

# **La crisis financiera mundial, o de la bancarrota monumental de los presupuestos conceptuales y prácticos del capitalismo financiarizado y de la necesidad de renovarlos**

Fernando Arbeláez Bolaños\*

---

*Docente investigador*

*Facultad de Finanzas, Gobierno y Relaciones Internacionales*

*Universidad Externado de Colombia.*

*Coordinador del Observatorio de Economía  
y Operaciones Numéricas.*

*fernando.arbelaez@uexternado.edu.co*

\* Artículo recibido el 15 de octubre de 2009. Aceptado el 25 de mayo de 2010.



## Introducción

La crisis financiera actual constituye un episodio mayor dentro de la historia de las crisis financieras de todos los tiempos: como crisis bursátil es, a no dudarlo, la decana de todas las crisis; en efecto, para fines de 2008 y no obstante estar ya en curso un tratamiento audaz, por decir lo menos, de la misma, la destrucción de riqueza que había provocado el ajuste de precios en bolsa se estimaba en algo así como 25.000 millardos de dólares<sup>1</sup>, cifra para comparar, verbigracia, con los 7.300 millardos de dólares que se habían evaporado con la ruptura de la burbuja de internet, con el tránsito del Nasdaq de los cielos de 5000 puntos a los abismos de 1800 entre comienzos de 2001 y fines de 2002 (el estallido de la burbuja de las empresas llamadas dotcom); y cifra incomparable, pues corresponde a una multiplicación por 125, frente a los pinches 200 millardos de dólares de la deuda externa brasilera de 1982, que sin embargo acarrearón una década perdida para América Latina.

Una manera adicional de apreciar en términos relativos la importancia de lo ocurrido es señalar que ese monto corresponde a dos años de producto estadounidense. Es por ello que no

cabe dudar respecto de la gravedad del episodio.

El mismo está, además, lejos de haber concluido, toda vez que están aún en curso factores mayores de perturbación, cuyo potencial destructor es difícil de evaluar *ex- ante*, pero cuya materialización podría acarrear desastres aún más grandes de los ya provocados, que por cierto son inmensos.

Y es menester hacer hincapié en ello, no sea que el público desprevenido se deje llevar por la creencia de que aquí no ha pasado nada y de que los magos, que están al mando de la economía mundial, han logrado sacarla sin grandes daños del abismo al que ellos mismos la empujaron.

Pues son ya muy graves los perjuicios que el siniestro ha provocado: en la economía norteamericana, supuesto islote del pleno empleo en el capitalismo financiarizado, la tasa de desempleo ya ha alcanzado un peligroso 10% de la población activa, nivel soportable acaso en los países europeos, en donde la red de protección social está mucho más desarrollada que en Estados Unidos, pero nivel que pone en entredicho el contenido del pacto social norteamericano, pacto hecho de una flexibilidad laboral factible gracias a la garantía del pleno empleo. En el entretanto, perecieron sin doliente las

---

1. Véase *Le Monde* del 25 de octubre de 2008.

estrellas de la desregulación financiera, los llamados “big five”, los bancos de inversión de Wall Street, que hasta entonces habían sido las estrellas de la desregulación financiera, aunque sea cierto que, como Lázaro, algunos han resucitado. Veremos que esa resucitación, empero, hay que anotarla en la cuenta por pagar de los contribuyentes y de los ciudadanos, aún de los que no pagan impuestos, cuenta abultada por obra del rescate.

Pero los daños provocados por la crisis del capitalismo financiarizado no se han contraído a sus impactos sobre la primera economía mundial. El hundimiento de Islandia, la crisis abierta en Grecia, el abismo por cuyo borde transita España o la inconcebible fragilidad que afecta a la banca europea son factores cuya gravedad es tal que han llevado a cuestionar la viabilidad del euro, mientras que la libra esterlina sufre, por su parte, de la degradación de las cuentas fiscales británicas por cuenta de los programas de rescate de las finanzas; y, por lo que hace a Colombia, el agotamien-

to de esa fuente de cierre financiero que eran las transferencias, son todos síntomas achacables a la crisis. Y que están lejos de haberse resuelto.

Y eso pese a que los gobiernos europeos, más bien alegremente, pero algo similar es predicable del norteamericano, no han vacilado en cargarle la cuenta, hasta donde ello ha sido posible, a las generaciones venideras. Pese a todas esas medidas sin precedentes, la crisis sigue abierta y está sobre el tapete la discusión de las alternativas para tratarla: las mismas cubren un amplio espectro, pues van desde las posiciones radicales de Greider<sup>2</sup> en Estados Unidos (cuya posición queda resumida en la pregunta que formula y que reza: ¿Por qué, en vez de planes de rescate, no procedemos a inculpar a los irresponsables?) o de la pareja Orléan-Lordon<sup>3</sup> en Francia, hasta la difícilmente calificable del redivivo Goldman-Sachs, que apenas salido de la perfusión de los fondos estatales, ya proclama de nuevo los principios de la creación de valor. En el centro del espectro apa-

2 Greider es autor del célebre texto *The secrets of the temple: how the federal reserve runs the country*, publicado por Simon & Schuster en enero de 1989 y es editorialista de *The Nation*, en donde ha publicado acervas críticas a los planes de salvamento bancario estadounidenses.

3 Orléan publicó en junio de 2009 el texto *De l'euphorie à la panique: penser la crise financière* en las ediciones Rue d'Ulm”, en tanto que de Lordon han visto la luz respecto de esta crisis tres escritos: *Jusqu'à quand: pour en finir avec les crises financières* en ediciones Raisons d'agir, Paris 2008, *La crise de trop* en ediciones Fayard, junio de 2009 y publicó también *Après la crise financière: réguler ou refondre* en la *Revista de la Regulación* n.º 5, editada por la Maison des sciences de l'homme, consultable en: <http://regulation.revues.org/index7461.html>

rece *The Economist*, cuya conciencia acerca de los peligros que aún penden sobre la economía mundial lo lleva a proclamar en voz alta la necesidad de que se mantengan las ayudas estatales y la laxitud fiscal y monetaria, sin que ello le impida renovar su profesión de fe en el credo neoliberal fallido. Semejante esquizofrenia no es extraña en el vocero de los intereses financieros y no amerita comentario...

Por cierto, este cuadro es parcial, y no menciona a los jugadores que han logrado, hasta ahora, salir relativamente indemnes del proceso. China, Brasil, la India han mostrado una resistencia al choque, que es común también a los tigres de Asia, lo que es probablemente señal de que la crisis se acompaña de (y sanciona) una redistribución de las cartas del naípe económico y financiero mundial.

Sin embargo, incorporar con la profundidad requerida estos países al análisis llevaría este texto mucho más allá de sus pretensiones originales, que se contraen a una evaluación de las lecciones que ya ha dejado la crisis en lo que se refiere al universo de la elaboración conceptual de la llama-

da hipótesis de los mercados eficientes (EMT) y, más generalmente, a una evaluación de la capacidad de explicación de la crisis actual por parte de las teorías financieras que pretenden sustituir al fallecido edificio conceptual de la hipótesis<sup>4</sup>; para tal efecto, se examinarán con algún grado de detalle las tesis de Fischer Black, quien poco antes de su muerte y como cualquier parlamentario colombiano, había, en un episodio de transfuguismo espectacular, abandonado las toldas neoclásicas para migrar hacia las finanzas comportamentales, acto de contricción imperfecta, pero muy interesante desde una perspectiva conceptual, toda vez que se acompañó de un regreso hacia el fantasma preferido de los anglosajones en materia epistemológica (de allí la imperfección): veremos, en efecto, examinando las tesis expuestas en el artículo titulado “Ruido” escrito por Black, que encabeza un conjunto de contribuciones editadas por Thaler y bautizado *Advances in Behavioral Finance*<sup>5</sup>, veremos, decía, que Black, en lo que constituye su testamento como teórico, y delante de los fracasos manifiestos de la doctri-

---

4 Acaso no esté de más señalar que la declaración de muerte de la hipótesis de los mercados eficientes no es un capricho del autor de estas líneas. La responsabilidad le cabe a *The Economist* que, con ocasión de la crisis actual, no tuvo empacho en presentar en su portada una lápida en donde aparecían grabadas las iniciales por las que se conoce la hipótesis, EMT.

5 Editado por The Russel Sage Foundation en 1993. Dicha compilación también contiene entre otros el ya clásico texto de Shiller sobre la cambiante y excesiva varianza de los precios de las acciones, «Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?»

na neoclásica de las finanzas, vuelve a plantear la pregunta de David Hume en forma explícita, pregunta que despertó a Kant de su sueño dogmático, dándole el estímulo para elaborar su doctrina crítica, base de cualquier elaboración científica. Sobre esa base, la fenomenología pudo, a través de Husserl y de Heidegger en el siglo XX, volver a fijar los presupuestos de lo que es la ciencia, desarrollando las intuiciones y aclarando las oscuridades kantianas, y estableciendo en forma rigurosa cuáles son las condiciones de la producción de la verdad por parte de la ciencia.

Es bajo ese prisma que se valorarán las tesis avanzadas por el regulacionismo francés respecto de la crisis actual, presentando en el capítulo IV (después de un tercer capítulo transicional cuyo resultado será el de establecer cuál es la naturaleza de la crisis) los términos del debate que opone a Michel Aglietta (y a sus dos colaboradores más recientes, Berrebi y Rigot), con el grupo de Orléan y Lordon, que gravita en torno de la recientemente fundada Asociación Francesa de Economía Política, presidida por Orléan.

## **Epicrisis o de cómo la crisis actual esclarece los fundamentos conceptuales de las finanzas**

La crisis financiera actual vuelve a mostrar la pertinencia que tiene la moneda para cualquier comprensión de las finanzas. Ella prueba una vez más que es imposible hablar con sensatez acerca de las dinámicas y de los equilibrios financieros, si antes no se cuenta con una sólida comprensión de qué son las finanzas, lo que supone como condición *sine qua non* contar con una teoría monetaria digna de ese nombre (cosa que le falta a todos los neoclásicos), puesto que las finanzas no son otra cosa que la arquitectura institucional para volver líquidos unos compromisos por naturaleza ilíquidos<sup>6</sup>.

Si se tiene claridad sobre ello, se comprende mejor por qué el encaminamiento conceptual de Orléan lo llevó a elucidar primero, en asocio con Aglietta, la forma monetaria<sup>7</sup>, antes de abordar el tema de los mercados financieros.

La moneda es la corona y el fundamento de toda arquitectura finan-

6 Tal es, en efecto, la definición que de las mismas provee Orléan (2006) en *El poder de las finanzas*, cuya versión española publicó el Externado. En cuanto a la falta de una doctrina monetaria en los neoclásicos, baste recordar que Wallras elabora su teoría del equilibrio sin moneda, en tanto que Friedman concluye que la moneda es inocua, pues no modifica los equilibrios a largo plazo. Véase Orléan, Op. cit.

7 Aglietta y Orléan. (1990). "La violencia de la moneda", Siglo XXI Editores.

ciera, toda vez que las finanzas, que se fundan en, y nacen de, la posibilidad de aplazar y de negociar los compromisos de pago, suponen necesariamente la existencia de la moneda y de sus múltiples funciones (magistralmente expuestas, cabe recordarlo, en *El Capital*, por Marx), entre las que se cuentan la de servir de unidad de cuenta y de vehículo de reserva de valor, elementos necesarios para que haya finanzas.

Que tales asertos corresponden a la verdad es probado por dos conjuntos de razones de origen diverso:

el primero es de naturaleza epistemológica: en efecto, se trata de construir el concepto de qué son las finanzas: construir el concepto, desbrozar el camino hacia la comprensión de la realidad por vía de la construcción conceptual, es, según Kant, una de las dos vías del conocimiento que le están abiertas a la especie humana, siendo la otra y la fundamental, la intuición.

Siguiendo a Heidegger en su interpretación de Kant<sup>8</sup>, señalemos que, “esta última (la intuición) es la única “capaz de representar algo en la totalidad de sus determinaciones” pues “dado que solo existen cosas singulares o individuos que son totalmente determinados, el conocimiento totalmente determinado solo puede darse en forma de intuiciones y no de conceptos; pues, “¿qué quiere decir intui-

ción? Es aquello en y por lo cual un objeto nos es dado...tener la intuición significa “recibir... representaciones” tener la intuición es pues dejarse dar algo como la cosa en carne y hueso que ella es... es dejar que el existente venga al encuentro”<sup>9</sup>. Pues “el conocer humano es un conocimiento finito, es decir una capacidad de tener intuiciones que, como tal, no crea, no produce lo que es intuitivo, sino que, en tanto que intuición de lo que ya existe a la mano, sólo deja que éste se le dé... Pertenece a la intuición humana como finita que el existente que debe encontrarla tenga que afectar, tenga que abordar al ser cognoscente”<sup>10</sup>.

(La intuición no es, empero, la única fuente del conocer pues) “(si) el poder de la receptividad, la capacidad de tener intuición, da el objeto, el entendimiento, por el contrario, piensa lo que es dado a la intuición, y es de ese pensar acerca de lo dado intuitivamente que nacen los conceptos”<sup>11</sup>.

El pensamiento, fuente de los conceptos, es lo que hace inteligibles a los datos de la intuición, pero, como dice Kant, “*todo pensamiento es sólo un medio que está al servicio de la intuición, todo pensamiento reposa sobre el fundamento de la intuición de los objetos y sólo sirve para explicitar y determinar lo que se ha vuelto asequible en la intuición*”, lo que implica que “*el constituyente primario y fundamental de todo conocimiento, al que apunta todo pensamiento en cuanto medio, es*

8 La referencia es a Heidegger Martin. (1982). *Interprétation phénoménologique de la “Critique de la raison pure” de Kant*, en ediciones Gallimard. La traducción del francés es mía, que desgraciadamente ignoro el alemán.

9 Heidegger, Op. cit., p. 96.

10 Ibid., p. 97.

11 Ibid., p. 99.

*la intuición*". Heidegger expresa esta idea, señalando que, de acuerdo con Kant, "la intuición no sólo es el fundamento del pensamiento, sino que éste, en cuanto pensamiento, no tiene ninguna función distinta a la de determinar la intuición"<sup>12</sup>.

La pregunta siguiente por cierto reza: y ¿en qué consiste esa función del pensamiento? ¿Cómo determina el pensamiento a la intuición? A ella responde Heidegger, diciendo que...:

"al pensar, sobrepasamos necesariamente la representación inmediata, la intuición, y es después de haber pasado por la representación determinante que volvemos a la cosa -el pensamiento es así circunvolución, es recorrido de la representación determinante, es *travesía- discurso*... el logos, aunque sea representación, no es una intuición, sino una representación articuladora en el modo de mostrar algo *como* algo... Con ese carácter de circunvolución o de discurso del pensamiento, es decir, a través del hecho de que el juzgar en cuanto función del entendimiento es la representación de una representación, es una representación mediata, se anuncia la finitud del pensamiento. Pensar, dice Kant, siempre tiene límites"<sup>13</sup>.

Ese pensar, empero, produce los conceptos. Y el concepto, de acuerdo con Kant, "es una representación universal

o reflexiva" esto es, aclara Heidegger citando al solterón de Koenisberg,

"una repraesentatio per notas comunes... un representar de lo universal... de lo que es común a varios objetos"<sup>14</sup>.

Eso queda resumido en la frase de Heidegger que dice que "el concepto es un representado que debe ser representado como común a lo diferente, a lo diverso"<sup>15</sup>.

Pero entonces, determinar el concepto de lo que sean las finanzas, implica determinar la nota común a toda operación financiera, la nota común a todo instrumento financiero, aquello que emparenta a un instrumento o a una operación financiera con otro, lo que es común a los cheques y a la letra de cambio, a los créditos bancarios y a los mercados de opciones, a los mercados de bonos, etc. Son esas cosas tan diversas las que deben ser representadas por su nota común en el concepto de finanzas, toda vez que...

"lo determinante en la esencia del concepto es su *forma*, es decir, la *comunidad*... (toda vez que) la actuación espontánea del pensamiento como conocimiento por conceptos se anuncia en los actos a través de los cuales un "concepto nace en cuanto a la simple forma",

12 Ibid.

13 Ibid., p. 169. El asunto de dichos límites no nos preocupa aquí, pues su discusión nos implicaría internarnos en la distinción kantiana entre el intelecto arquetípico, propio de Dios, y el humano, que es el único que aquí nos interesa.

14 Ibid., p. 209.

15 Ibid., p. 211.



es decir, desde el punto de vista de su “comunidad”. Tales actos deben volver comprensible la manera en la que el concepto, en tanto que representación común, puede ser remitido a varios objetos”<sup>16</sup>.

Y, ¿qué tienen en común cosas tan diversas como las mentadas? Encontrar la respuesta sólo es posible cuando se tiene presente que...

“esta comunidad, enfocada en su relación a varios, se funda en que estos varios concuerdan en *algo*. Aquello en lo que convergen los diversos objetos es algo *unido*, una mismidad, y es sólo como este Uno, como esta *unidad* determinada, que puede abrazar a varias cosas, contenerlas bajo sí- que puede ser su ser común y estar contenido en ellas... (Ello implica que) sin perjuicio para su diversidad, la variedad debe necesariamente ser considerada apuntando hacia aquello en lo que concuerda”<sup>17</sup>.

*Y en lo que concuerdan las diversas operaciones llamadas financieras no es nada distinto a que son, todas, en su origen, producto de un diferimiento de un pago.*

Las finanzas pueden entonces definirse como la ciencia que estudia las diversas formas de diferir los pagos, las formas de hacer transables tales diferimientos haciéndolos líquidos, y que se ocupa de la problemática que de allí emerge.

Obviamente, poder diferir un pago supone poder determinar su cantidad y que la misma se conserve en el tiempo y para ello se requiere de moneda, lo que viene a servir para validar el encaminamiento conceptual de primero moneda y después finanzas, del que se habló al evocar el recorrido conceptual en Orléan.

– Pero que la moneda sea condición *sine qua non* de las finanzas, también se ve demostrado por un conjunto de razones de la empiria o del orden práctico: en efecto, la crisis financiera actual es global y afecta a todos los compartimentos de las finanzas porque comenzó como, y sigue siendo, una crisis monetaria, una crisis en la divisa clave que todavía es el dólar.

### **a. Las razones para el alza de las tasas de interés americanas y su impacto sobre la titularización**

Pues es un hecho que la crisis financiera actual tuvo su origen en un problema monetario, aunque sus bases puedan ser remitidas a la llamada economía real. El problema original consistía en el déficit de las cuentas externas estadounidenses, que registraban un faltante del orden de los 850 millardos de dólares para el 2006, lo

16 Heidegger, Op. cit., p. 212.

17 Ibid., p. 213.

que significaba un 6,8% del producto norteamericano<sup>18</sup>.

Ese monto era por cierto muy superior al registrado en la época del *crack* de 1987 (3,2%) y muy superior también al de comienzos del actual milenio (4,2%). Y no era por cierto ajeno al largo período de tasas de interés bajas de los Estados Unidos por el que había transitado la economía norteamericana, el cual a su vez se explica por el imperativo de evitar que las fuerzas recesivas del estallido de la burbuja de internet y de la crisis asiática, amén de los escándalos contables, desataran una recesión abierta. En términos de Aglietta y Berrebi,

“A comienzos de los años 2000... en Estados Unidos en particular, una política monetaria muy expansiva transfirió la deuda privada desde las empresas hacia los hogares. En efecto, dicha política permitió a las empresas un desendeudamiento rápido, gracias a una fuerte progresión del consumo y de la adquisición de vivienda de los hogares, financiada a crédito”<sup>19</sup>.

Ese período de tasas de interés bajas también se explica por las medidas adoptadas para evitar que el ataque a las torres gemelas afectara en forma grave al útil productivo y financiero

norteamericano. En términos de Soros, la política de bajas tasas

“tiene su origen en el estallido de la burbuja de internet a finales del año 2000. La Fed respondió a dicho fenómeno llevando la tasa de los fondos federales de 6,5 a 3,5% en unos pocos meses. Y vino entonces el ataque terrorista del 11 de septiembre de 2001. Para prevenir las perturbaciones de las que podía ser víctima la economía, la Fed continuó bajando la tasa de los fondos federales, que alcanzó un 1% en julio de 2003 y permaneció en ese nivel -el más bajo desde hace medio siglo- durante más de un año. Eso significa que, durante treinta y un meses consecutivos, la tasa de interés real -es decir, corregida por inflación- de corto plazo fue negativa”<sup>20</sup>.

Recalquemos, pues Soros lo omite en forma oronda, que en ello también jugaban los escándalos contables, que implicaron un golpe enorme para las finanzas de los agentes norteamericanos, toda vez que, como lo señalan Pastré y Vigier:

“a lo largo de los tres primeros trimestres de 2001, las cien primeras empresas tecnológicas del Nasdaq publicaron utilidades acumuladas de 19,3 millardos de dólares. Pero si se restan los *write-off* y otros elementos pro forma, esas empresas han sufrido en realidad una pérdida de 82,3 millardos de dólares, o sea una diferencia de 101,4 millardos de dó-

18 Respecto de estas cifras, véase Aglietta y Berrebi. (2007). *Désordres dans le capitalisme mondial*, París, Odile Jacob, marzo. La traducción es mía.

19 Ibid.

20 Véase, Soros. (2008). *La vérité sur la crise financière*, Ed. Denoel, París, p.15. La traducción es mía.

lares o también 1 millardo en promedio por sociedad”<sup>21</sup>.

Refresquemos otra vez la memoria, señalando que:

“Se sabe lo que vino después: 4 000 millardos de valor bursátil esfumados del mundo en el curso de los primeros ocho meses de 2002, o sea casi cinco veces más que con ocasión del *crack* de 1987, es decir, el equivalente del PNB del Japón”<sup>22</sup>.

Frente a tales calamidades, ¿qué alternativa había, si no la de mantener las tasas de interés bajas? La tasa baja daba tiempo a los agentes para adaptarse sin pasar por una purga para caballos y respondía, pues, a los intereses norteamericanos.

Pero al mismo tiempo los contrariaba, por dos razones:

La primera tiene que ver con la puesta en riesgo del papel del dólar como la divisa clave, papel no exento de ventajas, la primera y fundamental de las cuales tiene que ver con que el país emisor de tal divisa goza de una renta sustancial frente al resto del mundo, en la medida en que su tasa de interés es estructuralmente más baja que las demás, lo que favorece el nivel de actividad de su economía<sup>23</sup>.

Ese privilegio del señorío monetario es muy valioso y hace parte del interés nacional del emisor de tal divisa tratar de preservarlo. Pero esa preservación, a su vez, implica como restricción que el emisor de tal divisa se cuide de envidiarla, creando moneda más allá del límite dictado por el grado deseado de tenencia de la divisa por parte de los agentes no residentes. Una política monetaria muy laxa, a través de la cual se valide una creación excesiva de moneda, puede ser adelantada por el país emisor de la divisa clave más allá del límite que tendría cualquier otro país, pero eso no implica que el límite deje de existir. Y es tanto más restrictivo en cuanto hayan aparecido pretendientes que compiten o tienen la posibilidad de competir por el puesto de divisa clave. El hecho de que el reinado del dólar hubiera dejado de ser exclusivo, y de que hubieran surgido pretendientes al trono de divisa clave como el euro, constituyen un par de hechos mayores que señalaban la necesidad de controlar, en alguna medida, el crecimiento monetario validado por la Reserva federal, si es que había de preservarse el rol de divisa clave. Es cierto que la tradición norteamericana en este materia había sido desde

---

21 Véase, Pastré y Vigier. (2009). *El capitalismo desorientado ; después de Enron y Vivendi: sesenta reformas para un nuevo gobierno de empresa*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia.

