Financial Times*, 24 de marzo de 2009. Véase también, G. Tett, «US Treasury hopes actions speak louder than words»; Edmund Andrews, Eric Dash y Graham Bowley, «Toxic Asset Plan Foresees Big Subsidies for Investors», *The New York Times*, 21 de marzo de 2009.

plia de relaciones capitalistas de poder modeladas en el transcurso de muchas décadas. La velocidad con que las panaceas liberales están dando paso a un nuevo «sentido común» que hace hincapié en una prudente regulación, nos debería alertar sobre el grado de continuidad subyacente en sus prácticas; ambos discursos sirven para ocultar las tensiones sociales y económicas fundamentales que se han producido en el transcurso de la era neoliberal. Esta «prematura armonización de las contradicciones sociales», tomando prestado el lenguaje de Ernst Bloch, tiene una amplia resonancia. El apoyo a la regulación juega un importante papel en la reintegración del estrato social airado en un sistema económico marcado por una gran desigualdad. La idea de que los beneficios de la riqueza capitalista pueden ser universalizados fue la que motivó las campañas de apoyo de los años setenta para asegurar «una financiarización en igualdad de oportunidades». La «reforma» de las instituciones financieras se ha estructurado desde hace mucho tiempo de tal manera que dejara el control en manos de las elites financieras, que lo explotaron a su favor. Hay pocas razones para suponer que el nuevo sentido común, respecto a los beneficios de una regulación prudente, constituirá una excepción a este modelo, a no ser que estas nuevas ideas estén conectadas a un clamor popular de disidencia y activismo mucho más amplio.

La indignación que provoca Wall Street actualmente recuerda una larga tradición de resentimiento populista contra los financieros, y sugiere que elementos de esta tradición han persistido junto con la constante integración de los «trabajadores» en las relaciones financieras capitalistas. Sin embargo, también desde hace mucho tiempo el populismo ha sido utilizado para manipular los sentimientos antiautoritarios de las masas de manera que se fortalezca la autoridad política; la curiosa mezcla de individualismo y conformismo que Tocqueville señaló en la sociedad estadounidense está personificada actualmente por Fox News. Las elites estadounidenses han desarrollado una extraordinaria capacidad para jugar con esos sentimientos. Esta dialéctica de alboroto e integración quedó ampliamente reflejada en la estela del colapso de las empresas punto-com, cuando salieron a la luz las extendidas prácticas de fraude corporativo. La legislación posterior proporcionó solamente un mínimo grado de protección contra la «Enronitis», y no hizo nada para ayudar a aquellos que habían perdido sus trabajos o sus pensiones¹⁷. Pero la visión de algunos directores ejecutivos esposados sirvió para calmar la oleada de ira popular, mientras las elites financieras continuaban ideando cadenas de intermediación, de las cuales eran, igual que antes, las principales beneficiarias.

Con el desenmarañamiento de la actual crisis, se ha generalizado el vilipendio de los financieros. Paulson, mientras luchaba para que el Congreso apro-

¹⁷ Susanne Soederberg, «A Critique of the Diagnosis and Cure for “Enronitis”. The Sarbanes-Oxley Act and Neoliberal Governance of Corporate America», *Critical Sociology* XXXIV, 5 (2008).

bara su plan TARP, se sintió obligado a reconocer al Comité de Servicios Financieros de la Cámara que «el pueblo estadounidense está enfadado por las retribuciones de los ejecutivos, y tiene derecho a estarlo». Eso tenía gracia, procediendo de un hombre que, antes de unirse al Tesoro, había sido el director ejecutivo de Wall Street mejor pagado, recibiendo anualmente 38,3 millones de dólares en salario, acciones y opciones, además de una prima semestral de 18,7 millones a su salida de Goldman Sachs, así como una exención tributaria estimada en 200 millones por la venta de los casi 500 millones de su participación en la compañía (para evitar un «conflicto de intereses» con su nuevo trabajo)¹⁸. En ausencia de una tradicional burocracia estatal, destacados abogados de corporaciones y financieros se han estado moviendo desde hace mucho tiempo entre Wall Street y Washington, actuando en una esfera para introducir nuevas regulaciones «de interés público», mientras en la otra se especializaban en descubrir lagunas regulatorias por las que colarse. Se han mostrado expertos en apaciguar las explosiones de descontento popular provocadas por los escándalos y crisis financieras, con promesas de nuevos marcos reguladores, procesos de «codificación, institucionalización y juridificación», que de hecho sirven para poner los fundamentos de un mayor crecimiento del capital financiero¹⁹.

Reconociendo en audiencia ante el Congreso que los exorbitantes planes de retribuciones de Wall Street eran un «grave problema», Paulson añadía inmediatamente que «debemos encontrar una manera de abordar esto legislativamente *sin socavar la efectividad del programa*»²⁰. Un llamamiento idéntico hacía Obama seis meses más tarde, cuando el plan de su secretario del Tesoro para apalancar inversiones privadas con grandes subsidios públicos fue revelado en medio de la masiva indignación sobre las primas de AIG. «Estamos ante una situación realmente preocupante respecto a la cual la gente está comprensiblemente disgustada», decía Obama, «así que veamos si hay maneras de actuar que sean legales, constitucionales, que conserven nuestros principios básicos de equidad, pero que no nos obstaculicen el encauzamiento del sistema financiero»²¹. Ese «pero» decía mucho sobre cómo se falsifica necesariamente la justicia social con el objetivo de volver a la situación de siempre.