22 Ibid.

23 A este respecto, véase Aglietta, Michel. (1987). *El fin de las divisas clave*, México D.F., Siglo XXI Editores.

siempre la de un *benign neglect* (una negligencia benigna), que implicaba que la conducción de la política monetaria estadounidense no incorporara dentro de sus metas un objetivo claro y fijado de tenencia de su moneda en manos de los extranjeros, preocupándose sólo por los aspectos nacionales de la provisión y demanda de mone-

da. Así, sucedió con la aparición de otras monedas de reserva, aspirantes a sustituir al dólar como moneda de reserva y de cambio, y con la ingente acumulación de dólares que la laxitud de la política monetaria, puesta en marcha para enfrentar las dificultades, estaba generando, y que se ilustra en el siguiente Cuadro:

Cuadro 1. Cambio anual promedio de las reservas en dólares (en %)

	1959-1967	1967-1972		1987-1992	1992-1997	1997-2001	2001-2005
Todos los países	7,3	29	Todos los países	6,9	11,4	7,7	14,5
Europa occidental y Japón	10,6	30	Asia del Este y Japón	13,8	15,1	13,2	19,9

Fuente: FMI, citado en Aglietta y Berrebi, p. 364

Con esos dos factores en juego, digo, lo aconsejable era subir la tasa de interés norteamericana.

La segunda razón por la cual una tasa de interés baja contrariaba los intereses norteamericanos es la de que financiar el enorme faltante externo con tasas negativas equivalía a encontrar la cuadratura del círculo. Dado que la fórmula para ello no existe, Bernanke, una vez asimilados los golpes de la ruptura de la burbuja de internet, de los escándalos contables y de las torres gemelas que se han señalado, no tenía más alternativa que la de subir la tasa de interés, para encontrar el fondeo requerido y para

aminorar, de paso, gracias a la ralentización de la actividad que no dejaría de provocar esa alza, su necesidad de financiación.

Ahora bien, Bernanke, sucesor de Greenspan, había aprendido con éste que la política monetaria tiene un componente de comunicación esencial, a través del cual la banca central busca persuadir a los agentes de que la acción que las circunstancias imponen será emprendida por el banco central, de suerte que éstos puedan ajustar sus anticipaciones y, alineando sus actos a ese libreto, anunció con toda claridad qué ruta habría de seguir<sup>24</sup>: las tasas de interés no permanecerían en

24 Al respecto de este componente clave de la política monetaria, véase Aglietta y Berrebi. (2007). *Désordres dans le capitalisme mondial*, en particular el capítulo titulado "La politique

sus niveles negativos, sino que iban a subir.

El problema, empero, es que los primeros y principales afectados por esa alza iban a ser los hogares norteamericanos, dado que dichos hogares, y por obra, entre otras, de la estagnación marcada de sus ingresos, producto de ese otro invento de las finanzas llamado la “creación de valor para el accionista” (el tal EVA<sup>25</sup>), no tenían espacio para adaptarse, en vista de que su única alternativa para alcan-

zar el sueño americano de casa, carro y universidad para los hijos era la de endeudarse (lo que habían hecho), y el camino para prestarle atención a los anuncios de Bernanke y adoptar una estrategia adaptativa hubiera sido la... de ¡renunciar a tener un lugar de habitación para sus familias!

Que los ingresos de los hogares eran víctimas de estagnación es mostrado a las claras en el siguiente Cuadro<sup>26</sup>:

Cuadro 2. Remuneración real horaria promedio de los asalariados y salario real horario de obreros y empleados (en % anual promedio)

	1997-2001	2001-2005
Remuneración real promedio por hora de los asalariados	4,2	2,0
Salario real por hora de obreros y empleados	2,0	0,4

Fuente: NIPA y cálculo Dew-Becker, Cuadro 6, in *NBER Working Paper*, N° 11842, diciembre de 2005

Con sus ingresos varados, y para mantener su nivel de vida, los hogares estadounidenses se habían endeudado más allá de lo razonable.

En efecto...

“en el curso de un año y medio, la tasa de ahorro de los hogares norteamericanos cayó en cerca de 3 puntos, para situarse en -0,7% en el segundo trimestre de 2006. La tasa de

capacidades financieras o de cash flow neto ((Ingresos –gastos de consumo e inversión)/ Ingresos) se derrumbó a -6%, hecho sólo registrado durante la Gran Depresión<sup>27</sup>”.

Otro signo del alto endeudamiento de los hogares se encuentra en el hecho de que

---

monétaire: un art de l’anticipation au service du “risk management”, París, Ediciones Odile Jacob, pp. 161-168.

25 Respecto de esa doctrina desastrosa, y de las calamidades que implica, véase, *Los fondos de pensiones, ¿una trampa para zoquetes* de Lordon. (2006). Bogotá, Universidad Externado.

26 Cifrado de Aglietta y Berrebi. (2007). *Désordres dans le capitalisme mondial*, p. 54.

27 Ibid., Op. cit., p. 307.

“el peso de la deuda de los hogares norteamericanos prácticamente nunca había sido tan fuerte, como que representa 14,5% de su ingreso disponible contra 13,6% en el cuarto trimestre de 2004, a pesar de que las tasas reales estén bien por debajo de la tasa de crecimiento”<sup>28</sup>.

Ahora bien, la pregunta que toca entonces formularse es la de saber cómo, no obstante tener un flujo de caja neto negativo, podían los hogares norteamericanos continuar endeudándose o, para decirlo en forma más cruda, toca preguntarse ¿quiénes eran los banqueros irresponsables que se aventuraban a prestarle dinero a unos hogares sobreendeudados en semejante grado?

La respuesta a esa pregunta viene dada por el uso intensivo de esa innovación financiera que constituyó la titularización. Para decirlo en términos de Lordon...:

“la titularización a través de Asset Backed Securities (o la inmobiliaria, ambas) hace derribar la selectividad de los créditos bancarios, con los que los bancos saben que ya no tendrán que cargar”<sup>29</sup>.

En efecto, en el proceso de coacción de la crisis financiera jugó papel fundamental el cambio que se produjo en el modelo tradicional del crédito bancario. El modelo tradicional del

negocio bancario suponía que el banco que originaba los créditos los conservara dentro de su balance hasta la expiración, derivando sus ingresos de los pagos de los deudores, pero procediendo, a todo lo largo de la vida del crédito, a un monitoreo permanente de su estado, toda vez que esas operaciones activas consumían el patrimonio técnico del banco, y dicho consumo era función del comportamiento de pago de los deudores: un crédito que se siniestrara implicaba la exigencia de provisionar las pérdidas emergentes, restándole así al banco patrimonio y utilidades y limitando, en la medida del multiplicador bancario, la capacidad de la entidad para emprender nuevos negocios.

Ese modelo de negocio fue el que cambió con la titularización de los activos bancarios, pues gracias a la misma, en adelante los bancos cedían, a través del mercado, sus activos, encajando de inmediato el dinero que sería cancelado en el futuro por los deudores. El banco encajaba la plata y se desentendía del activo, y la rentabilidad bancaria se volvía ahora función simplemente de la velocidad con la que el banco originara y cediera sus activos. Ello supuso una revolución en el negocio bancario, revolución que aparecía, además, como un

28 Ibid.

29 Lordon Frédéric. (2008). *Jusqu'à quand? Pour en finir avec les crises financières*, París, Ed. Raisons d'agir. La traducción es mía.

avance decisivo para las finanzas de mercado. No otra cosa dice Orléan cuando afirma:

“Es importante entender bien que la titularización constituye una etapa decisiva del proceso que apunta a promover la liquidez financiera. En efecto, a fines del siglo XX, si es cierto que el mercado ha conquistado ya una gran parte de los sistemas financieros desarrollados, también lo es que todavía se le escapa un gran pedazo: el crédito bancario. Por su especificidad, este no está sometido a la valoración de mercado. Los créditos bancarios siguen siendo totalmente ilíquidos, conservados por los bancos en sus libros contables hasta el reembolso”<sup>30</sup>.

Es eso lo que cambia con la titularización. Y dicho cambio tuvo consecuencias impresionantes. En términos de Orléan,

“la titularización tuvo un efecto poderoso. Las cifras hablan por sí solas. Muestran una

revolución con unos montos que se doblaban prácticamente cada cinco años hasta alcanzar 11 trillones de dólares en Estados Unidos en 2007, mucho más que los bonos emitidos por las empresas (5.800 millardos de dólares) o que los bonos del tesoro (4.500 millardos). Se observa que los títulos adosados a las hipotecas constituyen una muy amplia mayoría. Ese es el sector que experimentó la mutación más rápida. Si se considera la totalidad Estados Unidos-Europa, se constata que entre 2000 y 2007 la emisión de productos estructurados se multiplicó por cinco, pasando de 500 millardos a 2,6 trillones de dólares”<sup>31</sup>.

Con ese nuevo modelo de negocio, sin embargo, cambiaban profundamente las condiciones de base del riesgo bancario. Aglietta y Rigot, que lo bautizan con el nombre de “modelo de banca de inversión”, han resumido en un Cuadro el contraste entre el modelo tradicional y el que ahora se impuso. Veamos el resumen:

30 Véase, Orléan André. (2009). *De l'euphorie à la panique: penser la crise financière*, Op. cit.

31 Ibid.

Originar los créditos y asumir su riesgo (modelo tradicional)	Originar y vender los créditos (o conservar los créditos, cediendo el riesgo) (modelo de banca de inversión)
*La utilidad del prestamista es función creciente del riesgo asumido	*La utilidad del prestamista es función creciente del volumen de créditos vendidos
*Hay incitación a evaluar la solvencia del prestatario	*Incitación al crédito contra colateral: el alza anticipada del valor del bien
*Asimetría de información reducida por cercanía de prestamista y prestatario, y por el <i>monitoring</i> durante vida del préstamo	*Asimetría de información incrementada por débil incitación a considerar perfil de riesgo del prestatario
*Oferta de crédito por bancos provistos de capacidad de evaluación crediticia	*Oferta de crédito por bancos y por una variedad de oficinas no bancarias
*Control prudencial: provisión en capital frente al crédito	*Ningún control prudencial, ninguna provisión
<b>Riesgo moral contenido</b>	<b>Riesgo moral maximizado</b>

Fuente: Aglietta Michel y Rigot Sandra. (2009). *Crise et renovation de la finance*, París, Ediciones Odile Jacob.

¡Gracias a ese curioso modelo de negocio de banca de inversión, era posible volver sujeto de crédito a cualquiera!

Fue por eso que el crédito a los hogares se expandió en la forma señalada. No fue por cierto el único en expandirse, pues de manera general el crédito creció en forma explosiva. En efecto, el endeudamiento empresarial también venía creciendo a ritmos impresionantes, producto esencialmente de dos factores:

a. El crecimiento explosivo de las compras apalancadas de ese capitalismo depredador que se generó con la

desregulación financiera, las llamadas LBO, respecto de las cuales puede señalarse que de acuerdo con el FMI, en el 2006, “la actividad global de fusiones y adquisiciones totalizó 3,6 billones de dólares (millones de millones)” y esta actividad se particularizaba frente a las olas de fusiones y adquisiciones del pasado porque se hacía en condiciones menos favorables para los raiders y para quienes los fondeaban. Tales condiciones menos favorables se explicitan señalando que (y para que se vea que no son meros caprichos del anticapitalista que soy, me limité a traducir el informe del FMI)<sup>32</sup>:

32 Fuente: FMI, World Economic Outlook, primavera de 2006.



1. El tamaño de los negocios se había incrementado, al punto de que ninguna empresa por grande que fuera, estaba al abrigo de un *take over*. El tamaño promedio de las LBO había crecido de unos 400 millones en el ciclo precedente a 1,3 billardos en el ciclo actual.

2. El grado de apalancamiento en la ola actual había venido subiendo. El cociente deuda/Ebitda alcanzó para

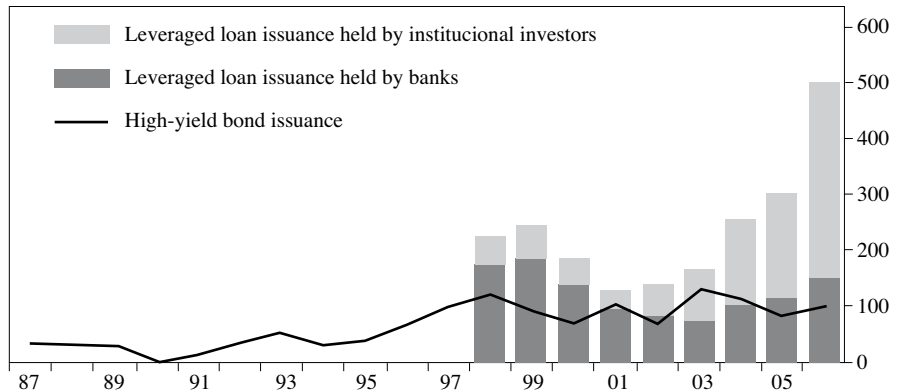
los LBO europeos 5,5 veces para fines de 2006 frente a 4 en 2002. Para Estados Unidos, la tendencia era la misma, pues el cociente pasó de 3,5 en el 2000 a 5,1 a fines de 2006.

3. El grueso de la financiación provenía ahora de los inversionistas institucionales, como lo muestra el siguiente Cuadro, en donde se ve:

Para tener el cuadro completo de estos hechos, es menester todavía se-

Figure 1 US Corporate Bond and Loan Issuance

In billions of US dollars

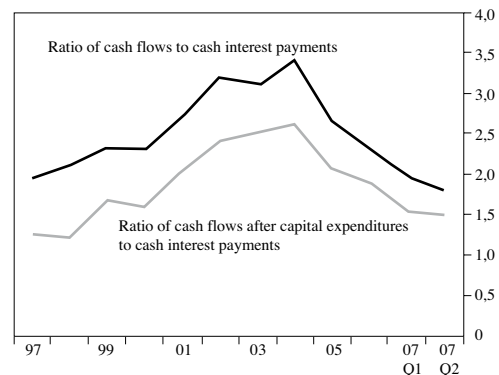


Sources: Bloomberg L.P.; and Standard & Poor.

ñar, como lo hacía en su momento el FMI, que lo que estaban financiando los inversionistas institucionales era ahora una operación mucho más vulnerable a las alzas en las tasas de interés:

Figure 2 Interest Coverage Satatistics on Private Equity

US deals with cash flows (ebitda) greater tan \$50 million)



y a la recesión, pues un escenario de crecimiento nulo y de altos niveles de remuneración para quienes fondeaban la operación conducía a unas pérdidas sustanciales.

b. El otro factor, poco señalado, en el crecimiento explosivo del endeudamiento resultaría gracioso, si no se estuviera hablando de cosas tan dramáticas. Se trata de lo siguiente: con el florecimiento de los mercados bursátiles, que tanto debe a la revolución teórica de la hipótesis de los mercados eficientes (EMT), lo que floreció fue un sistema financiero híbrido, mezcla de las viejas finanzas bancarizadas y de las redivivas finanzas de mercado. En otras palabras, eso podría señalarse diciendo que los bancos mantuvieron, pese a todo, su rol primordial en el financiamiento de las empresas productivas<sup>33</sup>, pero que no dejaron de incorporar en sus prácticas los avances conceptuales que registraban las finanzas de mercado.

Dentro de éstos, un avance mayúsculo lo constituyó el desarrollo de una tecnología supuestamente precisa para calcular la distancia a la mora de los deudores que le permitiera a los bancos tarifar y cobrarle a su clientela, en forma apropiada, el riesgo (puesto que, en teoría, la tasa activa resulta del costo del fondeo bancario más una prima de riesgo). Dicha tecnología se desarrolló a partir de la asunción, digamos que sensata, de que los deudores son unos oportunistas, que dejarán de pagar sus deudas cuando el monto de éstas supere el valor de los activos que gracias a ellas han adquirido<sup>34</sup>.

El problema que se le plantea al banco es, entonces, el de cómo comparar el costo de la deuda con el de los activos cuya adquisición financiera. Y es un problema, toda vez que no existe una cotización de mercado para los activos de las empresas, pues lo que se cotiza son las acciones, no los activos. Y si no hay un parámetro de mercado para el valor actual de los

33 Lo que es más que natural, si se tiene en cuenta que, pese a que en el discurso, la desregulación financiera se “vendió” con el argumento de que los mercados financiarían a las empresas a menor costo y en montos mayores de lo que las financiaban los bancos, la realidad del proceso fue que el financiamiento empresarial por los mercados de acciones fue negativo. A ese respecto, véanse mis “De los caminos para detener el huracán financiero que azota al planeta”, *Odeon*, N° 4, 2007-2008 y “La dialéctica de las finanzas”, en *Odeon*, N° 3, 2006-2007, publicado por la Universidad Externado de Colombia. Quien lea francés se puede remitir a la fuente original: Aglietta, Michel. (2001). *Macroeconomie financière*, París, Colección Repères en Ediciones La Découverte.

34 A este respecto, véase, Michel Aglietta y Antoine Rebérioux. (2009). *El capitalismo financiero a la deriva. El debate sobre el gobierno de empresa*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia.

activos, tampoco existe un dato de mercado en el que se pueda ver cómo evolucionará en el futuro el valor de dichos activos.

Semejantes carencias no iban a disuadir a los teóricos de las finanzas de buscar una manera para tarifar “científicamente” el riesgo: su confianza derivaba de que contaban entre sus toldas a nadie menos que a Merton, quien había visto que si se invertía la ecuación para el cálculo del valor justo de una opción, se obtenía, a partir de las cotizaciones de las opciones, un estimativo, provisto por el sapientísimo mercado, de lo que valían los activos de la empresa. Se resolvía así la mitad del problema, el asunto de tener un parámetro sobre el valor de los activos de la empresa. El pedazo que quedaba faltando era: ¿y cómo evolucionará ese valor frente a la deuda? La respuesta era fácil: para tener un estimado de cómo se comportará en el futuro ese valor, basta con asumir que el mismo responde a la distribución de frecuencia que gobierna el comportamiento de los activos financieros. Los modelos se apoyaban generalmente (siguiendo en ello a la EMT<sup>35</sup>) sobre la distribución normal y con base en ella era posible estimar la distancia a la mora. El riesgo se cobraría en función de dicha distancia. Ahora bien, esas maromas podían acaso arrojar

resultados plausibles mientras existiera una relación inversa entre la evolución al alza de las tasas de interés, que golpea los resultados empresariales, y los precios de las acciones. Pero ¿qué ocurriría en caso de que el alza de las tasas de interés acarreará un alza en los precios de las acciones? ¿En otras palabras, qué ocurriría si los mercados de acciones regresaban al régimen de formación de precios que había sido el suyo antes de la crisis de los treinta y que Aglietta y Berrebi califican de “real” por oposición al “monetario”?<sup>36</sup>

Ocurrirían dos cosas:

1. Que cuando subieran las tasas de interés, las acciones subirían, pese al golpe que sobre los balances empresariales supone un mayor costo del endeudamiento, y...
2. ¡Que la distancia a la mora, calculada por el modelo, se aumentaría! Lo aconsejable, según el modelo, era entonces ¡prestarle más y más barato a unas empresas fragilizadas!

Ahora bien, como lo muestran Aglietta y Berrebi en el texto de *Désordres dans le capitalisme mondial*, en donde desarrollan esta argumentación, a partir de la crisis del sudeste asiático, la relación entre la tasa de interés y los precios de las acciones se modificó radicalmente, volviéndose directa: un alza en la tasa de interés

35 Véase, Orléan André. (2006). *El poder de las finanzas*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia.

36 Véase, Aglietta y Berrebi, Op. cit.

acarrea un alza en las cotizaciones de las acciones. La mora aparece entonces menos probable, aun cuando acaso sea más, y se puede dar más crédito. ¡Como puede verse gracias a este razonamiento, podría ser grande la responsabilidad de Merton en los problemas de hoy!

Podría ser grande o mejor fue grande, pues la burbuja del crédito a las empresas se infló hasta las proporciones enormes que alcanzó antes de la crisis, digo, pero el sensato Bernanke, al que le tocó entrar en funciones en ese marco de unos mercados que habían venido reaccionando al alza frente a las alzas de la tasa de interés, sospechando quizás la falla del razonamiento de los mercados, no se dejó

llevar por ese despropósito. Él tenía claridad sobre lo doloroso que podía ser subir la tasa de interés para unos hogares sobreendeudados y para una *corporate America* inmersa en una ola de fusiones y adquisiciones como la señalada, y contaba con las simulaciones elaboradas por el FMI sobre el impacto funesto que unas condiciones económicas deterioradas podían tener (y que, de hecho, han tenido<sup>37</sup>) sobre esa ola. Las dichas simulaciones se presentan a renglón seguido:

Son todas esas razones las que habían movido a la prudencia a Bernanke en el alza de la tasa de interés estadounidense. Y sin embargo, emprendió ese camino, pues, ¿qué otra arma tenía?

#### Private Equity Deal Scenarios

	Positive Conditions	Slow Growth	Higher Inflation	Hig-her Yields	Slow Growth and Higher Yields
Assumptions					
Sales growth (percent)	10	0	10	10	0
Profit margin to sales (percent)	15	10	10	15	5
Debt service cost (percent)	8	8	10	12	12
Results (at end of year seven)					
Enterprise value (US\$ millions)	441.0	80.8	229.0	390.0	-62.4
Return on firm equity at time of exit (percent)	33.0	6.0	15.1	22.6	-3.6
Capital gain on private equity (percent)	1,135.0	126.0	543.0	992.0	-274.8
Capital gain on public company (US\$ millions)	341.0	-19.2	129.0	290.0	-162.4

Source: IMF staff estimates. Note: Example based on a public company with enterprise value of \$100 million, gross profit of 10 percent, and debt service cost of 7 percent. Firm is assumed to be sold at end of year seven.

37 Véase el artículo del 9 de octubre de 2008 de *The Economist*, titulado “Bankruptcies Shutting up shop”.

Pero las cosas se le iban a complicar aún más, pues su anuncio desencadenó entre los *hedge funds* un movimiento orientado a sacarle provecho a las dificultades inminentes de los hogares estadounidenses.

¿En qué consistió el problema? Al respecto, y para la época en cuestión, esto es, en agosto de 2007, escribí un artículo que no se ha envejecido y que a continuación reproduzco:

“La crisis del subprime o de ¿por quién doblará Bernanke las campanas?

“Las bolsas del mundo nos han repetido en este mes de agosto el magnífico espectáculo al que las finanzas de mercado nos tenían acostumbrados para los meses de octubre: una dionisiaca orgía de locura, de despilfarro desenfrenado, de chicos plásticos a los que las pérdidas les devuelven el rostro humano, milagro que es producto del miedo. En el curso de unos pocos sacudones, se evaporaron de los mercados más de mil quinientos millardos de dólares de riqueza financiera, por obra del ajuste del mercado que se dio durante la primera quincena de agosto.

“Pero ahí no paran las sorpresas: ese ajuste es, si se le cree a la Fed, una prueba adicional, innecesaria por cierto, de que los mercados se sobreacían, pues el incendio se prendió por obra de “pinches” cien millardos, que es, siempre de acuerdo con la Fed, el valor en riesgo en el hogar del incendio.

“En efecto, el problema se originó en el mercado secundario de hipotecas norteamericano, conocido como el subprime, mercado muy sensible a un endurecimiento de la política monetaria que acarree un alza de las tasas de interés, pues los hogares americanos, la fuente de pago de las hipotecas, están ya sobreendeudados en forma dramática: en efecto, (como lo señalan Aglietta y Berrebi en el texto ya citado)

‘desde el regreso del crecimiento en 2004, y a pesar de que la creación de nuevos empleos hacía esperar una recuperación de la tasa de ahorro de los hogares que la devolviera a un nivel compatible con su riqueza financiera, ocurrió exactamente lo contrario: en el curso de un año y medio, la tasa de ahorro de los hogares americanos cayó cerca de tres puntos para situarse en -0,7% en el segundo trimestre de 2006’.

“Para esos hogares, dedicados a vivir por encima de sus medios, ‘el palo no está pa’ cucharas’, y el endurecimiento progresivo de la política monetaria gringa, agenciado por Bernanke, el nuevo patrón de la Reserva federal, prometía llevarlos a una pronta quiebra.

“Y digamos, para usar el lenguaje de esos tiburones, que era fundándose en ese escenario que los fondos especulativos pensaban hacer su agosto en este mes de agosto: en efecto, los fondos especulativos habían vendido en corto, o sea, como dicen nuestros comisionistas, empelotos, sin tenerlas,

un jurgo de hipotecas para entrega futura, con la esperanza de conseguirlas a precios regalados cuando tuvieran que cumplir la operación, pues para entonces ya los hogares estarían en cesación de pagos, y las hipotecas no valdrían nada. Ellos las comprarían regaladas y cumplirían su compromiso con la entrega de un activo desvalorizado a cambio de la plata buena que, por su venta en corto, iban a recibir.

“Para evitar la materialización de semejante escenario, los bancos hipotecarios habían venido actuando, acordándole a los hogares sobreendeudados rebajas en las tasas de interés de sus créditos y reestructuraciones en los plazos de pago de los mismos, lo que desató la furia de los fondos especulativos, pues no permitir la quiebra de los hogares se les antojaba a estos infames un acto infame, cuya comisión es, al parecer así lo creen, un privilegio exclusivo de ellos. De allí que estuviera en curso un debate muy álgido entre los hedge funds y las entidades de crédito hipotecario sobre si era o no “fair”, leal, arrojarles un salvavidas a los hogares.

“El concepto de los hedge funds, dicho a voz en cuello por sus representantes más señalados, era que eso iba contra el juego limpio: el juego limpio quiere, si se les cree a los hedge funds, que se quiebren los hogares, pues, ¿quién los mandó a endeudarse tanto? Que, de paso, esa quiebra les llene los bolsillos a los tiburones es

cosa secundaria... Ellos se baten, en verdad, no por su plata, sino por defender la ética del mercado, o al menos eso pretenden.

“Pues bien, resulta que Bernanke resolvió hacer una pausa en las alzas de la tasa de interés que venía impulsando la Reserva federal, optando así por no reventar ni a los hogares, ni a los bancos hipotecarios... ¡y reventó con eso a los fondos especulativos!

“En efecto, según *Le Monde* de agosto 14, la rentabilidad del sector de los hedge funds se vino al suelo en el curso del mes de agosto, en niveles que se establecieron entre -10 y -15%, pero que, en algunos casos, alcanzan el -30%. Y citó el diario francés el caso de un hedge fund, el Global Equity Opportunities, manejado por Goldman Sachs, que tuvo que ser recapitalizado por su casa matriz, pues registraba una pérdida de 28% en el curso de la primera quincena de agosto. Ese estrés al que se vieron sometidos los hedge funds los obligó a liquidar a las carreras una buena parte de sus portafolios de acciones, lo que explica la caída dramática de las bolsas.

“Pero, además, esas ventas precipitadas en todos los mercados en donde actúan hedge funds han provocado la ruina de las estrategias de supuesta cobertura de riesgos que ponen en marcha los tales hedge funds. Pues los fondos especulativos diversifican sus colocaciones, colocando en mercados que presentan, estadísticamente hablando

y en condiciones normales, poca o ninguna correlación. Pero, con su política de sálvese quien pueda, de liquidar a todo dar sus activos, han provocado la aparición de una correlación estrecha en mercados que antes seguían rumbos independientes. Los estadísticos se vuelven aquí groseros, pues sostienen que los mercados se ponen, en este caso, a copular. Y a esa jugra se han dado los mercados con la crisis, agravándole la situación a los hedge funds.

“Las bolsas se derrumbaron entonces en grados tales, que los bancos centrales tuvieron que meterse al juego, inundando de liquidez a los mercados con la esperanza de apagar la conflagración. La Reserva federal “soltó” 64 millardos de dólares para sostener a los agentes en dificultades y el Banco central europeo hizo lo mismo, pero en mayor medida: por su cuenta, 230 millardos de euros le fueron inyectados al mercado. También el banco central del Japón se sobreactuó, al punto de que, después, adoptó medidas para reducir en más de cien millardos de dólares la liquidez que le había otorgado a los agentes. ¡Vaya uno a saber cuanto era lo que había puesto al comienzo!

“Esas acciones de los grandes prestamistas de última instancia del planeta parecen haber calmado a los merca-

dos. Pero el problema de la economía mundial está lejos de haber quedado resuelto con estas acciones. A lo más, se ha comprado con ellas una prórroga. Por cierto, no hay que minimizar ese logro, pues en las finanzas, como en la vida, todo es cuestión de tiempo y ese tiempo que, a fuerza de millardos, compraron los bancos centrales, debería ser aprovechado para resolver los desajustes de los que la crisis actual es síntoma”<sup>38</sup>.

¡Tal fue el comienzo de la crisis financiera actual!

Ahora bien, si Bernanke optó por jugar a favor de los hogares y en contra de los *hedge funds*, hay que decir que no le faltaban razones para hacerlo. En efecto, el prontuario de estos actores contenía, entre otras, las proezas que habían realizado con ocasión de las dificultades a las que se vio enfrentada la banca germana por obra de su apetito y el de sus ciudadanos por devorarse a Alemania oriental. En efecto, términos de Aglietta y Berrebi...

“Esos dos tipos de intervenciones de los *hedge funds* y de los *private equity* (esto es, la compra de acreencias dudosas e intervenciones en *Private Equity*) colmaron la crónica en Alemania en la primavera de 2005. Fue el tiempo de los rapaces. Aprovechándose del debilitamiento de los bancos, los Fondos Vautour<sup>39</sup> se abatieron sobre la economía

38 Originalmente publicado en: “Crisis financiera mundial: ¿moneda y finanzas para qué tipo de tejido social?”, Revista *Zero*. N° 23, diciembre 2009. pp. 92-99. Bogotá, Universidad Externado de Colombia.

39 Buitres.

alemana. El movimiento se amplificó a toda Europa en 2006 en donde miles de empresas fueron adquiridas por esos fondos con endeudamientos que se reembolsan gracias al descuartizamiento y reventa de las empresas por centros de utilidad. Dada la rotación veloz de esos fondos, es evidente que esos inversionistas financieros no tienen ni las competencias, ni la incitación, ni el tiempo para emprender estrategias industriales con las empresas adquiridas. ...Los *hedge funds* y los grupos de *Private Equity* anglosajones, aliados a los bancos de inversión estadounidenses, se aprovecharon del desamparo financiero de algunos bancos alemanes e italianos para recomprar acreencias dudosas por una quinta parte de su valor facial”<sup>40</sup>.

Y ahora estaban en la jugada de comprar por una quinta parte de su valor facial o por menos las hipotecas, cuyo siniestro era inminente, de los hogares norteamericanos. La actuación de la Reserva federal, que se limitó a contrariar la especulación de los *hedge funds* y no subió la tasa, bastó para quebrarlos, a ellos y a sus financiadores, esto es, a los bancos de inversión de Wall Street.

### **b. La caída de los *hedge funds* y de los bancos de inversión**

El primer muerto grande de esta crisis fue el banco de inversión Bear Stearns, un ícono de Wall Street, que se había especializado, como todo el grupo de los entonces llamados “the

big five” (de los que no quedó ninguno, al menos no como banco de inversión independiente), en fondear *hedge funds*. Uno de sus clientes era un fondo especulativo, de nombre Carlyle, que registraba unas necesidades de caja, por cuenta de sus pérdidas, del orden de 16.000 millones de dólares, monto que Bear Stearns no consiguió fondear. ¿Por qué se demoró tanto en revelarse ese siniestro, si la crisis del subprime ya tenía bastantes días? La razón es que dicho fondo respondía a la definición de fondo cerrado, esto es, no estaba obligado sino a una revelación intermitente de sus cuentas. Pero cuando se revelaron y que Bear Stearns, por su parte, se reveló incapaz de fondearlas, ello supuso la activación inmediata de un riesgo de naturaleza sistémica, que requería la acción del prestamista de última instancia, para prevenir el derrumbamiento del circuito de pagos. Bernanke intervino, pues, para rescatar a Bear Stearns, aunque lo hiciera a regañadientes, toda vez que dicho banco, ni hacia parte del sistema de bancos comerciales, ni estaba sometido a la regulación astringente del federal, contrapartida del acceso al crédito de último resorte. Lo que obtuvo Bernanke fue que otro banco de inversión de Wall Street, el J.P. Morgan se hiciera cargo del quebrado, pero con unas restricciones bien grandes a favor del comprador,

40 Aglietta y Berrebi, Op. cit., p. 108.



pues la Reserva federal se hizo cargo de 30 millardos de activos deteriorados, cuyas pérdidas sólo serían asumidas, hasta el primer millardo, por el Morgan; el resto iría por cuenta del contribuyente norteamericano. Acto sin precedentes, pero no sin sucesores, como habremos de mostrarlo... Poco después entraron en la fila de los bancos de inversión en dificultades, siempre por obra de los problemas de sus *hedge funds* clientes y/o filiales, Lehman Brothers y Goldman Sachs. Frente al primero de los ahora mentados, Bernanke optó por dejar que se hundiera, desatando la tormenta que aún está en curso.

### **c. La osada apuesta de Bernanke y su fracaso**

La pregunta que se ha planteado al respecto es de si no fue un error dejar quebrar ese banco. Un grupo de los críticos de Bernanke sostiene que el costo de rescatar a Lehman hubiera sido mucho menor que el que ha tenido su hundimiento; al respecto, nada hay para discutir: sin duda que, en lo inmediato, habría costado menos, ¡mucho menos, salvarlo, que dejarlo hundir! Pero ello hubiera significado que el llamado (dentro de la jerga de Wall Street) “put Greenspan”, concepto este acuñado para indicar que los grandes intermediarios del mercado podían comportarse en forma irresponsable, porque siempre podían con-

tar con que el banco central se hiciera cargo de sus pérdidas si éstas amenazaban la estabilidad sistémica, se habría afianzado, lo que implicaba una patente de curso inadmisibles. Esta crítica es inaceptable, más cuando se tiene en mente el prontuario de los *hedge funds* y de sus matrices, los bancos de inversión, que se evocó más arriba. Baste decir que también parecía más barato pactar con Hitler en Munich, aceptando la muerte de Checoslovaquia, que ir a la guerra por cuenta de los checos. Se sabe lo que vino después: la guerra contra Hitler, sin la ayuda de los checos, de sus fortalezas estratégicamente emplazadas y de sus famosas fábricas Skoda, productoras de excelentes blindados, ¡que tanto les hubieran podido servir a los aliados!

Pero si se puede desdeñar esa línea de ataque, hay un segundo grupo de críticos cuya estrategia argumentativa amerita un examen más detallado, toda vez que ese examen, amén de válido por la calidad misma de los argumentos avanzados por los críticos, arroja mucha claridad sobre la estrategia que ha guiado la acción de la Reserva federal en la presente crisis. Acaso quien mejor encarna estas críticas es Ana Schwartz, la autora, junto con Milton Friedman, de *Una historia monetaria de los Estados Unidos*, y que, pese a sus 92 años, tiene aún el vigor intelectual suficiente para enfrentarse con Bernanke.

¿Cuáles son, en sustancia, los argumentos de Schwartz?

El primero reza: “las empresas que tomaron decisiones equivocadas deben quebrarse”<sup>41</sup>, argumento que, cuando menos, es consecuente con el principio de igualdad. La argumentación continúa y Ana Schwartz desdeña ahora como razón válida para rescatarlos la idea de que la quiebra de esos bancos vaya a afectar a sus acreedores pues, “si le prestaron a una firma de la que sabían que estaba en mal estado y pierden sus recursos, el problema es de ellos” y “los acreedores no valen más de lo que vale la gente del común, ellos sí del todo inocentes frente a lo que ocurre”.

¿Qué responder frente a unas razones tan sensatas? Sobre todo porque se acompañan de otro argumento difícil de refutar, para cuya comprensión se impone señalar que, en la época de la quiebra de Bear Stearns y de Lehman Brothers, el Estado norteamericano le dio vida al Plan Paulson (nombre del ministro de hacienda de la época, antiguo empleado de Goldman Sachs), por un monto de 700 millardos de dólares, cuyo propósito inicial era desembarazar a los bancos, comprándoselos, de los activos tóxicos que plagaban sus balances, pero cuya implementación inicial fracasó, toda vez que lo que se había pensado era organizar remates competitivos entre los bancos para

venderle al Tesoro americano esos títulos, pero los precios alcanzados en la subasta habrían implicado tales pérdidas para los bancos, que ello les habría significado la quiebra inmediata. Fue menester entonces modificar el plan, sustituyendo las ventas de títulos al Estado por la entrada de éste como accionista dentro de los bancos en problemas. Semejante cambio implicaba, en términos de Ana Schwartz, “pasar de una estrategia orientada a salvar al sistema bancario a otra orientada a salvar unos bancos, lo que son dos cosas bien distintas”.

Y en verdad que la idea original del Plan Paulson, cocinado en asocio con Bernanke, era salvar, no a unos bancos, sino al sistema de crédito. Para entender el asunto, hay que saber que Bernanke, antes de su paso a la Reserva federal, era un destacado investigador que había accedido a la celebridad gracias a la lectura que, en oposición a Friedman y a la Schwartz, había hecho de la gran depresión<sup>42</sup>.

En esencia, la tesis de Bernanke explicaba que, más allá de los factores monetarios, la amplitud de la gran depresión se debió al aumento fuerte y duradero del costo de la intermediación. Fue ese incremento el que dio al traste con la recuperación que se había registrado hasta mediados de 1931. Ahora bien, siempre según Bernanke, ese aumento fue produc-

41 Tomado de las declaraciones reproducidas por *Le Monde* el 9 de agosto de 2008.

to tanto del alza del *spread* como del racionamiento del crédito, siendo dos los factores que originaron el endurecimiento del crédito: por una parte, el pánico de los ahorradores, que generó corridas bancarias, quebrando casi a la mitad de los bancos entre 1929 y 1933, y provocando pérdidas a todos, y la fuga hacia la calidad, hacia los activos más líquidos y más seguros por parte de los bancos que quedaban, lo que disminuyó el crédito a las empresas. El crédito se volvió, pues, caro y escaso.

El encarecimiento también fue obra de que la desaparición de tantos bancos, al implicar la evaporación del *stock* de información acumulada por los mismos sobre su clientela, generó un aumento del costo de la información. Se destruyó la información y ello aumentó el costo de la financiación, reduciendo la eficiencia en la asignación del capital.

Otra razón adicional para el encarecimiento del crédito radicó en la degradación de la situación de los agentes no financieros; la caída de precios e ingresos, al incrementar la carga de la deuda, le restó solvencia a deudores y acreedores. Ello aumentó la tasa de mora y las quiebras. La interme-

diación se encareció porque la mayor siniestralidad incrementó la prima de riesgo crediticio, pero también porque, con la recesión, subían los costos asociados a las asimetrías de información puesto que se había vuelto más difícil apreciar la calidad de los prestatarios, en tanto se depreciaba el valor de las garantías que aportaban éstos.

Ello conllevó a que se interrumpiera el circuito de transformación del ahorro en inversión, no tanto por el efecto riqueza, como porque el desarrollo de las asimetrías de información eliminaba la posibilidad de intercambio entre oferentes y demandantes de capital.

La crisis financiera acarreó así un aumento del costo del crédito que deprimió la actividad, depreció los activos y les restó solvencia a los agentes no financieros. Bernanke acuñó para el fenómeno el nombre de “acelerador financiero”: el incremento del costo del canal de intermediación amplificó recíprocamente los desequilibrios reales y financieros.

La diferencia de la actual crisis bancaria con la de 1930 (ambas manifestándose como crisis de liquidez) radica en que ahora el juego no es entre depositantes y bancos, salvo en el

---

42 Véase a este respecto el libro, editado conjuntamente por la *Revue d'économie financière* y por la revista *Risques* con ocasión de esta crisis, titulado: *Crise financière: analyse et propositions*, libro que contiene varias contribuciones muy esclarecedoras, entre las que se cuenta el artículo de J.P. Pollin sobre el cual se apoya la presente discusión y cuyo título es: *De la crise à la recession; une lecture à la Bernanke*, París, 2008.

caso muy sonado del Northern Rock, sino en las transacciones entre bancos en el mercado monetario. Pero el mecanismo es el mismo: se deterioran las condiciones de intercambio entre bancos, y esa tensión se manifiesta en los *spreads*. En los treinta, ese mayor *spread* condujo a un aumento mecánico de la probabilidad de mora y a una agravación del fenómeno de selección adversa, producto de que, frente al mayor costo crediticio, los buenos prestatarios prefieren renunciar a obtener crédito, mientras que a los malos no les queda otro camino que buscarlo. Y cuando ese fenómeno se materializa, los bancos tienen que optar por racionar el crédito, agravando la situación. En la crisis actual, era menester romper ese círculo infernal, que ya había provocado la parálisis total del mercado interbancario y del crédito a la economía y puesto al planeta al borde del abismo, y la manera de hacerlo era limpiando la basura que tenían los balances bancarios, transfiriéndola al Estado. El problema, como ya se señaló, es que el Plan Paulson en su versión primera no funcionó, no podía funcionar, dada la calidad atroz de los activos bancarios.

Ahora bien, Ana Schwartz arguye, no sin una brizna de mala fe (pues el argumento que usa es el de Bernanke y no el de ella y Friedman, aunque sea cierto), que el infarto que se produjo en el interbancario y en todo el mercado de crédito, “no se debía a falta

de dinero líquido disponible para ser prestado, sino a la falta de confianza en la capacidad de los prestatarios de repagar sus deudas” y que, en consecuencia, “constituía un error de la Reserva federal enfocar el problema como si su origen radicara en una falta de liquidez”. En realidad, sostener que la Reserva federal estaba tratando el problema como un simple problema de falta de liquidez riñe con la verdad, pues ya se ha visto que la acción frente a Bear Stearns más bien echaba mano de la doctrina Greenspan, tal y como la misma se encarnó en el salvamento, por ejemplo, de LTCM en 1998. Y lo mismo es predicable del Plan Paulson en su versión primera, en cuya cocción la Reserva federal estaba jugando su papel. El debate de Ana Schwartz acaso sería pertinente si su discusión fuera con Krugman, quien en su texto sobre *El regreso de la economía de la depresión y la crisis de 2008*, y sirviéndose de un divertido ejemplo que parece extraído del novélón llamado *Friends*, se extiende sobre el tema de los desastres que puede causar una política monetaria muy restrictiva, y recomienda entonces, como receta principal, aflojar la restricción monetaria, lo que por cierto, equivale a ignorar que...:

“Cuando los balances bancarios están deteriorados, la transmisión de los impulsos de la política monetaria a la economía se ve comprometida en forma grave. Cuando la obsesión por

desendeudarse se apodera de todos los agentes privados, la moneda inyectada se ve absorbida por los encajes efectuados con vistas a los pagos por venir. En lo que se refiere a aquellos que disponen de liquidez libre, estos la conservan, sobre todo si hay temor de deflación, pues se abstienen de gastar a la espera de que los precios bajen”<sup>43</sup>.

Pero Bernanke eso lo sabía y por eso venía actuando como lo había hecho. El problema es que la quiebra de Lehman precipitó la crisis global y cabe pensar que tal no era la apuesta de Bernanke, quien debió tal vez creer que podía limitar los daños y enviarle una señal inequívoca al mercado en cuanto a que el *put* de Greenspan ya había expirado, sin que ello desencadenara un desastre.

Ahora bien, ¿qué tan realista era esa apuesta? A favor de Bernanke, debe señalarse que la Reserva Federal, sin duda consciente del filo de navaja por el que transitaban los bancos y los hogares, había venido bajando la tasa de los fondos federales hasta en 325 puntos de base (¡un 3,25%! para la primavera de 2008<sup>44</sup>, lo que acaso sea la base para las acusaciones de la Schwartz... Pero además, y teniendo

claras las lecciones que había puesto de presente el trabajo teórico de Bernanke, sabiendo pues que el mercado interbancario estaba atascado por el temor de los actores de que sus contrapartes estuvieran llenos de “cadáveres escondidos en los closets”, que los podían llevar al incumplimiento de sus compromisos<sup>45</sup>, decidió ayudarles a desembarazarse de tan pesada carga sin quebrarlos, a través de la creación en la Fed de la TAF (*term auction facility*), que le permitía a ésta aceptar, provenientes de los bancos, colaterales a precios superiores a los de mercado, una violación flagrante al principio de que los precios de mercado son la valoración más pertinente, principio hecho dogma por los mismos financieros que ahora, sin chistar, se beneficiaban de su derogación.

A esta medida, le agregó aún la creación, el 11 de marzo de 2008, de la TSLF (*term securities lending facility*) que permitía a los bancos cambiar sus titularizaciones por bonos de Estado a concurrencia de 200 millardos (¡una deuda externa brasileña de 1982!). A semejante paquete de ayudas, se vino a agregar todavía la creación, el 16 de marzo 2008 (Bear Stearns se quebró el 14) de la PDCF (*primary dealers cre-*

43 Aglietta y Rigot. (2009). *Crise et renovation de la finance*, París, Ediciones Odile Jacob, marzo. La traducción es mía. La referencia de Krugman es *The Return of the Depression Economics and the crisis of 2008*.

44 Véase, para esta y las cifras que siguen, Aglietta y Rigot, Op. cit.

45 Este temor, más que fundado, pone de presente la conveniencia que hubiera tenido que los reguladores prudenciales no hubieran dejado prosperar sin regla alguna un mercado en las con-

*dit facility*), línea de crédito destinada a todos los bancos de inversión y a los comisionistas en títulos del gobierno federal.

Todas estas acciones suponían un cambio profundo, radical, frente al viejo principio de que sólo quien está supervisado por (y sujeto a la regulación prudencial del) banco central, tiene acceso al crédito de último resorte. Constituían una ruptura con el pasado, como había sido una ruptura con el pasado el arreglo para Bear Stearns, toda vez que, en ese caso, y para decirlo en las palabras de Aglietta y Rigot, la Reserva Federal, “se salía de su papel de prestamista de última instancia para hacerse cargo, con el sostén del tesoro, de resolver quiebras bancarias”<sup>46</sup>.

Dicha ruptura, en términos de los recién citados autores, “plantea el problema de una redefinición del perímetro de los bancos, pues sería intolérable y crearía un gigantesco riesgo moral que entidades financieras puedan tener un acceso privilegiado al banco central sin ser supervisadas por éste”.

Empero, señalemos por ahora que, habiendo aceitado así la máquina,

Bernanke se la jugó y decidió, el 15 de septiembre, no rescatar a Lehman. Si creía poder salir del embrollo sin perder las plumas, se equivocó.