El rescate de los grandes banqueros

En la estela del escándalo de marzo de 2009 sobre los 165 millones en primas pagados a los ejecutivos de AIG, comentaristas críticos empezaron

¹⁸ David Stout, «Paulson Gives Way on CEO Pay», *The New York Times*, 24 de septiembre de 2008; Simon Bowers, «Wall Street Man», *The Guardian*, 26 de septiembre de 2008.

¹⁹ Michael Moran, *The Politics of the Financial Services Revolution. The USA, UK and Japan*, Nueva York, 1991, p. 13.

²⁰ Citado en D. Stout, «Paulson Gives Way»; cursiva añadida.

²¹ Andrew Ward, «Obama urges restraint over bonus penalties», *Financial Times*, 24 de marzo de 2009.

a señalar que esa cantidad es «menos del 0,1 por 100 –una milésima– de los 183 millardos que el Tesoro de Estados Unidos entregó a AIG como “transferencia” para sus socios»²². Otro comentarista vio un «efecto Katrina» en las evasivas públicas ofrecidas por Summers, el nuevo Consejero Económico de Obama, sobre los «socios» a los que AIG había pagado. Sin embargo,

incluso mientras Summers hablaba, AIG estaba tardíamente confirmando lo que Summers no decía. En esencia, ha estado blanqueando sus 170 millardos de dólares en dinero de los contribuyentes, liquidando a sus imprudentes compañeros de juego y de codicia, desde Goldman Sachs y Citigroup en Wall Street hasta Société Générale y el Deutsche Bank en el exterior²³.

La cuestión que quedaba pendiente era si la evidencia de que Washington estaba utilizando el dinero público para rescatar no solamente a Wall Street sino también a bancos extranjeros, socavaría el malabarismo del Estado entre su papel interior e imperial. En general, al menos desde la década de 1930, los gobiernos estadounidenses han sido capaces de manejar esta tensión. La Administración de Obama no estará menos comprometida que sus predecesoras en sostener sus responsabilidades imperiales en el terreno de la economía política global. Los líderes europeos rápidamente han concedido que el Tesoro de Estados Unidos estaba actuando «no solo en interés de Estados Unidos sino también en el de otras naciones»²⁴. Estados Unidos no lo hacía así por motivos altruistas; no hacerlo hubiera significado arriesgarse a una crisis del dólar. Pero esa es precisamente la cuestión: Washington no puede actuar en interés del capitalismo estadounidense sin reflejar la lógica de la integración del capital estadounidense con el capitalismo mundial, tanto económica como políticamente.

En este contexto, no se deben exagerar las diferencias de aproximación que existen entre los gobiernos europeos, que favorecen una regulación más multilateral, y la Administración estadounidense, que hace hincapié en la mayor coordinación de los estímulos fiscales. Realmente, las iniciativas actuales para una mejor documentación y regulación de los elementos fuera de balance de los bancos y del mercado «no organizado» de derivados, y una inversión de la tendencia a privatizar las funciones de gestión del riesgo y calificación del crédito, pueden considerarse parte de un proceso de «creación de mercado». La mayor implicación de las instituciones públicas en la valoración del riesgo financiero todavía puede sentar las bases para una mayor mercantilización y penetración de formas y principios financieros en los rincones más lejanos de la vida social. Al igual que la agenda de vuelta a la regulación puede tender a alejar el viento de las velas de la oposición interna, las propuestas para regresar a un orden más corpora-

²² Michael Hudson, «The Real AIG Conspiracy», *Counterpunch*, 18 de marzo de 2009.

²³ Frank Rich, «Has a “Katrina Moment” Arrived?», *The New York Times*, 22 de marzo de 2009.

²⁴ Peer Steinbrück, ministro alemán de Economía, citado en Bertrand Benoit, «US “will lose financial superpower status”», *Financial Times*, 25 de septiembre de 2008.

tivo, multilateral e internacional, pueden «armonizar prematuramente» las contradicciones generadas por las estructuras globales del poder²⁵.

La respuesta popular a la crisis actual hasta ahora solamente ha insinuado la politización de la vida económica. Sin embargo, invita a la articulación de perspectivas y estrategias para la transformación social que no se han visto en una generación. Sin duda, resaltar la oportunidad para un cambio real no debería conducirnos a exagerar la fortaleza de las fuerzas transformadoras. La era neoliberal ha trastocado no solo la vida de la gente sino también sus capacidades políticas. La creciente dependencia de las familias trabajadoras del crédito para mantener sus vidas privadas, así como la estratificación que se ha desarrollado durante tres décadas entre la clase trabajadora, ha conducido a una atrofia de la solidaridad de clase y de las capacidades colectivas. En vez de defender la clase de iniciativas de vuela a la regulación de arriba abajo que simplemente reinstalan la hegemonía financiera, lo que se necesita es sondear –intelectual, cultural, así como políticamente– si esta crisis podría proporcionar una oportunidad de renovación del tipo de perspectiva radical que anticipa una alternativa sistémica al capitalismo global.

²⁵ En este aspecto compartimos las sensatas conclusiones a las que llega Peter Gowan respecto a las implicaciones de la crisis, al criticar la perspectiva de que «los regímenes financieros son el producto de paradigmas intelectuales en vez de relaciones de poder». Peter Gowan, «Crisis in the Heartland», *NLR* 55 (ene-feb de 2009) [ed. cast.: «Crisis en el corazón del sistema», *NLR* 55 (mar-abr de 2009)].