Pero, ¿tenía otra alternativa? Y, ¿estaba tan mal informado respecto de con quién estaba jugando? O consideró más bien, como cualquier francés, que *trop, c'est trop* (demasiado es demasiado), y que él no podía comprar una prórroga bien fugaz a semejante precio, cuando apenas en agosto de 2007 ya había tenido que soltar tantos millardos?<sup>47</sup> Esas son preguntas que acaso su confesor, si es que tiene uno, podría responder. Pero proclamar tan a la ligera, como ahora lo hacen sus detractores, que se trató de una torpeza es, cuando menos, aventurado. Entre más tiempo se le diera al *put* de Greenspan, más tremenda sería la destorcida. Ese juego no podía seguir prolongándose *ad aeternum*. Lo ideal hubiera sido que, con el pitazo final al *put* Greenspan, se terminara el mismo. Pero los desarreglos subyacentes eran tan profundos, que fue apenas entonces que comenzó en verdad el partido, aunque deba quedar claro que entonces pudo verse que no se trataba de un encuentro de fútbol... estamos

---

diciones de oscuridad profunda del OTC. Pero las tímidas tentativas emprendidas para regularlo (que en Colombia adoptaron la arquitectura bien timorata que condujo al sistema de registro de operaciones llamado Enlace), siempre chocaron con la reticencia de los banqueros, que alegaban ser mayores de edad capaces de discriminar los riesgos. ¡Como si los riesgos, a la hora de materializarse en pérdidas, los asumieran ellos!

46 Aglietta y Rigot, Op. cit.

hablando de rugby o, mejor, de ¡torneos en el coliseo romano!

#### **d. La activación del riesgo sistémico y las respuestas de la Fed, o la muerte de la banca central autónoma (von Hayek)**

Pues lo que se desencadenó con la quiebra de Lehman fue un baño de sangre, que ¡todavía tiene empapado al planeta! Como es obvio, toca ahora explicitar por qué la quiebra de un banco de inversión, que en principio sólo manejaba clientes profesionales de las finanzas, supuestamente capaces de discriminar la calidad de aquéllos a quienes les delegaban la gestión de su dinero y supuestamente dispuestos y capaces también a encajar las pérdidas que emergieran de la misma<sup>48</sup>, llevó a la parálisis total del mercado interbancario e, infartado éste, al infarto del crédito a la econo-

mía. En otras palabras, hay que responder a la argumentación, sensata en apariencia, de Ana Schwartz, que podría resumirse en el tentador lema de: “Déjelos quebrarse y, mientras tanto, ¡mire pa’ otro lado!”, y presentar las justificaciones que ha tenido la Reserva federal para intervenir en la forma en que lo ha hecho.

**i. El caso de Lehman Brothers:** el problema puede resumirse presentando un perfil del finado. Lehman Brothers era el cuarto banco de inversión de Wall Street, y uno de los cinco mayores jugadores mundiales en el mercado de *Credit Default Swaps* (CDS)<sup>49</sup>, el producto estrella de los llamados mercados de derivados. Un producto bien particular, a través del cual dos agentes, puestos en relación por su banco, intercambian flujos futuros de pagos, en el entendido de que, si alguno de los dos, por cualquier motivo, incumple con su compromiso, el

47 Cfr. supra.

48 Tal era al menos la racionalización delirante en la que se escudaban los bancos de inversión, los *hedge funds* y los agentes de similar pelambre, los “*monolines*”, los “*special investment vehicles*”, etc., agentes estos que conformaban lo que dio en llamarse “sistema bancario en la sombra” (*shadow banking system*) para combatir, con éxito, las tentativas de reglamentarlo, y ello pese a que, por ejemplo, dentro de la clientela de los *hedge funds* se contaban, en proporción creciente, como lo ilustran Aglietta y Berrebi en el texto “*Désordres...*” ya citado, los... ¡fondos de pensiones! Esas cifras pueden verse en mi “De los caminos para detener al huracán financiero que azota al planeta”, *Odeon*, N° 4, 2007-2008, Bogotá, Universidad Externado de Colombia. Gracias a esos argumentos peregrinos, dicho sistema, bajo las narices de los reguladores y con su silencio cómplice, prosperó en los Estados Unidos hasta la crisis. Al respecto, no cabe sino repetir la célebre frase de Laureano Gómez, quien, según dicen, pretendía que, “¡en la oscuridad no prospera sino el crimen!”

49 Sobre este producto, véase Aglietta y Rébérioux. (2008). *El capitalismo financiero a la deriva; el debate sobre el gobierno de empresa*, publicado por la Universidad Externado de Colombia.

banco se hará cargo de cumplir, lo que le significa al banco una comisión jugosa. Ese producto se caracteriza por tener economías de escala para el banco oferente, lo cual implica que, entre más grande sea el banco y tenga más clientela, mayores son sus posibilidades de ofrecerlo en condiciones de costo atractivas. El concepto de economía de escala es conocido de vieja data por los economistas, quienes se habían ocupado en demostrar que, cuando un producto exhibía esas características, también presentaba entonces una tendencia acelerada al monopolio, pues los grandes jugadores desplazaban con rapidez y facilidad a los pequeños.

La conclusión que habían sacado los economistas, y los hacedores de política económica, era la de que era necesario, cuando se juzgara inconveniente para el consumidor que hubiera monopolio, regular estrechamente esos mercados, para evitar una concentración excesiva de los mismos en pocas manos. Semejante conclusión, empero, fue olvidada cuando se trató de los bancos de inversión de Wall Street, y los CDS, que concentraban el riesgo, prosperaron sin regulación anti monopólica alguna. Hay que decir que, por una vez, el discurso de los economistas se verificó, pues, para la época de la caída de Lehman, el mer-

cado mundial de CDS se concentraba, en un 80%, en cinco actores, siendo Lehman uno de los cinco. Ahora bien, ¿qué problemas podían ser acarreados por el hecho de que uno de estos proveedores de *swaps* se hundiera como en efecto se hundió Lehman? La respuesta viene dada por lo que explicitan Aglietta y Rigot al defender el posterior salvamento al que, una vez desatada la crisis, procedió Bernanke frente a otro de los grandes jugadores en el mercado de CDS, el salvamento del AIG. ¿Cuál es el argumento? El mismo consiste en señalar que no se podía dejar naufragar a AIG, toda vez que ese hundimiento suponía un peligro mortal que radicaba...

“en los 307 millardos de dólares de CDS detentados por una multitud de bancos europeos y norteamericanos. Eso quiere decir que esos bancos, que habían comprado una protección contra el riesgo de sus créditos, se verían desprotegidos si AIG quebraba. En ese caso, el precio de los CDS se habría trepado sobre el conjunto de ese mercado crucial y el costo del crédito se habría vuelto aplastante, hundiendo a la economía mundial en la depresión. Es por ello que quienes han criticado el rescate público de AIG no entienden nada de las finanzas contemporáneas”<sup>50</sup>.

Pues bien, ese mismo peligro mortal se encarnaba en Lehman, y como se le dejó morir, el mismo se materializó en el horrendo atascamiento que, a par-

50 Aglietta y Rigot, Op. cit.



tir de entonces, congeló por completo al mercado financiero mundial<sup>51</sup>. El trancón monumental que se produjo es natural, cuando se recuerda además que Lehman, habiendo sido uno de los campeones de las finanzas liberalizadas, se caracterizaba por aplicar hasta la saciedad los absurdos, pero rentables, principios del EVA<sup>52</sup>, en particular, el de la parsimonia en materia de fondos propios, razón por la cual su apalancamiento, esto es, el monto de sus activos (que se siniestraron con su quiebra) comparado con el de su patrimonio, era del orden de 25 veces y su *Return Over Equity*, es decir, la rentabilidad para sus accionistas un modesto... 29% anual. Con tales niveles de apalancamiento, ¡qué iba a poder responderle a nadie!

**ii. El caso de Goldman Sachs:** con el colapso de Lehman, los acontecimientos se precipitaron, y ahora el turno de dificultades fue para Goldman Sachs. Este banco de inversión (que ahora vuelve a pregonar y a practicar con arrogancia su antiguo credo neoliberal, pagándole a sus traders unas primas escandalosas), arrojó unas pérdidas enormes en sus hedge funds, y tuvo que ser salvado de la quiebra por el millonario W. Buffet, que le impuso unas condiciones bien

llamativas, bastante más draconianas que las impuestas por la Reserva Federal al Bear Stearns. Las mismas se resumen en que...:

- Su aporte lo daba a cambio de acciones con dividendo preferencial al saludable 11% efectivo anual,
- El negocio se acompañó de unos *warrants* para W. Buffet (derechos de compra futura de acciones) emitidos en condiciones de precio muy favorables, que le garantizaban el control futuro de la compañía.
- Goldman debía emitir para el público acciones por un monto igual al que iba a poner W. Buffet. Sabiendo el público que el millonario de marras estaba en la jugada, sobra decir que esa emisión fue objeto de una verdadera rapiña. Tanto más por cuanto Goldman, antes de la crisis, era el campeón del EVA, y había registrado en el año anterior una rentabilidad para sus accionistas del orden del 35%.

**iii. La caída de Fannie mae y de Freddy Mac:** resuelto el tema de Goldman Sachs, pero con el mercado interbancario infartado, sobrevino la quiebra de Fannie Mae y de Freddy Mac. Esas eran dos sociedades titularizadoras, especializadas en com-

51 Al respecto, véase, *Le Monde* del 24 de octubre de 2008, “L’activité bancaire internationale minée par la crise”, en donde se señalaba la amplitud inédita de la contracción mundial del crédito.

52 Véase, supra, nota 28.

prarle a los bancos hipotecarios sus créditos, empaquetarlos y vender en el mercado dichos paquetes, cosa que por cierto también hacían los llamados “monolines”, fondeándose todos a través de la emisión de papeles de corto plazo en los mercados, pero con la diferencia de que estos últimos eran vehículos *ad hoc* creados por las finanzas privadas (prácticamente sin capital alguno), mientras que los dos primeros contaban en su capital con la participación, minoritaria, del Estado norteamericano.

¿Cuál era el papel de estas titularizadoras en el capitalismo estadounidense? ¡Un papel clave! En efecto, la existencia de este par de gigantes y la de los monolines explica en gran medida por qué el capitalismo norteamericano pudo superar, sin una depresión mayor, la formidable destrucción de riqueza que supusieron la ruptura de la burbuja de internet (valorada en pérdidas por 7.300 millardos de dólares, o 37 deudas brasileras) o las revisiones contables dolorosas, consecutivas al escándalo de Enron (¡el producto anual de una economía del Japón se fue por ese sifón!)<sup>53</sup>. Si estos desastres o, aun, el ataque a las torres gemelas, no se tradujeron de

inmediato en una depresión mayúscula, fue gracias a que la política de reducción de las tasas de interés con la que fueron tratados contó con las titularizadoras, como factor de relevo, para amplificar, y de qué manera, sus efectos.

El mecanismo explicativo es el siguiente: cada vez que la Reserva Federal reducía las tasas, los hogares gringos se presentaban ante su banco hipotecario a pedir que les cambiaran su vieja, y ahora más cara hipoteca, por una nueva, librada a las nuevas tasas. Sin necesidad de tutela alguna que los obligara, los bancos hipotecarios accedían al pedido, pues, gracias a la titularización, ya le habían vendido la hipoteca vieja a los mercados, a través generalmente<sup>54</sup> de Fannie Mae o de Freddy Mac, venta en el curso de cuyo perfeccionamiento intervenía la conversión de estos papeles a las “finanzas estructuradas”. La cosa consistía en emitir, en papeles para ser vendidos a los inversionistas, el mismo monto de hipotecas que las titularizadoras les habían comprado a los bancos hipotecarios, pero en hacer esta emisión en tramos: un tramo *senior*, cuyo riesgo venía mitigado por el establecimiento del principio

53 Véase supra.

54 Señalemos que el adverbio restrictivo se debe a que determinados tipos de hipotecas no calificaban para ser movilizadas por estos agentes, en general, por razones de tamaño o de tipo de deudor. Para estos últimos casos, denominados “no conformes” en la jerga, fue que los financieros se inventaron los tales monolines, cuya falta de regulación les permitía movilizar las hipotecas “no conformes”.

de que, en caso de problemas con el paquete de deudores, los tenedores de este tramo serían servidos de primero, un tramo *mezzanine* y un tramo *equity*. Este último era quien primero encajaría las pérdidas que se presentarían si los deudores entraban en mora, siguiendo en la cola el tramo *mezzanine*. Como el riesgo se diferenciaba, también eran diferentes las tasas de interés ofrecidas para cada tramo, crecientes en función del riesgo.

Este mecanismo se acompañaba con frecuencia de garantías para los compradores finales de papeles (los mecanismos llamados de “credit enhancement”) que adoptaban la forma de una sobrecolateralización de las emisiones, por compromisos implícitos o explícitos de recompra en caso de siniestro y, en el caso de los papeles movilizados por Fannie Mae y Fred Mac, por la garantía implícita de que era el Uncle Sam quien respaldaba la emisión (en el caso de los monolines, éstos se comprometían, no obstante su carencia de capital, a retomar las hipotecas en caso de problemas y pagarle su plata al inversionista).

Gracias a esas maromas, habían florecido en el mercado unos papeles que, para decirlo en términos de Lordon, “volvían realidad (feliz realidad)

el fantasma de los financieros”<sup>55</sup>, toda vez que usted, como inversionista, podía comprar unos títulos con una rentabilidad sustancialmente mayor que la de los bonos del tesoro, pero con un respaldo en apariencia comparable, y que se vendían como pan caliente. Tanto más por cuanto que las flamantes calificadoras de riesgo, que se ocupaban de evaluar la probabilidad de pago de los títulos que estaban detrás de las finanzas estructuradas para calificar a las mismas, habían mostrado tal diligencia que “en 2006 por ejemplo, los créditos subprime pudieron ser financiados hasta en un 95% bajo la forma de títulos calificados A, AA o AAA”<sup>56</sup>. No es extraño entonces que, en ese mismo año, “75% de créditos *subprime* y 87% de créditos *prime* fueran titularizados”. Las calificadoras estaban chamboneando en el tema de las finanzas estructuradas en forma tal que llegaron a esperpentos que quedan resumidos en el señalamiento que hace Orléan cuando subraya que, si... “para el período 1983-2005, la tasa de mora de un bono corporativo calificado Baa es de 2,2%”, para “un CDO con igual calificación es de 24%”<sup>57</sup>.

Era por eso que los bancos hipotecarios no chistaban frente a los pedidos de los clientes para que les

55 Lordon Frédéric. (2008). “Jusqu’à quand?. Pour en finir avec les crises financières”, Ediciones Raisons d’agir, París. La traducción es mía.

56 Véase Orléan. “De l’euphorie à...” Op. cit., p. 59.

57 Ibid, p. 66.

cambiaran la hipoteca, pues ya habían salido, a muy buen precio, de la misma. Y como los bancos hipotecarios accedían sin problema, eso significaba que cada reducción en la tasa de interés, desencadenaba un proceso masivo de sustitución de hipotecas, como lo ilustra la gráfica a continuación, tomada del texto de Aglietta y Rébérioux, *El capitalismo financiero a la deriva* ya citado, gráfico en donde la línea gruesa, medida en la escala de la izquierda, es el índice de refinanciación de préstamos hipotecarios y la línea delgada, medida a la derecha, es la tasa hipotecaria.

Es menester, además, señalar que los hogares, los norteamericanos y los de los demás países desarrollados, tenían todos los motivos para estar felices, toda vez que los inmuebles que compraban a debe, con esa deuda

cuyo costo estaba indexado a la baja, no cesaban de valorizarse, pues estaba en obra un proceso de inflación inmobiliaria que queda ilustrado por el siguiente Cuadro:

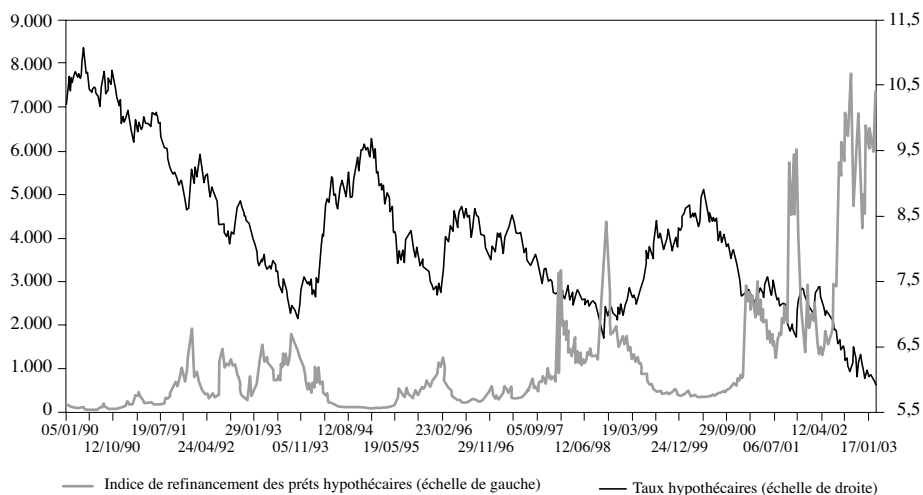
Precios del inmobiliario

País	1997-2007
Estados Unidos (índice Case-Shiller 10 ciudades)	171%
Francia	139%
España	189%
Reino Unido	211%

Fuente: Orléan André. *De l'euphorie à la panique*, Op. cit.

Ese proceso implicaba que los hogares se enriquecieran a la misma velocidad a la que se les valorizaban sus inmuebles, enriquecimiento que, por cierto, no era sólo en el papel, pues... “En

Refinancement des prêts hypothécaires



Estados Unidos el sistema de crédito está hecho de manera tal que permite a los felices propietarios de un bien inmueble cuyo precio aumenta transformar la plusvalía latente en dinero líquido vía endeudamiento. Greenspan y Kennedy estiman que durante el período 1991-2005, 520 millardos de dólares fueron así extraídos en promedio anual de todas las hipotecas<sup>58</sup>.

Y era en gran medida por ese mecanismo que los Estados Unidos registraban las tasas de crecimiento económico que les envidiaba el planeta. Pero si el mecanismo de movilización de las hipotecas funcionaba a esa velocidad, hay que señalar que su corazón, esto es, el par de titularizadoras con capital estatal, era tan frágil como sus venas periféricas, esto es, los monolines. En efecto, las titularizadoras, esos gigantes, tenían, para usar el dicho de Mao respecto del imperialismo norteamericano, pies de barro, pues, para fines de 2001 tenían en el activo en dólares 1.400 millardos y en el pasivo 1.330, ¡lo que se traduce en un apalancamiento de veinte veces! No era pues muy grande el respaldo patrimonial con que contaban para aguantar una crisis. Tanto menos por cuanto que las emisiones que estructuraban se acompañaban, como siempre, de mecanismos de *credit enhancement*. De allí que, con la crisis de las hipote-

cas, entraran a su vez, en dificultades. Estaban quebradas, y fue menester rescatarlas, no sólo para preservarle algún porvenir a la titularización hipotecaria, sino porque, además, el endeudamiento que exhibían lo tenían frente a los países que, durante todo el período precedente, habían accedido a fondear el déficit exterior norteamericano, como lo ilustra el siguiente Cuadro:

Montos en millardos de dólares de títulos de Fannie Mae y Freddy Mac en manos de los países financiadores del déficit norteamericano<sup>59</sup>

China	395
Japón	230
Rusia	75
Corea	63
Taiwán	55

No cabía entonces dejar hundir a las titularizadoras, si se quería conservar algún crédito a la nación americana. De allí que, con urgencia, se dispusieran 200 millardos de los aprobados por el Congreso para capitalizar a esas entidades, mientras que se establecía además que, en adelante, la Fed podría, para restablecer el canal del crédito a la economía, comprar directamente a las empresas papeles comerciales.

58 Orléan, Op. cit., p. 21. La traducción es mía.

59 Tomado de diversas ediciones de *Le Monde* de la época.

Pero el mal ya estaba hecho. La titularización, ese mecanismo a través del cual el capitalismo financiero norteamericano se había hecho, en palabras de Greenspan, “más resistente a los choques”, la titularización que, de acuerdo con el FMI,

“habría hecho al capitalismo estructuralmente más estable, de una parte al difundir ampliamente el riesgo inmobiliario entre un gran número de inversionistas en vez de mantenerlo concentrado en los emisores de crédito y de otra parte al permitir que inversionistas mejor armados para ello puedan asumirlo”<sup>60</sup>,

para lo que servía ahora era para diseminar... ¡el miedo!

**iv. La quiebra de AIG:** sobrevino ahora la quiebra de American International Group, respecto de cuyo posible impacto en el costo del crédito a nivel mundial ya se ha hablado. Resta por señalar que, esta vez, y dando muestras de que la experiencia de ser testigo de cómo actúa el sector privado puede, en algunos casos, servir para que el sector público aprenda, las condiciones puestas por el Estado norteamericano para el salvamento de AIG fueron fiel copia de las que Buffet le había impuesto a Goldman Sachs, toda vez que, a cambio de los 85 millardos

de dólares entregados por el Estado para salvar al grupo, entrega dada en forma de suscripción de acciones con dividendo preferencial a una rentabilidad anual de 11%, se exigió también dejar en manos del aportante el 80% de las acciones en circulación. Pero, no obstante estos rescates, la situación era de tal gravedad, que el interbancario continuó atascado y al final la Fed optó (y fue imitada en ello por Europa) por extender una garantía estatal general a las operaciones en este mercado.

Como queda claro, después de esta revisión somera de las políticas puestas en marcha por las autoridades norteamericanas para salvar a su país del hundimiento inminente que la activación del riesgo sistémico, por obra de la quiebra de Lehman Brothers provocó, se puede entonces afirmar, como lo dijera un banquero central (corajudo, pues...¡exigió el anonimato!), citado por *The Economist*, que “La idea de que los mercados pueden ser dejados a sí mismos para regularse se reveló a sí misma como el error más costoso de la historia mundial, que ya ha exigido 15 trillones (americanos) de dólares en inyecciones de capital y en otras formas de soporte”<sup>61</sup>.

60 Citado por Orléan, Op. cit.

61 Véase, en el informe especial de febrero 13 de 2010 de *The Economist* sobre riesgo financiero, el artículo “The gods strike back”. La traducción es mía.

Pero, ante el impúdico espectáculo de los banqueros de Goldman Sachs encajando de nuevo jugosas comisiones y del de toda la industria financiera mundial oponiéndose a una regulación estrecha de la actividad y, en especial, de sus esquemas de remuneración, hay que insistir en los costos del rescate. Estos se resumen en que...

“el resultado de las políticas para reanimar el interbancario es un aumento considerable del tamaño del balance del banco central y la degradación espectacular de la calidad de los activos contrapartida de la moneda por él creada. En pocas semanas, el balance de la Reserva federal se dobló y la proporción de títulos del tesoro en su activo, que era de 95% antes del comienzo de la crisis, cayó por debajo de 50% en octubre de 2008...”<sup>62</sup>

Pero como la crisis se agudizó...

“el 11 de diciembre de 2008 el tamaño del balance de la Fed se incrementó hasta 2 219,1 millardos y la parte de títulos del Estado bajó a 21%! Cerca del 80% del balance de la Reserva federal está conformado por acreencias cada vez más riesgosas en época de recesión, lo que implica que sus pérdidas por deudas de dudoso recaudo pueden superar el monto de sus fondos propios”<sup>63</sup>.

Sobra decir que se ve lejano el ideal soñado por von Hayek<sup>64</sup>, el padre de

todos los neoliberales, de unas sociedades reguladas hasta en su moneda por los mercados. Y no son muchas las protestas que se han oído de parte de los turiferarios del neoliberalismo.

Citándome a mí mismo, voy pues a señalar que... “a estos ingredientes (esto es, al envilecimiento del respaldo del dólar como moneda de reserva) hay todavía que agregar que el Congreso estadounidense resolvió, recién estrenada la administración Obama y en una decisión cuyas implicaciones la opinión pública no parece haber captado, permitirle a los banqueros no valorar a precios de mercado sus activos, rompiendo el termómetro que los financieros mismos habían fabricado dizque para tener un parámetro objetivo de la calidad de gestión de las empresas. El tal termómetro, al hacer público el sida de los agentes bancarios, estaba precipitando en forma automática un movimiento de desdoblamiento (léase de ventas de activos) de los bancos que agravaba su ya muy dramática situación y la de los mercados. Mejor entonces, se dijeron los legisladores, aplicarle al tema la misma estrategia que usan los gatos para ocultar sus excrementos: poner esas pérdidas debajo de la alfombra, dándoles la-

62 Aglietta y Rigot. (2009). *Crise et renovation de la finance*, Odile Jacob. La traducción es mía.

63 Ibid.

64 Respecto de esta absurda idea, véase el ya citado Orléan. *El poder de las finanzas*.

titud a esos personajes a todas luces tan confiables que son los banqueros para que valoren sus portafolios como a bien tengan, de tal suerte que el inepto vulgo cuente con una mejor información contable sobre a quién le está confiando su dinero. Tal es el colofón de la estrategia puesta en marcha por la Fed. Los resultados de todos estos ingredientes están a la vista para quien quiera verlos y son estremecedores: en efecto, de acuerdo con la estimación publicada por Bloomberg y efectuada por Pittman e Ivry (2008) los poderes públicos norteamericanos en sentido lato han puesto sobre la mesa, para rescatar a su sistema financiero, unas sumas que totalizan el 60% del PIB!”<sup>65</sup>

Ahora bien, la adopción de todas estas medidas implica que...:

*“La primera lección (de la crisis) es que la independencia se los bancos centrales se volvió mera ficción. La segunda es que la globalización requiere de un prestamista internacional de última instancia”<sup>66</sup>.*

La primera frase resume la triste situación a la que han quedado reducidos los otrora altivos banqueros centrales,

que pontificaban sobre la necesidad de que los trabajadores hicieran gala de moderación en sus exigencias de aumento salarial toda vez que ellos, guardianes de la estabilidad monetaria, no estaban dispuestos a validar, a través de una política de creación monetaria, las reivindicaciones exageradas de los trabajadores. Su misión era preservar el anclaje nominal de la moneda, y la cumplirían mostrándose independientes y negándose a validar, por vía de la creación monetaria, los reclamos insensatos de mayor poder de compra asalariado. Esa independencia no ha sobrevivido a la crisis, en cuyo tratamiento los banqueros centrales han tenido que validar, haciendo moneda, la creación de deudas espurias de los financieros<sup>67</sup>.

Debe, no obstante, indicarse que en este episodio del fin de la autonomía de la banca central, que le impuso a los banqueros centrales el duro ejercicio de beber hasta las heces la copa del sometimiento a los mercados y a sus exigencias de legitimación soberana de sus irresponsabilidades (pues son los estados y los ciudadanos quienes pagan), mientras algunos racionalizan

65 Véase, Arbeláez, Fernando. (2009). *Crisis financiera mundial: ¿Moneda y finanzas para qué tipo de tejido social*, en Revista Zero, N° 23, segundo semestre, Bogotá, Universidad Externado de Colombia.

66 Aglietta y Rigot, Op. cit., p. 107.

67 Sobre la calidad deplorable de las operaciones así validadas, véase, Arbeláez, Fernando. “Crisis financiera mundial: ¿Moneda...”, artículo citado, en donde reproduzco las cifras que presentan Aglietta y Rigot que dan cuenta de la calidad espantosa de los créditos titularizados.



bajo el ropaje conceptual elegante y plausible de Bernanke sus acciones, hay otros personajes lo bastante ordinarios, que responden, verbigracia al nombre de Jean Claude Trichet, el flamante presidente de la banca central europea, lo bastante torpes para sostener que preservarán su autonomía, no porque se nieguen a cambiarle a los financieros sus tramoyas por moneda, que lo han hecho a fondo, sino porque se niegan aún a efectuar esas operaciones cuando las contrapartes son los Estados soberanos que hacen parte de su Unión monetaria!<sup>68</sup> Ante ese espectáculo, termina uno por creer que los banqueros centrales que nos tocaron en desgracia no son, después de todo, tan malos como dicen...

Ahora, para quitarle el carácter misterioso a la segunda de las lecciones a la que hacen referencia los

Aglietta y Rigot, se impone examinar ahora cómo la crisis financiera ha vuelto a poner sobre el tapete el tema de un prestamista internacional de última instancia, en particular, a través del examen de...

**v. Los problemas de la banca europea:** la crisis financiera mundial puede agravarse aún más, debido a que, si el pulmón que constituían los Estados Unidos da muestras de asfixia, es dudoso que la Unión Europea vaya a reemplazarlo.

Y eso no porque los gobiernos de la Unión Europea no tengan espacio para contribuir al crecimiento mundial por la vía de incrementar su gasto, pues dicho espacio existe, como se ve en el siguiente cuadro, que ilustra el peso relativo frente al PIB del gasto, de la deuda y de los déficit públicos:

% pib	Reino Unido	Alemania	Francia	Italia	España
Gasto público	43,7	43,9	52,6	48,5	38,8
Deuda pública	43,8	65	64,2	104	36,2
Déficit público	-2,9	0	-2,7	-1,9	+2,2

Fuente: Aglietta y Rigot, Op. cit.

El problema radica en que este amplio margen de maniobra acaso vaya a ser consumido si se materializan los riesgos en que están incurridos los bancos europeos (aunque también, así sea

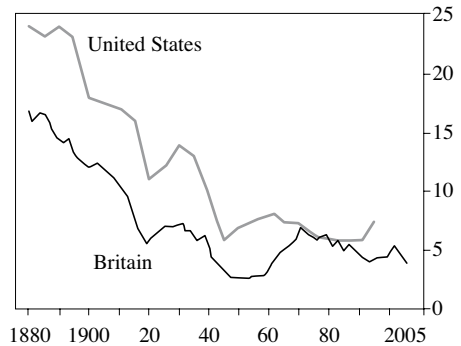
en un grado ligeramente menor, sea este el caso de la banca norteamericana), riesgos enormes por dos razones distintas:

68 Véase la edición de *Le Monde* 5 de junio de 2009.

## 1. Una banca con el modelo Madoff-DMG

La crónica financiero-judicial nacional e internacional se ha visto colmada, en la época reciente, por los siniestros generados por los esquemas de pirámides en las finanzas. Madoff en los Estados Unidos y DMG en Colombia son los casos más sonados de esquemas Ponzi, que, al reventarse, han dejado tras de sí una estela de damnificados tremenda. En los dos citados casos, los crédulos inversionistas vieron esfumarse sus recursos, una vez revelada la verdad de que los gestores de los mismos no contaban, ni con inversiones sostenibles para pagar los rendimientos ofrecidos, ni con capital propio alguno para cumplir con los compromisos adquiridos frente aquellos que les habían delegado la gestión. Pues bien, ocurre que la banca europea (y repitamos que también la gringa, al menos por lo que hace a su capitalización) presenta, en este par de aspectos, una situación del todo comparable a la de estos protagonistas de escándalos, toda vez que su colchón de capital para asumir eventuales pérdidas es, cuando menos, delgado. *The Economist* presenta, en el reporte especial sobre riesgo financiero que ya ha sido citado, una gráfica, que mide el porcentaje del capital bancario frente a los activos de dicha industria, muy elocuente en la materia:

Threadbare cushion  
Banks' capital ratios. %



Source: "Banking on the State" by Andrew Haldane and Piergiorgio Alessandri; Bank for International Settlements

Se objetará que se presente, para ilustrar los problemas de la banca europea, una gráfica referida a los Estados Unidos y a Gran Bretaña. La razón es la siguiente: ¡la gráfica muestra cuán débil es el respaldo patrimonial de los dos sistemas bancarios más sólidos de Occidente! Pues el contraste entre la capitalización de los bancos europeos frente a los anglosajones es muy desfavorable para los primeros, lo que se puede ver en el siguiente Cuadro:

Capitalización bancaria USA y Europa  
marzo 31 de 2008

EUROPA	CAPITAL / ACTIVO TOTAL EN %
<b>ALEMANIA</b>	
Deutsche bank	1,40
Commerzbank	2,65
<b>FRANCIA</b>	
Crédit agricole	1,98

<b>EUROPA</b>	<b>CAPITAL / ACTIVO TOTAL EN %</b>
BNP Paribas	2,22
Société générale	2,02
<b>SUIZA</b>	
UBS	1,44
Crédit suisse	2,55
<b>REINO UNIDO</b>	
Barclays	2,23
<b>ESPAÑA</b>	
Santander	4,11
BBVA	4,35
<b>Total Europa</b>	2,68
<b>ESTADOS UNIDOS</b>	
<b>Bancos comerciales</b>	
Citigroup	4,08
US Bancorp.	7,38
Wells Fargo	6,37
Bank of America	4,86
JP Morgan Chase	5,68
<b>Bancos de inversión</b>	
Goldman Sachs	3,82
Morgan Stanley	3,07
<b>Total bancos comerciales</b>	5,88
<b>Total bancos de inversión</b>	3,33

Fuente: Aglietta y Rigot, Op. cit.

Son muchas las preguntas que se podrían formular a la vista de unas cifras como las recién presentadas: “¿y de Basilea, con su famoso 8,5%, qué?” sería la primera, a la que se puede aventurar como respuesta que eso

muestra en forma patente los límites de un enfoque de regulación prudencial fundado en sugerencias cuya implementación se deja... ¡en manos de la buena voluntad de los regulados!

También cabría preguntarse sobre ¿por qué se encarcela a veces a personajes como Madoff o como Murcia, acusándolos de trabajar respaldados sólo en la cédula, y se deja que los banqueros del mundo actúen de igual modo, sin ponerlos presos?

La respuesta, cabe pensar, sería la de que, aunque trabajen con niveles similares de apalancamiento, los banqueros formales aplican con prudencia los recursos que captan del público, mientras que, en los juegos Ponzi, éstos se usan sólo para prolongar el engaño de los incautos. Y si esto último es inobjetable, el problema radica en lo primero.

## **2. Una banca cuyos clientes amenazan ruina**

En otras palabras, la pregunta que toca formular es: ¿qué tanta prudencia han mostrado los banqueros formales en la asignación de los recursos que, por obra de una delegación de soberanía, los estados les autorizan captar?

La respuesta es que, por lo menos en lo que se refiere a la banca de Europa continental, estos banqueros se han mostrado muy poco prudentes. En efecto, una parte considerable de sus activos están generados en...

“Europa oriental que ha repetido las aberraciones conducentes a la crisis asiática: un endeudamiento desbocado de corto plazo de sus bancos en divisas extranjeras para financiar la especulación inmobiliaria y el frenesí de consumo”<sup>69</sup>.

Así, pues, el resumen de la situación de la banca europea es el de que, no obstante contar con un músculo financiero exiguo en términos de capital propio, tiene sus activos colocados en deudores de alto riesgo, ¡de altísimo riesgo!

Saldo de cuenta corriente y spread de los CDS de varios países de Europa oriental

País	Saldo de CC en % de PIB 2008	Spread CDS 3 años en bp.
Estonia	-10,8	432,7
Letonia	-15,1	661,7
Lituania	-14,9	427,7
Bielorrusia	-5,9	n.d.
Rusia	6,5	732,9
Polonia	-4,7	147,1
República checa	-2,2	22,3
Eslovaquia	-5,1	108,2
Ucrania	-7,2	1944,4
Hungría	-5,5	418

Rumania	-15,8	483
Moldavia	-19,9	n.d.
Bulgaria	-24,4	416,8
Turquía	-7,1	480

Fuente: Aglietta y Rigot, Op. cit., p. 93.

A la vista de estos datos, se podría pensar que, después de todo, no resulta insensata la actitud de los dirigentes europeos de actuar en forma más bien timorata en el terreno de los estímulos fiscales, reservando su margen de maniobra para la eventualidad de que se les hunda el sistema bancario. Aunque también quepa pensar como irresponsable una actitud de quietismo cuando los riesgos son tan manifiestos.

Pero lo que sí debe quedar claro es que esta actitud tiene como soporte, vaya uno a saber si consciente o inconsciente, el temor de que, en caso de siniestro de la industria bancaria europea, ésta no podría esperar auxilio de ninguna institución capaz de socorrerla, pues no existe un prestamista internacional de última instancia capaz de ejecutar esa tarea, con lo que se da por aclarada la aserción respecto de la necesidad de un prestamista internacional de última instancia.

**e. El fracaso (relativo) del *value at risk* y, el fracaso estruendoso, de la teoría de los mercados**

69 Aglietta y Rigot, Op. cit., p. 90.

**eficientes (con una digresión acerca de la necesidad reconocida por Black de preguntarse sobre la posibilidad de que oigamos algo distinto al mero ruido y acerca del erróneo retorno a Hume que encarnan las elaboraciones planteadas por él y por la *behavoiral finance*)**

Con el cuadro que hasta esta altura se ha trazado, se va a abordar ahora el examen del tema de ¿qué tan previsible era la crisis actual?

La pregunta, empero, hay que precisarla, pues no se trata de saber si habían o no, en el mundo de la pre-crisis, economistas que advirtieran acerca de los peligros que acechaban al planeta por obra de las finanzas desreguladas, porque entonces la respuesta rápida es: las Casandras nunca faltan<sup>70</sup>.

Precisamente formulada, la pregunta entonces reza: ¿qué tan exitosos fueron los modelos fabricados por los financieros con el objeto de medir el riesgo en el que estaban incursos sus portafolios?

En otras palabras, ¿se trata de saber si los tesoros de creatividad desplegados por los llamados *quants*<sup>71</sup>,

cumplieron al menos con la tarea que les había sido encomendada y previeron, con la precisión quirúrgica que la sofisticación matemática de sus herramientas hacía esperar, lo que estaba por venir?

Pues bien, otra vez, y aunque ahora la pregunta haya sido formulada en forma extensa, la respuesta es lacónica: no, fueron incapaces de preverlo.

A este respecto resulta esclarecedor lo que afirma Lordon cuando dice:

“¿Cómo se comportaron efectivamente los modelos de VaR frente a la prueba? La respuesta es: mal. Evidentemente los partidarios más fervorosos de las finanzas cuantitativas alegan una imperfección transitoria y traen a cuento el carácter progresivo, pero irresistible, del camino científico; si los modelos por ahora presentan fracasos, no hay sin embargo ningún problema que no pueda superarse gracias al trabajo y a la investigación”<sup>72</sup>.

Ahora bien, la cuestión es la de saber si ese optimismo de que hacen gala los *quants* tiene algún fundamento real. Pues, para ser justos, hay que reconocer que dichos personajes, y los teóricos que ahora les dan soporte conceptual, han exhibido una capacidad de revisión de sus creencias y de sus

70 El autor de estas líneas, así como el grupo de economistas financieros que lo acompañan en Odeon, en particular Camilo Romero y Javier Sandoval, se cuentan en ese número, habiendo publicado numerosos artículos al respecto en la revista *Zero*.

71 Tal es el apelativo con que el que se conocen en la industria de intermediación financiera aquellos empleados duchos en la modelización matemática del riesgo.

72 Lordon, Frédéric. *Jusqu'à quand? Pour en finir avec les crises financières*, Op. cit.

prejuicios que un observador desprevenido tendría que encontrar digna de encomio. Es, después de todo, gracias a esa actitud dúctil que, aceptando por ejemplo, a través de Ross, las objeciones de Samuelson sobre la imposibilidad de determinar un equilibrio único si no se tenía fijado un mapa de preferencias, tuvieron la genial ocurrencia de sustituir en sus modelos este último en provecho del esquema de arbitraje, recurso gracias al cual lograron construir el magnífico, aunque ahora esté derruido, edificio conceptual de la teoría de mercados eficientes.

Es también gracias a dicha actitud, propia de la ciencia que, en época reciente, optaron por abandonar su querida asunción de normalidad en provecho de herramientas computacionales que les permiten fabricar sus simulaciones sirviéndose de distribuciones de frecuencia que, en lugar de partir de una petición de principio sobre cómo se comportan los activos financieros, prefieren más bien buscar, dentro de la familia de distribuciones de frecuencia identificadas por los estadísticos, aquella que mejor responda a los datos observados<sup>73</sup>.

Que estos teóricos, al menos los de las llamadas finanzas comportamentales, no son una banda de cabeceiduros, también se ve a las claras en el resumen del recetario al cual, por ejemplo, se ha llegado en la Teoría del Prospecto, que aconseja a los inversionistas guiarse por los principios que se enumeran a continuación<sup>74</sup>:

- Descarte las teorías que no tienen poder predictivo,
- Mida cuidadosamente cuál es el comportamiento de los inversionistas,
- Encuentre explicaciones plausibles y racionales para lo que usted observa.

Ahora bien, como lo señala el documento al que nos venimos refiriendo, “son los errores en la explicación del comportamiento de los precios en el mercado los que dan origen a una revisión de la teoría. La nueva actitud consiste en partir de la ineficiencia informacional de los mercados, producto de un análisis del riesgo de mercado que da oportunidad a una visión que se evade de las restricciones de los supuestos de las funciones normales de probabilidad como resultado, a su

73 No otro es el fundamento, por ejemplo, del programa conocido como Crystal Ball.

74 Tomado del documento de trabajo elaborado por Camilo Romero y Fernando Arbelaez para Odeon y titulado “Grupos de investigación en finanzas”, en donde se señala que tales desarrollos son tributarios del trabajo de Daniel Kahneman y Amos Tversky. Se podría objetar que, hasta la época anterior a la crisis y pese a la consagración por el Nobel de sus representantes más egregios, los autores citados seguían siendo marginales. Pero eso no invalida el argumento, que sólo pretende rescatar el sombrero de la ahogada ciencia financiera y, en cambio, si deja abierto el espacio para la discusión que se quiere adelantar con dicha escuela.

vez, de un comportamiento asimétrico de los inversionistas frente al riesgo”.

En efecto, según esta teoría, el fiasco de la hipótesis de mercados eficientes es, entre otras, resultado de “que los inversionistas no tienen las mismas actitudes frente al riesgo, cuando la perspectiva que se les presenta es la de tener ganancias que cuando se trata de experimentar pérdidas. En la lógica de la teoría de la incertidumbre se diría que los inversionistas tienen en la mente dos funciones de distribución de probabilidad, esquizofrenia que implica comportamientos diferentes cuando el mercado manifiesta una tendencia a la baja a cuando se evidencia un proceso alcista. Se habla entonces de un sesgo inducido por el tercer momento del análisis de una variable aleatoria”.

Como lo señala el documento que venimos citando, “los experimentos de estos teóricos dieron lugar a considerar a los paradigmas de la teoría moderna como casos particulares en los que opera la consistencia del inversionista frente a situaciones iguales pero presentadas de manera diferente. La opinión es que hay un fallo en la invarianza; no se puede demostrar la transitividad en la escogencia, axioma básico de la teoría de la utilidad bajo incertidumbre. La consideración en el

análisis de riesgo del modelo normal queda sujeta a trascendentales pruebas de verificación previa. Recuérdese que esta función presupone que en el período de estudio la variable tiene una media y una varianza constante. Se requiere entonces un enfoque que identifique los cambios en la varianza como objetivo primario del estudio de variables de mercado. De hecho el uso intensivo de modelos con varianza cambiante (heterocedásticos) en el mercado es una aceptación pragmática de la defunción de la anterior teoría de mercados eficientes”<sup>75</sup>.

Pero no paran aquí los desarrollos novedosos aportados por la llamada “behavioral finance”. En efecto, esta escuela sostiene que los mercados son, en muchos casos, ineficientes, lo cual implica que:

- incurren sistemáticamente en error al valorar los activos,
- que tales errores generan tendencias, que activos con características particulares tienden a producir mayores retornos,
- que el mercado tiene un mapa topográfico de retorno esperado, con zonas malas y zonas buenas y, en consecuencia, que hay que ir hacia las zonas buenas y evitar las malas.

75 Ibid. Aprovechemos esta nota para señalar que en el documento citado hay aquí una remisión al texto extraordinario de Peter L. Bernstein, titulado *Against the gods; the remarkable story of risk*, publicado por Jhon Wiley and Sons.

La advertencia que la escogencia que hacen los agentes económicos es un proceso contingente, en el cual la norma es la presencia de comportamientos “irracionales”, llama la atención sobre un cambio en la lógica de la investigación económica: antes que construir el modelo se debe verificar y caracterizar cuál es el comportamiento prevaleciente de los agentes. Hasta aquí la cita del documento “Grupos de investigación en finanzas”.

Ahora bien, ¿qué objeciones se le pueden formular a una elaboración conceptual como ésta, cuando se ha mostrado que la misma se hace cargo de aceptar hechos manifiestos en los desarreglos actuales de las finanzas y de proveerles una explicación plausible?

Para dificultar aún más mi tarea, toda vez que la pretensión es combatir este enfoque en sus aspectos centrales, hay que señalar que esta elaboración se funda en unos presupuestos epistemológicos que, por lo menos, son bastante antiguos. Acaso la mejor manera de presentarlos sea haciendo referencia al tráfuga (conceptualmente hablando, se entiende, pues, después de encajar como teórico de los mercados eficientes el premio Nobel, se fugó hacia las toldas comportamentalistas en finanzas) de Fischer Black quién, en el ya citado artículo, sienta, aunque sea a posteriori (como casi siempre

ocurre: véase el caso Newton-Kant), los presupuestos epistemológicos con base en los cuales se ha construido la *behavioral finance*. Allí, en efecto, Black, explicitando las bases sobre la que se funda la *behavioral*, sostiene que...

“incluso gente con alto entrenamiento parece, empero, cometer cierta clase de errores consistentemente. Por ejemplo, existe una fuerte tendencia en la observación de datos que lleva a asumir que, cuando dos eventos con frecuencia ocurren juntos, el uno es causa del otro. Existe una tendencia aún más fuerte a asumir que el que ocurre de primero es la causa de aquel que ocurre de segundo. Estas tendencias son fáciles de combatir en los casos más simples. Pero parecen regresar en forma subrepticia al foro, cuando los estudios econométricos se vuelven más complejos. Es por eso que a veces me pregunto si nos es posible obtener conclusión alguna a partir de los resultados de los estudios de regresión<sup>76</sup>”.

Cualquiera que haya frecuentado la literatura epistemológica reconocerá el aire de familia, de la familia del empirismo inglés de Locke, de Berkeley y de David Hume, en estas afirmaciones, aunque quepa pensar que Hume no suscribiría, sin más, el aserto referente al fácil combate en los casos más simples.

Y no lo suscribiría pues, para Hume, aun en los casos más simples, lo que debe ser puesto en cuestión en el conocimiento humano es justo el concepto de causalidad, que Black *le*

76 Véase, “Advances in Behavioral Finance”, Op. cit. p. 11. La traducción es mía.



*veda sólo a la econometría* al sostener que...

“los estudios econométricos que implican variables económicas son de difícil interpretación por dos razones: primero, porque los coeficientes de las regresiones nos dicen poco sobre las relaciones causales, incluso cuando las variables son observables; y segundo, porque las variables están sujetas a muchos errores de medida, y éstos están probablemente relacionados con los valores verdaderos de las variables”<sup>77</sup>.

El argumento de Black continúa diciendo que...

“si fuéramos capaces de observar la economía en un punto dado del tiempo con dos niveles de precios distintos, veríamos que el equilibrio real es, en buena medida, independiente de los niveles de precio y de tipos de cambio, y podríamos designar a esta situación como “paridad de poder de compra”. Pero puesto que nos toca observar a la economía en la medida en que evoluciona a través del tiempo, no podemos constatar la vigencia de la paridad de poder de compra. Lo que vemos ocurrir son cambios en los precios, acompañados de fluctuaciones en el nivel de actividad, mientras que los tipos de cambio y la oferta monetaria están cambiando. Pensamos entonces que los tipos de cambio y la moneda están causando los cambios en los precios relativos y en el nivel de actividad. Pero esto sólo se debe al ruido que nubla nuestra vista”<sup>78</sup>.

El ataque de Black contra sus adversarios en la econometría se mueve, pues, en dos niveles distintos: ataca, por un lado, la posibilidad de servirse del concepto de causalidad en la econometría y, por el otro, señala que, en esos modelos econométricos, lo que se formaliza es el ruido.

En este asunto, toca señalar que, en contraste con Black y en contraste con sus ancestros directos (que fueron Locke y Berkeley), Hume es el iconoclasta por antonomasia pues, para decirlo en términos de Cassirer,

“Toda la crítica empírica hasta ahora había respetado sin la menor impugnación, la vigencia metafísica del concepto de causa”<sup>79</sup>,

contra el cual Hume enfilará sus baterías, cosa que hará arguyendo que...

“es claro, en primer lugar, que no es ninguna *conclusión intelectual* la que nos lleva del conocimiento de la causa a la del efecto. Toda conclusión silogística se basa por entero en el principio de la identidad: no hace más que expresar de un modo consciente y por separado lo que de antemano se contiene ya por entero en las premisas de que se parte. Ahora bien, ningún análisis podría jamás descubrir y poner de manifiesto el *concepto* de un efecto determinado y concreto en el concepto de su

77 Ibid., p. 12.

78 Ibid., p. 18.

79 Véase, Cassirer Ernst. (2003). *El problema del conocimiento*, tomo II, México, Fondo de Cultura Económica, p. 306.

causa. Todas las tesis de la ciencia de la naturaleza consisten en vincular a un determinado complejo de condiciones un resultado *distinto* de ellas, el cual por lo tanto no puede llegar a obtenerse por medio de la simple consideración del material de las representaciones y de la clasificación de sus distintos elementos.

“Desde un punto de vista lógico, sería igualmente legítima y admisible la vinculación de una causa concreta cualquiera con cualquier efecto, fuera el que fuese, y frente a esto es la experiencia la única que puede poner coto y levantar una barrera fija. La coacción de los hábitos empíricos crea aquella conexión que ninguna necesidad del pensamiento es capaz de producir y garantizar”<sup>80</sup>.

Ahora bien, como lo señala Cassirer, este argumento de Hume no era cosa nueva y si se hubiera detenido aquí,

...

“si este fuese el meollo y el contenido de su doctrina, es evidente que no se sobrepondría en ningún punto al escepticismo de los antiguos. Ya los antiguos habían desarrollado en una teoría completa y coherente, sin limitarse simplemente a esbozarlo, el pensamiento de que la causa y el efecto no se hallan unidos entre sí por ningún nexo *conceptual*, sino que se limitan a evocar asociativamente en la representación la combinación o el entrelazamiento usual bajo el que se nos presentan en la experiencia. Todo lo que sabemos acerca de una supuesta eficiencia descansa única y exclusivamente en el recuerdo de la combinación anterior entre dos procesos, uno de los cuales precede al otro y lo determina”<sup>81</sup>,

pero Hume, y esa es su grandeza, fue más allá pues, habiendo llegado al punto señalado, se preguntó:

“¿Cómo concebir que la *espera*, basada íntegramente sobre un fundamento subjetivo, coincida con el curso que la naturaleza sigue en todos sus fenómenos y se vea continuamente confirmada en él?”<sup>82</sup>

Cassirer señala entonces que, con esta pregunta, Hume estaba incursionando en un terreno nuevo, incluso dentro del escepticismo pues, hasta entonces, “la experiencia (había sido) concebida como la panacea universal y como la clave de toda la investigación”, pero, con la pregunta de Hume...

“(la experiencia) se convierte ahora en un *problema* insoluble. Su vigencia no se presupone ya de un modo simplista, sino que, lejos de ello, constituye el verdadero enigma que se trata de descifrar. La *justificación* de nuestras conclusiones causales no puede buscarse ni en el razonamiento lógico ni en la experiencia misma. La experiencia no puede explicar nada ya que es, en realidad, su propio fundamento, lo que se halla en tela de juicio”<sup>83</sup>.

Y no puede hacerlo porque...

“Cabe comprender que el recuerdo nos permita evocar de nuevo, registrar y describir los casos pasados, que nos han sido suministrados por las percepciones; pero resulta de todo punto inconcebible cómo, partiendo de

80 Cassirer, Op. cit., tomo II, p. 308.

81 Ibid., p. 309.

82 Ibid.

83 Ibid., 309.

nuestras observaciones limitadas y concretas anteriores, podemos abarcar con la mirada y determinar la totalidad de los futuros acaecimientos... el simple concepto de una “conclusión de experiencia” (de una *experimental inference*) implica, por tanto, una grosera petición de principio, puesto que presupone como valedero precisamente aquello que se trata de demostrar”<sup>84</sup>.

Como lo señala Cassirer, “no es una actitud puramente escéptica y externa la que se manifiesta en estas palabras, que expresan en realidad la idea central de la teoría de Hume”, y el Hume maduro, el de la “Enquiry concerning human understanding”, la llevará al extremo, poniendo en cuestión incluso el concepto de probabilidad.

Para citar de nuevo a Cassirer, leamos...:

“Suele interpretarse la doctrina de Hume en el sentido de que pone en duda la certeza demostrativa de nuestros juicios causales, concediéndoles solamente el rango de simples conjeturas basadas en la *probabilidad*. Con esto, se tergiversan totalmente el sentido y el propósito fundamental de su pensamiento... (pues según Hume) para poder designar un acaecimiento como “probable”, debemos tener presentes las condiciones concretas de las que depende y cotejarlas en el pensamiento con otras circunstancias que determinan un resultado distinto... (lo que no es posible) si no tomamos ya como base un orden *fiijo* y

*permanente* del acaecer... La afirmación de la “probabilidad” incluye, por lo tanto, aquella *certeza objetiva* cuyo derecho pone en duda Hume”<sup>85</sup>.

El colofón de esta doctrina es...

“Que el sol volverá a salir mañana es una afirmación probable, en el sentido de que se apoya en la apariencia psicológica de la verdad; pero, objetivamente considerada, esta hipótesis no es, ni en lo más mínimo, más fundada que la inversa”<sup>86</sup>.

Por cierto, esa conclusión significa la...

“quiebra patente de toda filosofía que pretendiera dar alguna información científica sobre el mundo por medio de la ciencia de la naturaleza o de la metafísica. La filosofía, en tanto que ciencia última, demuestra que toda ciencia relativa a hechos es irracional, y no es, pues, una ciencia”<sup>87</sup>.

El problema, empero, y por ello es que Hume es un gran pensador, es que el fundamento del que ha partido es irrefutable, toda vez que, como lo ha dicho, *la espera* se basa sobre un fundamento íntegramente subjetivo, puesto que, verbigracia, una piedra no es capaz de esperar nada, y el problema es que cualquier juicio, o cualquier conclusión de experiencia o aun cualquier saber requiere, para po-

84 Ibid., 310.

85 Ibid., 311.

86 Ibid., 312.

87 Husserl Edmond. (1990). *Philosophie première*, tomo I, París, Colección Epiméthée, Presses Universitaires de France, p. 258. La traducción es mía.

der ser formulado, de un sujeto que lo viva, que tenga de él conciencia. En otras palabras, Hume acierta en forma plena al señalar que, en la base de todo saber, como soporte, se requiere de un sujeto que sepa o pueda saber lo que se sabe en el saber. El yerro está en creer, primero, que dicho saber, en el caso de las conclusiones de experiencia, sólo deriva de los principios de asociación de las representaciones o de los recuerdos varias veces repetidos y que se fundamenta, entonces, en la repetición y en nada más; y en conceptualizar, en segundo lugar que, puesto que el soporte del juicio, quien lo efectúa, es un sujeto, entonces sólo tiene un valor subjetivo. Y son yerros porque:

1. Como lo señala Heidegger en “La pregunta por la cosa”, las conclusiones de experiencia del tipo “Puesto que el sol brilla, por eso se calienta la piedra”, expresan un conocimiento de orden conceptual, un

“conocimiento que liga al sol y a la piedra no en razón de la sucesión, que sólo se puede establecer en cada momento subjetivamente, de las percepciones correspondientes, sino que están captadas en los conceptos de causa y efecto universalmente en sí, tal como ellos están en sí y en relación recíproca”<sup>88</sup>.

Pero como también lo dice Heidegger, este tipo de juicios no son producto de

que el calentarse de la piedra por obra del brillo del sol se repita varias veces; lo que ocurre es muy otra cosa pues,

“El juicio perceptivo “cada vez que-entonces” no se transforma en el juicio de la experiencia “si-entonces” en forma paulatina y después de un número suficientemente grande de observaciones. Tal cosa es imposible... El juicio de experiencia exige en sí un nuevo paso, una manera diferente de representar lo dado, más exactamente representarlo en el *concepto*... la experiencia no nace “empíricamente” de percepciones, sino que se posibilita metafísicamente por un nuevo representar conceptual que anticipa de determinada manera lo dado, en nuestro caso los conceptos de causa y efecto. Con esto, se pone un fundamento para lo dado: principios”<sup>89</sup>.

2. A este yerro, que implica ignorar la función del concepto, se agrega un segundo, igualmente grave, de creer que debido a que, como lo ha señalado Hume en lo que hace a las *experimental inferences*,

“Todas las distinciones que yo establezco entre la experiencia auténtica y la experiencia engañosa, entre el ser y la apariencia, se efectúan en la esfera misma de mi conciencia, del mismo modo que cuando, a un grado superior, distingo entre el pensamiento evidente y el pensamiento no-evidente, entre lo necesario *a priori* y lo absurdo, entre lo que es empíricamente verdadero o falso... Toda prueba y toda justificación de la verdad y del ser se cumplen enteramente dentro de mí y su resultado es un carácter del *cogitatum* de mi *cogito*.

88 Heidegger, Martin. (1964). *La pregunta por la cosa*, Ediciones Sur, p. 134.

89 Heidegger, Ibid., p. 135. El subrayado es mío.

Y es ahí que está el gran problema. Es comprensible que, en el dominio de mi conciencia, en el encadenamiento de los motivos que me determinan, llegue yo a certidumbres, incluso a evidencias que se me imponen.

Pero ¿cómo todo ese juego, que se desarrolla en la inmanencia de mi conciencia, puede adquirir una significación objetiva?<sup>90</sup>

Entonces parecería que no hay manera de garantizar que lo que tenemos en el saber sea un saber del mundo y no una idea simplemente nuestra. A la pregunta planteada por el escepticismo, Husserl, con la audacia del genio, responde diciendo que...

“la toma de conciencia de sí trascendental de la fenomenología...(lleva a) afirmar que ese problema es un contrasentido. Es un contrasentido al cual ni siquiera Descartes mismo ha escapado pues él se equivocó sobre el verdadero sentido de su *epojé* trascendental y de la reducción al ego puro...Preguntémonos: ¿cuál es el yo con derecho de plantear tales cuestiones trascendentales? ¿Puedo yo plantearlas en tanto que hombre natural? Puedo preguntarme seriamente cómo salir de la isla de mi conciencia, cómo lo que en mi conciencia es vivido como evidencia puede adquirir una significación objetiva? Al aprehenderme yo mismo como hombre natural, a partir de ese momento mismo, ya he efectuado la apercepción del mundo del espacio, me apercibí a mí mismo como encontrándome en el espacio, donde poseo ya un mundo que me es ex-

terior. El valor de la apercepción del mundo ¿no está acaso presupuesto en el planteamiento mismo del problema? ¿No interviene en el sentido mismo de la pregunta?<sup>91</sup>

Como es obvio que interviene, queda entonces claro que todo saber, aunque sea humano, no por ello es subjetivo, como pretende Hume, o si es subjetivo, depende entonces, para utilizar la jerga de Kant, de la subjetividad trascendental, que es la base sobre la cual se constituye la objetividad. Por cierto, hay que decir, como lo dijeron Husserl y Heidegger, que los argumentos kantianos pecan, en este terreno, esto es, en el de la llamada “apercepción trascendental”, del grave defecto de ser particularmente oscuros, toda vez que, habiendo dicho Kant que el objeto real se constituye por obra de una síntesis de la intuición con las categorías, no tiene empacho en señalar que “se dispensa a propósito en este tratado de dar la definición de estas categorías, aunque esté en posesión de la misma”<sup>92</sup>. Esta negligencia de Kant está en la raíz misma de las posteriores derivas del pensamiento alemán a fines del siglo XVIII, que implicaron que, “no había acabado Kant de pegar el último ladrillo de su construcción teórica, cuando esta

90 Husserl. (1996). *Meditations cartésiennes*, París, “Librarie Philosophique J. Vrin”, pp. 138 y 139.

91 Ibid, p. 140.

92 Heidegger. (1982). *Interprétation phénoménologique de la critique de la raison pure*. Ed. Gallimard. p. 266.

ya se venía al suelo”<sup>93</sup>. Y tenía que derrumbarse toda vez que...:

“Kant...en el fondo... es incapaz de dar de las categorías una definición en la medida en que no introduce en la problemática la intuición pura del tiempo y con ella la imaginación”<sup>94</sup>.

Tenía que derrumbarse porque cabe decir que,

“¿aún si lo quisiera, Kant estaría ahora en capacidad de ejecutar un tal develamiento de origen (de las categorías)? Respuesta: ¡no! Pues Kant sólo ha puesto en evidencia la dimensión general del lugar de origen; no ha mostrado todavía cómo la síntesis pura de la imaginación pura se reporta al puro universo temporal y por qué puede en general reportarse. Tampoco ha mostrado en qué consiste la función específica de unión de la síntesis, donde se encuentra el fundamento último de la posibilidad de que varias cosas puedan serle dadas a un Yo; ni tampoco cómo esta pertenencia de lo diverso al Yo está ligada con la intuición pura del tiempo. Todo eso, Kant sólo lo ha mostrado en forma oscura y programática; todo eso es empero lo que debe previamente ser traído a la luz para que el lugar de origen de las categorías sea situado con suficiente claridad, y que a partir de ello el origen de las categorías pueda dejarse cumplir en forma expresa”<sup>95</sup>.

Por obra de esas carencias que señala Heidegger, por obra del...

“defecto fundamental y central del abordaje kantiano del problema categorial en general (fundado en) desconocimiento del problema de la trascendencia o, para decirlo mejor, sobre el olvido de la trascendencia como determinación originaria de esencia de la constitución de ser del *Dasein* (ser-ahí). Pues justamente el *Dasein*, en la medida en que existe fácticamente, no es un sujeto aislado, sino un existente que es esencialmente fuera de sí”<sup>96</sup>,

es que se derrumbó el edificio kantiano, en manos de sus sucesores. Y fue menester rehacer la empresa de Kant partiendo, es cierto, del fundamento establecido por Kant cuando dijo...

“El Yo pienso, la apercepción trascendental es por decirlo así él mismo una categoría, la categoría originaria, pues no necesita ser expresamente consignada”<sup>97</sup> (Lo que implica que)...“En sentido estricto, las categorías no son la sustancia, la causalidad, etc., sino Yo pienso la sustancia, Yo pienso la causalidad”<sup>98</sup>...

Pero procediendo a una toma de conciencia en el sentido en que

93 Hoyos, Luis Eduardo. *El escepticismo y la filosofía trascendental*, Bogotá, Siglo del Hombre Editores, Universidad Nacional de Colombia, p. 13.

94 Heidegger, *Interpretation phénoménologique...* Op. cit., p. 266.

95 Ibid.

96 Ibid., pp. 280-281.

97 Ibid., p. 327.

98 Ibid., p. 329.

“Si el Yo pienso es la categoría originaria... *todas las categorías* remontan, por esencia, a la libre autoligazón que caracteriza al sujeto como tal: se *fundan en el proyecto anticipador del horizonte unitario de la resistencia apriorica*”<sup>99</sup>,

proyecto en el cual juega un papel clave la imaginación, toda vez que, para refutar ahora a Borges (y confirmar así de nuevo cuán acertado fue Platón al desconfiar de los poetas, parientes cercanos de los sofistas), quien pretendió que

“la memoria erige al tiempo/sucesión y engaño es la rutina del reloj”,

eso de que la memoria erija al tiempo solo es predicable (y aún allí se yerra) del pasado. Pues si se le puede conceder a Borges que la memoria erige al pasado, toca señalarle que lo hace gracias a que en su auxilio acude, como acude también en auxilio del porvenir, constituyéndolo, la imaginación (que nos trae a la memoria la imagen del pasado y nos proyecta al porvenir), imaginación que aparece en la lectura fenomenológica como la respuesta a la formulación kantiana respecto del problema de la desconocida raíz común de las dos fuentes del conocimiento humano, esto es de la sensibi-

lidad y del entendimiento, puesto que es ella, la imaginación, el poder que constituye al tiempo, y el tiempo es, a su vez...

“ese tercer poder fundamental (de que hablaba Kant, el cual) no es simplemente una tercera fuente que crezca al lado de las dos primeras, ni tampoco que las mediatice solo a título de intermediario, sino que es por decirlo así una parte de la raíz misma. Lo que es más, ... esta raíz no es sino el tiempo captado radicalmente en su esencia...”<sup>100</sup>

Otra manera de decir lo mismo, es concederle a Hume que está bien, señor Hume, su resultado en el sentido de que nuestros resultados se fundan en la conciencia es indiscutible, innegable, puesto que todos se producen en el tiempo y este es intuición humana pura (fundada en la imaginación, como también está fundada en la imaginación la determinación de las esencias<sup>101</sup>), pero ello no les quita validez pues

“la conciencia no está separada del ser en ningún momento. No hay ninguna conciencia vacía a la que se contraponen objetos con los cuales se llena su vacío... la conciencia no tiene ningún “dentro”, es el fuera de sí misma”<sup>102</sup>...

99 Ibid., p. 330.

100 Ibid., p. 103.

101 Véase infra, nota 127.

102 Safransky Rudiger. (2003). *Un maestro de Alemania, Martin Heidegger y su tiempo*, Madrid, Colección Fábula, Tusquets Editores, p. 107.

como ya lo había señalado Heidegger al decir que el Dasein es un existente que es esencialmente fuera de sí. Volveremos más adelante sobre una de las maneras en que este Dasein se pone fuera de sí al examinar la manera en que lo hace cuando hace ciencia, pero por ahora regresemos a Black y señalemos que su tesis respecto de la imposibilidad de aprender algo sobre la realidad a partir de los modelos econométricos está calcada de la de Hume, pues su argumentación se dirige a probar la irracionalidad de la econometría.

Ese escepticismo, empero, está marcado, como todas las doctrinas de esta especie, por vicios redhibitorios.

¿Cuáles son tales vicios en Hume? La respuesta la obtenemos echando mano de Husserl, quien señala que...

“regresemos ahora de nuevo al *Treatise* de Hume y consideremos la manera en la cual establece los conceptos fundamentales y las leyes fundamentales... (proceso en el curso del cual) en el terreno de la conciencia interna deja desplegarse un mal empirismo que cree que la sola cosa que hay que operar aquí consiste en reducir los hechos de la conciencia interna a conceptos empíricos para poder establecer después, por inducción, leyes empíricas”<sup>103</sup>...

lo que ya es más que problemático cuando se sabe, precisamente gra-

cias a Hume y a su *Treatise*, que las inducciones no pueden tener sino una validez provisional. Es Hume mismo quién ha probado que todo razonamiento inductivo descansa sobre una asociación y que...

“la inducción solo podría tener una validez necesaria a condición de que los principios de la asociación fueran ellos mismos necesarios o, como lo diríamos nosotros, fueran susceptibles de una fundación absoluta. Ahora bien, precisamente Hume no recurre a esos principios originarios de todos los razonamientos empíricos, que son a sus ojos leyes fundamentales últimas de su psicología en general, sino a título de leyes establecidas simplemente por vía de la inducción... (estableciendo a su turno) leyes fundadas, no en una evidencia absoluta, sino más bien en una absoluta irracionalidad”<sup>104</sup>.

Es justo esa misma absoluta irracionalidad la que tipifica al conjunto de los desarrollos que presenta Black en el artículo citado, pues el mismo teórico que acaba de desechar a la econometría y de descalificar la posibilidad de un establecimiento inequívoco de una frontera entre las causas y los efectos, no tiene empacho alguno en fijar leyes tales como la de que...

“en la medida en que el ruido transaccional aumenta, se volverá más provechoso para los agentes transar con base en información,

103 Husserl. *Philosophie première...*, Op. cit., p. 244.

104 Ibid., p. 245.



pero esto sólo porque los precios incorporan en ellos mayor ruido...”<sup>105</sup>

ni tampoco se sonroja de afirmar que...

“se cuenta ahora con evidencia considerable de que los agentes no obedecen a los axiomas de utilidad esperada. Es motivo de preocupación especial el hallazgo de que los agentes están dispuestos a efectuar ciertas apuestas en orden a evitar pérdidas, pero se negarán a efectuarlas en caso de que supongan prospecciones de ganancia. ¿Puede esto ser consistente con la aversión al riesgo?”<sup>106</sup>

Antes de responder a esa pregunta, habría que preguntarle a Black: ¿puede un teórico, que le ha quitado el piso a la evidencia racional, ser consistente, cuando da muestras de una confianza tal en la inducción?

Pues, para decirlo en términos de Husserl, “esa confianza ingenua en la inducción no es otra cosa que un deplorable sucedáneo de la evidencia racional absoluta”<sup>107</sup>.

Pero, para no dejar sin respuesta la pregunta que se le formuló a Black, señalemos que su posición, aunque este viciada por inconsistencia, puede ser y prosperar, como son y han prosperado las elaboraciones conceptuales de la *behavioral finance*, en vías

de convertirse ahora en el paradigma dominante en las finanzas (siempre con el respaldo de los premios Nobel), que están ahí para probarnos que la respuesta es sí, que es posible declarar, como si eso no fuera un anatema, que...

“finalmente, una teoría es aceptada, no porque sea confirmada por test empíricos convencionales, sino porque los investigadores se convencen los unos a los otros de que la teoría es correcta y relevante”<sup>108</sup>.

Eso nos manda de regreso a la sofística griega y nos devuelve más precisamente hasta... ¡Protágoras!

En efecto, fue este personaje quién afirmó que “el hombre es la medida de todas las cosas, de las que son en tanto son, y de las que no son en tanto no son”. Su grupo de correligionarios, casi tan abundante como el grupo de los financieros comportamentalistas hoy por hoy, se caracterizaba por considerar “como una ilusión engañosa la idea de una verdad en sí”<sup>109</sup>, sustituyéndole como criterio de validación el asentimiento de los investigadores entre sí, que vuelve a ser ahora en Black el ácido (más bien dulzón) contenido en el crisol (pero entonces basta con cualquier palangana) en donde ha de

105 *Advances in Behavioral Finance*, Op. cit., p. 6.

106 *Ibid.*, p. 10.

107 Husserl Edmond. *Philosophie première*, tomo 1, p. 245.

108 *Advances in Behavioral Finance*, Op. cit., p. 13.

109 Husserl Edmond. *Philosophie première*, tomo 1, p. 10.

sumergirse la teoría para establecer su validez.

Por cierto, hay que agradecerle a Black sus declaraciones de sinceridad excepcional en cuanto a la raigambre epistemológica de la teoría que terminó por ser la suya al final de su vida, pues nos proveyó de una pista de reflexión preciosa de la que ahora trataremos de sacar los frutos...

Para dar comienzo a la labor de recolección de esta cosecha, hay que señalar que los sofistas fueron quienes le dieron a Platón el estímulo conceptual que lo mantuvo en vilo a lo largo de toda su existencia, inspirándole, no sólo el “Protágoras”, sino buena parte de sus otros diálogos: “El sofista”, el “Fedón”, el “Gorgias” o “La República” que escenifican, todos, el enfrentamiento encarnizado que el fundador de la ciencia y de la filosofía occidental libró contra quienes pretendían que la verdad era un algo relativo, una simple opinión, tan válida como cualquier otra o, para incluir a Black en esta discusión, la lucha contra la idea de que la verdad era aquella opinión que recogía los sufragios de la mayoría de los investigadores. Tal no era, por cierto, la idea que sobre la ciencia y respecto del saber tenían ni Sócrates, ni Platón, ni Aristóteles, pues éstos (el primero de los cuales hubo de pagarlo con la vida), son representantes de...

“una nueva humanidad surgida en Grecia (la humanidad filosófica, científica)...(que) se vio alentada a transformar la idea teleológica “conocimiento” y “verdad” característica de la existencia natural, y a adscribir a la idea por primera vez configurada “verdad objetiva” la dignidad superior, la dignidad de una norma para todo conocimiento”<sup>110</sup>.

Tal es el sentido del debate. Se trata, en otras palabras, de saber cuál es el significado de la labor científica, si es que tiene alguno, y de saber cuáles son las condiciones que tienen que satisfacer las elaboraciones conceptuales, para alcanzar, no el asentimiento de los muchos (preocupación comprensible acaso, en los políticos, pero que no perturbó a Sócrates, quien, por no atender al estado de opinión, perdió, por votación mayoritaria, la vida) sino para alcanzar la verdad.

Pues no es de otra cosa de lo que se trata en la ciencia. Que sea menester recordarlo solo prueba la miseria del presente. Hay, pues, que volver a apropiarse del sentido último de la tarea que impone el camino de la ciencia, desoyendo los cantos de sirena incesantes de la sofística, inclusive en su versión financiera.

Es esta una historia larga, que debuta con Sócrates, quien comprendió que, en el terreno ético de la vida personal de cada quien, siempre estaba presente una contradicción funda-

110 Husserl, Edmund. (1991). *La crisis de las ciencias europeas y la fenomenología trascendental*, Barcelona, Editorial Crítica, p. 127.

mental entre la opinión oscura y la evidencia, y forjó entonces un método para resolver los conflictos éticos, la mayéutica, que puede definirse como el método “de toma de conciencia de sí y de clarificación efectuadas con base en la evidencia apodíctica, considerada como la fuente originaria de toda verdad definitiva”<sup>111</sup>.

Su alumno Platón, quien después del asesinato de Sócrates debió huir de Grecia para, según sus propias palabras, privar a sus conciudadanos de la oportunidad de atentar por segunda vez contra la filosofía (pues también lo iban a matar), se dedicó en sus obras a...

“transponer a la ciencia el principio socrático de justificación radical... (guiado por la convicción de que) una vida racional auténtica, en particular una investigación y una actividad científicas verdaderas deben superar, en forma total y absoluta, la ingenuidad, a través de una clarificación y una toma de conciencia radicales, deben aportar en todas sus realizaciones- tal debe al menos ser su ideal- la justificación plena y suficiente en cada caso, lo que en últimas supone una justificación por medio de principios provistos por la evidencia”<sup>112</sup>.

El ideal de la ciencia es pues el de la evidencia, lo que ya de entrada signi-

fica, entre otras y contra Black, que la confirmación por test empíricos convencionales es uno de los criterios que toca conservar para valorar las producciones de la ciencia, pues es bastante más confiable que el acuerdo infundado de un cotarro de investigadores.

Pero la evidencia científica no se contrae a la confirmación de test empíricos pues, para decirlo en términos de Husserl<sup>113</sup>, la evidencia es la base de ese conjunto de saberes que denominamos ciencias, y en el saber...

“poseemos la verdad...(lo que implica que) para poder hablar de saber, en el sentido más estricto y riguroso, es necesaria además la evidencia, la luminosa certeza de que lo que hemos reconocido *es* o lo que hemos rechazado *no es*”.

Con fundamento en esa definición de la evidencia, definición que se precisa señalando que en la evidencia, la cosa o el “hecho”, no sólo es “apuntado” de manera lejana e inadecuada, sino que se hace presente en sí misma, por lo que el sujeto que juzga tiene de ella la conciencia inmanente (lo que ya dijera Platón al sostener que la verdad es criterio de sí misma), se puede entonces afirmar que “la idea de verdad cientí-

111 Husserl, Edmond. *Philosophie première*, tomo 1, p. 14.

112 Ibid., pp.15 y ss.

113 Las referencias que siguen son a las inmortales *Meditations cartésiennes*, París, Librarie Philosophique J. Vrin, 1996, a las *Investigaciones lógicas*, Madrid, Alianza Editorial, Colección Filosofía y Pensamiento, 1999 y a *Philosophie première*, Op. cit.

fica es la de un conjunto de relaciones predicativas fundadas o por fundar en forma absoluta, en la evidencia”.

Reiteremos que afirmar tales cosas significa ser fieles al decir platónico de que la ciencia es una opinión verdadera.

Ahora bien, sostener que los asertos de la ciencia son verdaderos quiere decir que tienen un fundamento racional en la evidencia, que están fundamentados, y fundamentado significa, a su vez, que tienen una forma unitaria.

Para decirlo de otro modo, y citar de paso al autor de estas maravillas, digamos que Husserl afirma...

“Que una verdad (no el juicio, sino la unidad de validez ideal) tenga un fundamento significa en expresión equivalente, que hay una demostración teórica que la refiere a sus fundamentos (teóricos, objetivos). El principio de razón se refiere única y exclusivamente a este sentido”.

Abundemos todavía en ese concepto clave y, recapitulando, señalemos que en ciencia:

- Las fundamentaciones tienen, *en primer término*, el carácter de complejos fijos, por lo que respecta a su contenido;
- Las fundamentaciones tienen en *segundo* término, algo de común, una constitución íntima homogénea, que expresamos claramente en la “forma del raciocinio”;

- Todo verdadero progreso del conocimiento se verifica en la fundamentación: ciencia implica forma unitaria;
- La teoría de la ciencia no sólo debe distinguir las fundamentaciones válidas y no válidas, sino también las teorías y las ciencias válidas y no válidas.

Son estos los parámetros a la luz de los cuales deben juzgarse las producciones científicas, pues “la ciencia aspira a darnos multiplicidad de saber; pero no *mera* multiplicidad. Tampoco la afinidad de las cosas constituye la unidad característica en la multiplicidad del saber. Un grupo de conocimientos químicos aislados no justificaría ciertamente la expresión de “ciencia química”. Manifiestamente es necesario algo más, a saber, *conexión sistemática en sentido teórico*”.

Ahora bien, ¿cuál es el camino para obtener un grupo tan amplio, tan exigente y tan complejo de resultados?

La respuesta que en este campo da la fenomenología judío-alemana (recuérdese la célebre frase de Husserl al respecto, cuando dijo: “la fenomenología alemana somos yo y Heidegger”, ¡en ese orden!), bebiendo de la fuente inagotable de Platón, no es unívoca y su carácter dúplice es señal de la divergencia que terminó conduciendo a la ruptura que separó

a Heidegger de Husserl, pues mientras que los argumentos de ambos coinciden en la forma de raciocinio, esto es, tienen una constitución íntima homogénea, se sirven, empero, de términos distintos para señalar esa mismidad. Así, por ejemplo, lo que en Husserl se designa como “intuición ante-predicativa”, en Heidegger se llama “comprensión pre ontológica”, y esta alteridad es clave para entender la tragedia personal que ensombreció los últimos años de Husserl, el Layo de este Edipo. Empero, omitiremos adentrarnos en las honduras de ese debate, que no vienen al caso para el argumento que habremos de presentar; dicha presentación la haremos adoptando la jerga de Heidegger y no la de su maestro, aunque con ello pequemos por ingratitud, como pecaron los contemporáneos de Husserl, y sucumbamos al embrujo irresistible de la palabra de Heidegger<sup>114</sup>, a su claridad expositiva incomparable, sin que ello implique una aceptación de las doctrinas que terminaron alejándolo de Husserl (que por cierto también exponía muy bien).

Al abordar, por fin, el problema de cuál sea el camino para obtener un grupo tan amplio, tan exigente y tan

complejo de resultados como los reclamados por la ciencia y haciendo gala de una consistencia similar a la de las doctrinas escépticas o de las del comportamentalismo en las finanzas, esto es, siendo del todo inconsistente, pues aunque acabo de prometer que he de apoyarme en Heidegger, me introduzco en el tema señalando, con Husserl, que, en la ciencia, la evidencia perfecta y su correlato, la verdad pura y estricta, se presentan como una idea inherente a la tendencia del conocimiento; que de lo que se trata en ciencia es de cumplir la intención significativa, lo que ya ocurre en la vida corriente, pre científica, pero que hay una brecha que separa a la ciencia de la vida corriente: en esta última, aun cuando en ella la verdad o falsedad, la adecuación del juicio a datos evidentes, juegue un gran papel, es posible contentarse con evidencias relativas. No así en la ciencia.

Y no es así en la ciencia porque la finalidad de la ciencia, desde Platón y Euclides, pasando por Galileo, por Newton, por Einstein y por Bohr, y llegando incluso hasta el modelo de la EMT<sup>115</sup>, no es, ni puede consistir en otra cosa que la de “dar cuenta de lo existente, de su proveniencia y de

---

114 Sobre esta historia, es posible remitir al lector a Karl Löwith. *Heidegger, pensador de un tiempo indigente*, editado por el Fondo de Cultura Económica, libro curioso, en la medida en que acusa a Heidegger de haber sostenido... ¡las tesis que sostuvo!

115 Que también la EMT respondía a ese modelo está argumentado en mi artículo “Finanzas y epistemología”, *Odeon*, N° 2, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2005.

su dinámica”<sup>116</sup>, pero no de cualquier manera, sino a través de una operación particular, la operación de *objetivación*, lo que...

“significa que lo existente debe en adelante ser cuestionado por el cuestionamiento cognoscente como el existente que ya era. Someterse al cuestionamiento en cuanto a lo que es, en cuanto a la manera en que es, en cuanto a su proveniencia, es así como lo existente se enfrenta al cuestionamiento revelador... (de la ciencia)”.

La ciencia implica pues el cumplimiento del imperativo de Husserl y de Heidegger, resumido en lo que tiene que ser siempre su lema: “¡A las cosas mismas!”

Por cierto, una consigna semejante dista mucho de ser simple y su cumplimiento (hagámosle la venia a “*Quelle économie pour le XXI siècle?*”, libro magnífico de Jacques Sapir) pone al individuo delante de la pregunta de cómo se puede ir a las cosas mismas, cuando éstas se caracterizan por estar determinadas en niveles que son múltiples o, para citar al padre Marx, y a sus olvidados trabajos, por ser concretas, esto es “por ser unidad de lo diverso, síntesis de múltiples determinaciones...y por aparecer en el pen-

samiento como su resultado, aunque en realidad sean el verdadero punto de partida”<sup>117</sup>. ¿Por cuál camino entonces acceder a ellas?

La respuesta, se ha dicho, y vayamos ahora sí a Heidegger, es: la ciencia aborda las cosas objetivándolas. Y ¿qué es, pues, objetivar? La pregunta cabe, puesto que...

“Todo acceso a lo existente, todo comercio con él, lo revela sobre la base de una comprensión que es primero pre ontológica”.

Empero, la distinción que separa a la ciencia del mundo de la vida, la diferencia entre la comprensión ontológica propia de la ciencia y de los científicos y la pre ontológica que todos tenemos, es que en aquella, y en eso consiste la objetivación...

“es manifiestamente necesaria una elaboración *expresa* de la comprensión del ser. La esencia de la objetivación reside en el cumplimiento expreso de *esta* comprensión del ser en donde se vuelve comprensible la constitución fundamental del existente a objetivar”.

Para entender este asunto, hay que comenzar por recordar la célebre sentencia kantiana, que dice...

116 Esta cita y las que siguen están tomadas de diversas obras de Heidegger; se trata de la *Interpretation phénoménologique de la “Critique de la raison pure de Kant*, en Gallimard, 1982, de *La pregunta por la cosa*, en ediciones Sur, 1964, así como de *Kant et le problème de la métaphysique*, en Gallimard, 1983.

117 Marx Carlos, “Prefacio a la Introducción a la crítica de la economía política”.

“Afirmo que en cada doctrina particular de la naturaleza sólo se encontrará tanta ciencia auténtica cuanto matemática haya en ella”.

Y, ¿en qué consiste ese carácter matemático de la ciencia auténtica, ya presente con todos sus ingredientes en los diálogos de Platón, en particular en el célebre diálogo que nos presenta a un esclavo ignorante alcanzando, en una discusión con Sócrates, que se limita a obligarlo a explicitar su saber natural, verdades matemáticas elaboradas?

La respuesta es la de que, en las matemáticas, y en general en el saber auténticamente científico, aquello de que ahora tomamos conocimiento, no ha sido extraído de ninguna cosa: tomamos lo que ya nosotros mismos tenemos de alguna manera, verificándolo, cumpliéndolo, en una operación que, al confrontar y al unir el punto de partida con el resultado, llamamos “síntesis de verificación”.

Esta conciencia sobre la verdadera naturaleza del método científico, que es matemático o es matemático, pues en otro caso no es científico, es uno de los desarrollos de los que Kant reclamaba con mayor fuerza la paternidad, al punto de haberle dado, como a un hijo, nombre propio: Kant se jactaba a este respecto de haber operado el “giro copernicano”, el cual, empero, no es de fácil interpretación, toda vez que, citemos a Heidegger,

“Puesto que la proposición, el enunciado, el poner y el decir, son acciones del hombre,

resulta que no es el hombre quien se rige por las cosas, sino las cosas las que se rigen por el hombre, por el sujeto humano”.

Y es copernicano porque Copérnico probó que no era el universo el que giraba en torno de la tierra, sino al revés.

Pero ese giro kantiano, sin embargo, no puede implicar, pues lo efectúa un científico serio como Kant, y no cualquier Fischer Black, que

“lo existente efectivo pudiera ser malinterpretado y disuelto en pura representación subjetiva”,

sino que hay que interpretarlo, dice Heidegger, en el sentido de que...

“Un saber que no pone a sabiendas su fundamento, limitándose en él, no es un saber sino sólo un opinar. Lo matemático, tomado en el sentido original de aprender a conocer aquello que ya se conoce, es el presupuesto fundamental del trabajo “académico”,

y lo que se impone entonces es explorar la manera, el camino por el cual, partiendo de sus propios fundamentos, la subjetividad es capaz de trascenderse y de alcanzar lo real.

Y es que, en efecto, también la elaboración científica, en general, parte de fundamentos puestos por los hombres, y no de la desnuda empiria. El punto de partida, nos dijo Heidegger, es “la elaboración *expresa* de la comprensión del ser”, que lo que hace es volver comprensible la constitución fundamental del ente que se examina

y demostrarla. Explicitando el tema, Heidegger señala que

“si se quiere decidir sobre el qué y el cómo del ente... debe haber manifiestamente antes... un preconceito del ente en general, que guíe esa determinación. Sobre todo donde este pensamiento se comprende matemáticamente y se fundamenta a sí mismo como matemático, el proyecto de aquello que el ente en general es como tal, debe ponerse expresamente como fundamento de todo”.

Eso nos indica simplemente que la ciencia requiere como punto de partida de una definición apropiada del objeto (de su qué, de su cómo, de su de dónde y de su por qué) que decide hacer suyo, para verificarlo en el punto de llegada. Eso es resumido por Heidegger cuando dice que la interpretación legítima del sentido de la “revolución copernicana” consiste en que en la ciencia...

“La verdad óptica se conforma necesariamente a la verdad ontológica (para lo cual es necesario que) *el conocimiento óptico de lo existente deba estar siempre ya orientado por un conocimiento ontológico*”.

Obvio que ya allí comienzan los problemas que dieron al traste con las elaboraciones conceptuales cuya quiebra es ahora patente, pues, habiendo omitido en la mayoría de los casos partir de un proyecto de ser de las finanzas

que explicitara el papel central que en ellas juega la moneda, pero siendo a la vez patente que la moneda fue el hogar en donde comenzó la crisis actual, toca reintroducirla a las patadas en la explicación, y es allí que funge Greenspan como chivo expiatorio y aparecen los Jacques de Larosièrre, ex gerente del FMI y asesor de Zarkozy en el tema de la reforma financiera<sup>118</sup>, para explicar que las políticas monetarias acomodantes, al generar un aumento de la liquidez (lo que se ve en el hecho de que el agregado monetario más amplio como porcentaje del PIB pasó de 100 en el 95 a 130 en 2007, en tanto que el crédito al sector privado de 100 a 137), llevaron a una configuración de dinero fácil y baja tasa de interés que, a su vez, condujo a un deterioro de la calidad del crédito; la competencia por acordar crédito llevó, a su vez, a una reducción general del margen de intermediación, disminuyendo la protección bancaria. Este conjunto de factores configuró una situación que se definía entonces por: exceso de liquidez, tasa de interés baja y apetito excesivo por riesgo, lo que, siempre según Larosièrre, es típico en todas las pre-crisis.

Ahora bien, ese género de explicación de la crisis a la que ahora se han entregado de pies y manos todos los que ayer, blandiendo la espada de

118 Véase el artículo de Larosièrre, “Titularización y crisis”, en *Crise financière: analyse et propositions*, Op. cit.



la eficiencia del mercado, impusieron el modelo de capitalismo financiero, omite cumplir con la tarea fijada por Sócrates y por Platón de “superar la ingenuidad, a través de una clarificación y una toma de conciencia radicales”, pues le da un entierro de pobre a la otrora cacareada eficiencia de los mercados, e implica la reintroducción del andamiaje conceptual típico del FMI en los programas de ajuste de otras épocas, sin dar cuenta en verdad de qué fue lo que ocurrió. ¿Habría, según eso, bastado con restringir la oferta monetaria y jalarle a las, acostumbradas por Laroisière, curas de austeridad, para evitarnos esta crisis, cuya raíz pues no está sino en el llamado “put Greenspan”?

Al respecto, se impone repetir, en primer lugar, lo que sostiene Lordon cuando dice:

“Hay que señalar incidentalmente que todos aquellos que, después de haber ensalzado a Alan Greenspan durante sus años de gloria y que ahora lo defenestran por asno y lo señalan como culpable de todos los males estadounidenses, olvidan con rapidez que su política monetaria no hizo sino mostrarse funcionalmente adecuada a los requisitos del capitalismo desregulado. Si, con esas estructuras invariantes, hubiera conducido otra política, nunca el crecimiento estadounidense habría sido lo que fue. Lo que no tardará en verse una vez seco el tanque: el carburante del cré-

dito va a hacer mucha falta... Pues se está evaporando...”<sup>119</sup>

Pero este señalamiento de orden práctico, con todo y la importancia que tiene, no responde a la pregunta que ahora nos preocupa y que dice relación con si la teoría financiera, con su proyecto de ser, con su croquis previo de qué son las finanzas, con su preconcepto de tal ente, se verifica en la crisis actual.

Por lo que hace a la hipótesis de mercados eficientes, está claro, pero ya lo estaba desde antes, que no se verifica, y puesto que hasta *The Economist* le expidió el acta de defunción, vamos a terminar de enterrarla señalando simplemente que una teoría que en su preconcepto del ente en general de los mercados de valores los definió como el mecanismo apropiado para valorar el capital *ajustado de riesgo*, tiene que atragantarse hasta la muerte con la espina que constituye el hecho de que...

“De 2001 a 2005, el *spread* de los créditos subprime a 30 años bajó de 225 a 175 puntos de base, reduciendo así el costo para los hogares más riesgosos. La participación de créditos *subprimes* titularizados en el conjunto de créditos hipotecarios creció en 25%...Por último los territorios que tuvieron la expansión más fuerte de créditos titularizados entre 2001 y 2005 fueron los mismos en donde la tasa de mora progresó más entre 2005 y 2007”<sup>120</sup>.

119 *Jusqu'à quand: pour en finir avec les crises financières* París, Raisons d'agir, 2008.

120 Aglietta y Rigot, Op. cit.

Más complicada es la evaluación de la *behavioral finance*, pues la misma nos había dicho desde el comienzo que los mercados incurren en errores al valorar los activos y que la normalidad supuesta en el sendero que siguen los activos financieros está sujeta a pruebas de verificación previa y no puede ser una petición de principio. También nos había señalado la dicha teoría que lo que “se requiere entonces es de un enfoque que identifique los cambios en la varianza como objetivo primario del estudio de variables de mercado”<sup>121</sup>.

¿Cuál puede ser, entonces, el pecado de este enfoque?

El problema es que esta teoría sigue siendo tributaria del enfoque ingenieril que caracterizó el modelo científico de la hipótesis de mercados eficientes<sup>122</sup>, enfoque que Lordon tipifica como de “probabilismo objetivo”, pues es un enfoque que, por cierto, renuncia a la hipótesis de normalidad y que opta por las “bifurcaciones” y los cambios de régimen (la tal esquizofrenia de los inversionistas), pero siempre con el objetivo de modelizarlas, creyendo que la tarea consiste en poder...

“capturar la ‘buena densidad de probabilidad’ lo que equivale sin más a creer que existen ‘leyes de la naturaleza financiera’<sup>123</sup>.”

Y sigue diciendo Lordon:

“André Orléan mostró en qué medida este postulado, en apariencia inocente, era frágil. Y en qué medida era mucho más pertinente el enfoque alternativo consistente en considerar que “la” densidad de probabilidad no cae del cielo de las “naturalezas objetivas”, sino que es el producto endógeno de las interacciones de los operadores financieros. Eso equivale a decir que es variable puesto que esas interacciones son susceptibles de experimentar regímenes muy distintos. Y es precisamente en eso en lo que consiste una crisis financiera: en un *cambio de régimen*”<sup>124</sup>.

Pues lo que verifica la crisis actual en este campo teórico es la pertinencia del enfoque construido por Orléan en *El poder de las finanzas* respecto de la naturaleza convencional de las finanzas.

Es, pues, para perseverar en el carácter matemático genuino de las finanzas que se impone entender por fin que las finanzas... ¡son una ciencia social!

Y que su tema por excelencia, cuando se trata de la dinámica de los precios de los activos financieros, es

121 Véase supra.

122 Sobre esta pretensión ingenieril, véase mi “Epistemología y finanzas”, ya citado.

123 Lordon, Op. cit.

124 Ibid.

un tema que sólo puede capturarse cuando se echa mano de la manera como se forman, se imponen y se desagregan las convenciones que estructuran al vector de precios de los activos, convenciones que son “producto endógeno de las interacciones de los operadores financieros”.

Es solo con esta posición, que se puede dar cuenta unitariamente de lo ocurrido en el campo de las finanzas, que se puede entender por qué por de pronto los inversionistas transmutaron sus distribuciones mentales de frecuencia sin atribuirles una locura repentina, sino siguiendo el comportamiento racional que, como individuos, han seguido exhibiendo al, verbigracia, devolverle a los bancos en dación de pago, los tiestos o los inmuebles desvalorizados que estuvieron pagando en forma racional mientras el valor de la deuda con la que los habían adquirido fue inferior al valor de mercado de los dichos tiestos, pero que ahora entregan, mostrándose fieles a la asunción de base del modelo para calcular la distancia a la mora de Merton, en el sentido de que son una mano de oportunistas que no pagarán los créditos cuando éstos cuesten más que los bienes con ellos adquiridos, mostrándose, pues, otra vez racionales.

Abundemos todavía en las razones por las cuales toca preferir este enfoque al de la *behavioral* apoyándonos en la frase que se ha citado de Husserl res-

pecto de las fundamentaciones; Husserl nos ha señalado, en efecto, que:

Todo verdadero progreso del conocimiento se verifica en la fundamentación: ciencia implica forma unitaria,

y el problema es que se nos cuele ahora por la ventana un factor que nos arruina la unidad: la esquizofrenia de unos actores que, empero, siguen actuando razonablemente al devolver sus tiestos. Nótese que la crítica no versa sobre si hubo o no un cambio en la distribución de frecuencia mental con la que trabajan los actores, pues al respecto se debe conceder que el cambio se produjo. Pero el problema de la ciencia no se contrae al qué, sino que hay que dar cuenta del “¿por qué?”

Cambiaron las distribuciones, pero los agentes siguieron siendo racionales, es más, fueron racionales al cambiar su distribución mental de frecuencia, modificándola en pro de una nueva que se hace cargo de que la ley de la gravedad también opera en los precios de los activos financieros y al percibir que, como dice la canción, “todo lo que sube tiene que caer”.

Para mantener la unidad de la explicación, esto es, para no incurrir uno mismo como investigador en la esquizofrenia que alegremente se le atribuye a los inversionistas, se impone entonces rechazar la noción de irracionalidad de unos actores que se muestran razonables, pues esta aparece con el mismo estatus que las hipó-

tesis *ad hoc* con las que sin cesar los partidarios de la astronomía de Ptolomeo trataron de oponerse a las tesis de Copernico.

Y esas hipótesis *ad hoc* son signos, si hemos de creerle a Heidegger, de una dimisión del pensamiento, que chambonea y se muestra, el sí, irracional, cuando pierde de vista que una de sus misiones esenciales es la construir conceptos. Refiriéndose a la determinación kantiana del pensamiento y del concepto, Heidegger señala en efecto que...

“el representar conceptual, formador del concepto es primariamente el apuntar a esta unidad que abraja a la comunidad... *Esta abstracción primaria, esta toma de perspectiva sobre la unidad que abraja la comunidad como forma del concepto es la esencia del acto que Kant llama reflexión*”.

Es la falta de unidad de explicación, la ausencia de toda reflexión, la que se echa de ver en la elaboración empirista de las finanzas comportamentales, que, a la manera de Hume, el padre de todos esos mugres, dan muestras de una “confianza ingenua en la inducción que no es otra cosa que un deplorable sucedáneo de la evidencia racional absoluta”, evidencia racional sobre cuya base, nos dice Husserl, es que puede alcanzarse una

*conexión sistemática en sentido teórico*. Y es que las ciencias, no solo las exactas, sino las de la vida, deben, y además, pueden, lograr ese objetivo de alcanzar una conexión sistemática en sentido teórico pues, para comenzar, hay que señalar que...:

“todo objeto individual posee un fondo eidético, *su esencia*”<sup>125</sup>.

¿Qué es la esencia?

Ello se precisa al señalar que...

“Un objeto individual no es sólo una cosa individual, un “esto ahí”, algo único; por el hecho de que tiene “en sí mismo” tal o cual constitución, tiene su *especificidad*, su haz permanente de predicados *esenciales* que le sobrevienen necesariamente (en tanto que es tal que en sí mismo él es) de tal suerte que otras determinaciones, secundarias y relativas éstas, puedan sobrevenirle”<sup>126</sup>.

Esta esencia es determinable en principio por dos posibles vías:

“La pura esencia puede ser ilustrada por ejemplos de carácter intuitivo tomados de los datos de la experiencia... pero también de los simples datos de la imaginación. Es por eso que, para captar una esencia en persona y de manera *original*, podemos partir de las intuiciones empíricas correspondientes pero también de intuiciones sin relación con la experiencia y que no alcanzan la existencia, de intuiciones puramente ficticias”<sup>127</sup>.

125 Husserl. (1985). *Idées directrices pour une phénoménologie*, Gallimard, p. 31.

126 Ibid., p. 18.

127 Ibid. En el texto aparece en nota de pie de página la siguiente aclaración, más que pertinente-

Establecidas esas esencias, verbi-gracia, establecido que la densidad de probabilidad emerge de las interacciones de los operadores, vemos entonces confirmarse el aserto de Husserl cuando dice...:

“(ninguna de) las ciencias de hecho puede permanecer al margen de algún conocimiento eidético... primero porque va de suyo que una ciencia basada en la experiencia, todas las veces que procede a un encadenamiento mediato de juicios debe conformarse con los principios formales de que trata la lógica formal.... *Segundo*, porque todo hecho incluye un fondo eidético de orden material, y toda verdad eidética ligada a las esencias puras envueltas en esta estructura debe engendrar una ley que rijan los casos empíricos dados así como todo caso posible en general”.

El caso empírico que nos ocupa está regido por el conocimiento eidético de que las convenciones financieras son lo que son, esto es, convenciones, o sea...

“una opinión común generada por el juego de autorrealización de las creencias, no porque éstas sean intrínsecamente verdaderas, sino porque todo el mundo las juzga así”<sup>128</sup>.

Y está regido también dicho caso empírico por el saber de que dichas convenciones constituyen un dispositivo cognoscitivo jerarquizador que

desdeña las anomalías, hasta cuando su persistencia y acumulación da al traste con el desdén, haciendo que los mercados transiten abruptamente de la estabilidad convencional a la crisis autorreferencial, pasando por una fase de cuestionamiento estratégico, mutaciones que no demandan, para presentarse, de accesos repentinos de locura esquizoide de unos agentes a tal punto cuerdos que pueden ser acusados (por Merton) de ser... ¡unos oportunistas!

Pero si estos argumentos de índole conceptual fueran insuficientes para persuadir al lector de lo problemático de las herramientas de la *behavioral finance* para dar cuenta de la crisis, siempre queda el poderoso argumento que esgrime Lordon en su crítica a los modelos de *value at risk*, y que reza:

“Y en caso de que (la teoría financiera) optara por la tesis alternativa de las “bifurcaciones” y de los cambios de régimen tendría entonces que reconocer la indeterminación *a priori* de lo que la crisis, proceso creador desde ese sólo punto de vista, hace aparecer. ¿Cómo se comportarán los operadores cuando el mercado se voltee, cuál será el grado de pánico mimético al que sucumbirán?: Nadie puede responder *ex ante*. Los modelos y los modelizadores pueden jactarse de su sofisticación, pero aquéllos no valen más de lo que valen sus hipótesis, y ya se sabe que, en el momento crítico, éstas no valdrán nada”<sup>129</sup>.

---

te: “la ficción permite ensayar variaciones ilimitadas que libran el invariante eidético... la ficción es el elemento vital de la fenomenología como de toda ciencia eidética”.

128 Orléan, Andre. *El poder de las finanzas*, ed. cit

129 Lordon, Op. cit.

Ahora bien, esa desvalorización es producto, por ejemplo, en el caso de la titularización de que...

“la titularización a través de ABS hace derribar la selectividad de los créditos bancarios, con los que los bancos saben que ya no tendrán que cargar: de allí resulta la llegada masiva de deudores un “nuevo” tipo que destruye las bases estadísticas mismas sobre las cuales esos productos estructurados fueron calibrados, en otras palabras, la titularización crea ella misma las condiciones de su propia derrota”<sup>130</sup>,

toda vez que genera, justamente, aquellas condiciones por las que Hume le negaba validez a la inducción, esto es, que la misma requiere, para ser válida, la existencia de “un orden *fiijo* y *permanente* del acaecer”.

Pero que el acaecer de las finanzas no pueda entrar en el marco conceptual del enfoque probabilístico, sino rompiéndolo hasta hacerlo añicos, no significa en modo alguno que esté librado a la irracionalidad. Lo que ocurre es un fenómeno racional, que se expresa señalando que...

“en agosto de 2007, la convención que prevalecía anteriormente fue rechazada sin que se hubiera impuesto una nueva. De allí lo que puede llamarse la aparición de una “incertidumbre knitgheana”: el mercado ya no sabe lo que vale un crédito *subprime*. En un contexto semejante de incertidumbre radical, la baja de precio no provoca necesariamente un

movimiento de compra correctivo en la medida en que todos están tentados de considerar que allí se expresa el verdadero valor”<sup>131</sup>.

Para dar plena cuenta de esa racionalidad se impone hacerse cargo de que lo que ocurrió con la crisis que comenzó en el *subprime* fue que feneció la convención que estructuraba los precios antes vigentes y que ese fue el toque de diana que desencadenó un proceso masivo y no lineal de toma de conciencia, en todos los segmentos del mercado, respecto de la insostenibilidad del modelo vigente de capitalismo financierizado. Dicha toma de conciencia no lineal dio al traste con la “convención estructurante”<sup>132</sup> respecto de la supuesta normalidad de las distribuciones de frecuencia de los cambios en los precios de los activos financieros.

Pero eso nos obliga todavía a preguntar la razón en la base de tal muerte. Y para dar una respuesta científica, que no eche mano de la hipótesis *ad hoc* de la locura repentina e inverificable de los agentes (recuérdese que, contra Black, conservamos la fe en aquello que es confirmado por los tests empíricos), sino que dé cuenta del carácter también racional de lo que ahora comenzaron a hacer dichos agentes, es menester ser capaz de cumplir con ese imperativo que Husserl les ha

130 Ibid.

131 Orléan. *De l'euphorie...* Op. cit., p. 73.

132 Respecto de este concepto, véase, Orléan André, *El poder de las finanzas*, Op. cit.

dado a las fundamentaciones, esto es, es menester mostrar que este comportamiento nuevo no apareció de la nada ni de buenas a primeras, sino que exhibe conceptualmente hablando, para el científico que tiene los conceptos apropiados para verla y para usar las palabras de Husserl, “manifiestamente ... algo más, a saber, *conexión sistemática en sentido teórico*”.

En efecto, si la convención vigente antes de la crisis se caracterizaba, como buena parte de los juicios de los actores de las finanzas por provenir, no de...

“Una forma del razonamiento financiero capaz de prohiar juicios bien formados a la salida si a la entrada se ha tenido una información objetiva (sino de) un esquema completamente distinto (que es de donde) procede empero la formación de juicios en finanzas, de los que se podría decir que responden a una suerte de “modelo” a dos niveles. En el nivel superior, una creencia elemental, directriz, emparentada con una disposición psicológica y finalmente tomada prestada a un repertorio más que sumario -“optimista”/“pesimista” “bueno”/ “malo”... En el nivel inferior están representaciones más sofisticadas, “cuasiteorías”...(pero hay que saber que) la creencia elemental da su tonalidad de conjunto a todas las conjeturas de segundo rango (determinando) la inclinación hacia la que tenderán por una suerte de sesgo sistemático”<sup>133</sup>,

dicha convención rezaba, como ya lo hemos señalado, y estaba sistemáticamente sesgada hacia la idea de que... ¡el riesgo se había evaporado del mundo financiero!

¿Irrracional dicha creencia? Sí, sin duda, pero una irracionalidad fundada en una racionalización que, hoy lo sabemos, era delirante pero que, en su momento, parecía tener fundamentos más bien sólidos y *sobre la base de los cuales era racional actuar*. A este respecto, cabe citar a Orléan cuando señala, combatiendo la hipótesis de que la crisis se originó en las asimetrías de información, que...

“Empero, no creo que se trate de una situación de asimetría de información en la que algunos hubieran sabido la verdad sobre el riesgo ocultándosela a los otros. Se trata más bien de una situación de intereses colectivos legitimados por diversas creencias relativas al funcionamiento de los mercados. Todos querían estar allí. O, para ser más exactos, no era muy posible que digamos quedarse por fuera. Es lo que afirma en forma muy florida Chuck Prince, ex-CEO de Citygroup antes de la crisis: “Cuando pare la música, en términos de liquidez, las cosas se volverán complicadas. Pero mientras esté sonando, hay que pararse y bailar. Por ahora, bailemos”<sup>134</sup>.

Los problemas del *subprime* fueron la señal de que el baile se había ter-

133 Lordon, Frédéric. (2003). *Et la vertu sauvera le monde*”, París, Ediciones Raisons d’agir, pp. 96, 97.

134 Orléan. *De l’euphorie...*” Op. cit., p. 66.

minado, pero ya se ha mostrado con abundancia que estos problemas eran, no meramente psicológicos, sino bien reales. Y es echando mano de la econometría y de las regresiones que es posible reconstruir los nexos conceptuales que dan cuenta de lo que en la empiria ha ocurrido, como en su momento fue echando mano de tales herramientas que los *hedge funds* se dedicaron a apostarle, y se echa de ver que no andaban descaminados, ¡a la mora de los hogares gringos!<sup>135</sup>

Empero, ese acierto que mostraron las previsiones de los *hedge funds* obliga a matizar el enjuiciamiento negativo que hemos presentado respecto de los modelos de *value at risk*. En efecto, la evaluación aquí se complica en razón de que los modelos no pretenden, al menos no en su versión conceptual pura, establecer, en forma unívoca, que los datos observados responderán siempre a la distribución de frecuencia que los tipifica. Los datos responden, en una proporción fijada por el intervalo de confianza escogido, a la distribución que los tipifica,

pero hay siempre un segmento de datos que escapan al modelo, que no son expresamente capturados por el mismo (pues se parte de la máxima fijada por Leibnitz por allá en 1703 en comentario que le hiciera al matemático suizo Jacob Bernoulli, en el sentido de que “la naturaleza ha establecido patrones que se originan en la repetición de los acontecimientos, pero solo en la mayoría de los casos”<sup>136</sup>) y los casos en los que tales patrones no se verifican son justo aquéllos que caen por fuera del intervalo de confianza, que el modelo excluye expresamente de la explicación. Y es la conciencia de los estadísticos respecto de ese segmento inexplicado por los modelos la que los ha llevado a desarrollar técnicas de análisis bajo condiciones de estrés, que fueron probablemente la base sobre la cual los *hedge funds* le apostaron a la quiebra de los hogares norteamericanos, apuesta a su vez razonable, toda vez que lo que se había venido verificando era un crecimiento muy acelerado de los créditos hipotecarios<sup>137</sup>, sin el concomitante

135 Véase supra. Esto significa que se verifica la pertinencia del saber conceptual de que: “Para ser estable, la convención debe ser creíble. Ello supone una verosimilitud mínima frente al fundamentalismo...”, establecido por Orléan en *El poder de las finanzas*.

136 Véase, Bernstein, Peter. *Against the gods, the remarkable...* Op. cit., p. 5.

137 En términos de Orléan, “Su valor se dobló con creces en 6 años. Entre 2000 y 2006, pasó de 4800 millardos de dólares a cerca de 9800 millardos, o sea una tasa de crecimiento anual promedio de 13% anual de tal suerte que la parte del endeudamiento hipotecario con respecto al PIB creció de forma vigorosa. Ese fuerte endeudamiento aparece también cuando se mira la tasa de ahorro global de los hogares que se vuelve negativa en 2005 hasta alcanzar -1,25% en promedio para abril-mayo de 2007”.



crecimiento de los ingresos de los hogares con exclusión de las plusvalías inmobiliarias. Eso significa que, de haber sido bien usada, como seguramente lo fue por los *hedge funds* para anticipar la quiebra de los hogares, la herramienta estadística, en su base, sale relativamente airosa de la prueba, aunque su idoneidad no haya dado grandes frutos, por obra de los intereses convergentes a que se mantuviera la música, y por obra de que su aplicación rigurosa hubiera requerido entonces de unos reguladores prudenciales capaces de decir: “Detengan la música y provisionen que hemos entrado al mundo que cae por fuera del intervalo de confianza”, pedido imposible ya a esa altura de poner en marcha, pues ¿a quién podía dirigirse la orden?

Justifiquemos aún el uso del adverbio restrictivo “relativamente” para lo airosa que sale la estadística, pues la cosa es problemática, toda vez que si, como lo hemos señalado, fue usando a esta herramienta que los *hedge funds* acertaron al apostar que los hogares entrarían en mora, también es cierto que los primeros en quebrarse fueron...los ¡*hedge funds*! La estadística tan sofisticada de la que habían echado mano para prever la mora de los hogares no incorporaba, en efecto, en los modelos de *value at risk* usados por los *hedge funds*, la posibilidad de que Bernanke, en asocio con los bancos hipotecarios, jugara en contra de ellos, como en efecto lo hizo,

quebrándolos. Esa posibilidad caía por fuera del intervalo de confianza, confirmando que “la repetición de los acontecimientos... (se da) solo en la mayoría de los casos”, pero eso está incorporado desde el comienzo mismo en la herramienta, que presenta, pues, la estructura de no refutabilidad que Popper le objetaba al marxismo para negarle su carácter científico.

¿Habremos entonces de concluir con la no científicidad de la estadística? Es probable que sí, que tal conclusión se imponga, pero la misma no debería despertar mucho debate entre los estadísticos puros, que siempre han sabido que lo que prohíjan en su labor es una técnica inductiva cuyo valor es restringido, como se evidencia en la frase de Leibnitz que hemos citado. Tal conclusión debería estar siempre presente en las cabezas de quienes hacen inferencia, lo que por cierto no ha sido el caso, y es por ello que es válido el debate que en contra de su probabilismo objetivo (el de quienes le jalan a la inferencia) adelanta Lordon.

Más interesante aún resulta subrayar cuán fortalecida sale en cambio la visión conceptual que sostiene la necesidad de recuperar el adjetivo de política para la economía y para las finanzas, visión que viene promoviendo la escuela de Orléan y de sus seguidores, y visión que resulta confortada por todos los desarrollos que hasta aquí hemos presentado...

Resumamos los resultados alcanzados, pues nos van a servir para lo que sigue: hemos establecido que la esquizofrenia de los actores es, para parafrasear a Laplace respecto de la existencia de Dios, “una hipótesis innecesaria dentro de mi sistema”, y hemos sido fieles a...

“La convicción que inspira a los fundadores de la modernidad (esto) es, la de que “En sí” el mundo es –se considera que es posible aquí ver tal apodícticamente– una unidad sistemática racional en la que todas las particularidades tienen que ser determinadas racionalmente hasta lo último. Su forma sistemática (su estructura esencial universal) puede ser alcanzada, está a disposición nuestra y nos es conocida de antemano, en la medida, en cualquier caso, en que es puramente matemática. Se trata solamente de determinarla en su particularidad, lo que desgraciadamente sólo resulta posible por vía inductiva”<sup>138</sup>,

desgracia del todo relativa, puesto que consiste simplemente en tener presente que aún en física,

“la idea galileana es una *hipótesis*, y una hipótesis de un género extremadamente *singular*; la actual ciencia de la naturaleza, con su confirmación larga de siglos, es una confirmación de un género así mismo singular: porque *la hipótesis es, a pesar de la confirmación, y sigue siendo, y siempre será, una hipótesis; la confirmación* (la única concebible para ella), *es un curso infinito de confirmaciones*. La esencia propia de la ciencia de

la naturaleza, su modo de ser *a priori*, es ser *hipótesis hasta el infinito y confirmación hasta el infinito*”<sup>139</sup>.

Digamos en forma incidental que esta frase contiene, bien formulada y en prelación con el tiempo, la base sobre la cual prosperó, en su momento, el fondo de comercio de Popper, sin que ello le diera pie a Husserl para extraer de allí los rebuznos que el caballero inglés de marras no se privó de emitir, con una abundancia digna de mejor causa...

Pero el resultado esencial para lo que viene tiene que ver con la evidencia de que las finanzas son una ciencia social, cuyo tema es un ser que ya hemos definido y que está entroncado en las sociedades en donde aparecen como una rama más de la organización económica de tales sociedades.

Para hacer el tránsito al capítulo que sigue, señalemos que el mismo está guiado por el preconcepto o por la comprensión pre ontológica o, aun, por la intuición ante predicativa de que la crisis financiera mundial es una crisis en donde lo que se ha puesto en cuestión es la viabilidad de la regulación financierizada del capitalismo.

138 Husserl Edmund. (1991). *La crisis de las ciencias europeas y la fenomenología trascendental*, Barcelona, Editorial Crítica, p. 68.

139 Ibid., p. 43

### III La naturaleza de la crisis

¿Cómo se formula en forma rigurosa y explícita la aserción con la que se dio cierre al capítulo precedente?

Puesto que el texto aún no ha sido, que yo sepa, objeto de publicación en español, voy a permitirme citarlo in extenso con el objetivo de construir un terreno común de entendimiento con los lectores.

Aglietta y Rigot sostienen que la crisis mundial que nos ocupa se particulariza porque...

“la transformación en activos de los mercados de materias primas, ocurrida en simultáneo con la inflación de precios de los activos empujada por la dinámica del crédito, engendró a comienzos del año 2008 la inflación de esos bienes que son híbridos... de allí que resurgieran temores inflacionistas en plena crisis financiera... (por lo que) se puede pensar seriamente que la crisis financiera actual... es síntoma del fin de una época... caracterizada por el gigantesco crecimiento tendencial del endeudamiento del sector privado y del valor de los activos. Esa época probablemente terminó. El crédito se va a encarecer y las utilidades de los intermediarios de los mercados financieros se van a ver roídas”<sup>140</sup>.

El texto tipifica, pues, la crisis como una crisis en el modo de regulación financiarizado del capitalismo, que

por cierto, es una de entre las varias formas que ha adoptado la regulación del capitalismo...

#### a. De los diversos modos de regulación del capitalismo

Señalemos simplemente por memoria, remitiendo al lector interesado en profundizar en estos aspectos a los textos de Lipietz o de Boyer o los del padre fundador Aglietta<sup>141</sup>, que el capitalismo ha exhibido diversas, pero típicas, configuraciones económico-institucionales (modos de regulación) a lo largo de su historia, gracias a las cuales ha logrado, entre otras, desmentir las elaboraciones conceptuales que lo destinaban a una desaparición ineluctable por obra de sus contradicciones inherentes.

La periodización clásica que han establecido los regulacionistas franceses en esta materia señala que, antes de la gran depresión, el capitalismo exhibía una “regulación concurrencial”, que la misma fue sustituida, en medio del ruido y del furor de una década perdida para el mundo y de una guerra planetaria, por la “regulación fordista”, regulación esta última que se hundió bajo los embates combinados de una crisis inflacionista (signo

140 Aglietta y Rigot, Op. cit., p. 176.

141 Citemos de Lipietz el *Espejismos y milagros; problemas de la industrialización del tercer mundo* que alguna vez circuló y se puede ver en las bibliotecas, y de Robert Boyer. (2004). *Une théorie du capitalisme est-elle possible?* en Odile Jacob, Mayenne, abril. El texto de Aglietta. (1999). *Regulación y crisis del capitalismo*, México, Siglo XXI.

del agotamiento de la dinámica de una productividad obtenida a fuerza de incrementar los ritmos de trabajo), complicada con la del sistema de patrón monetario establecido en Bretton Woods, y de otros factores dentro de los cuales no se puede dejar de mencionar, pues fue clave, el embate que supuso, en el campo de la teoría económica, la ofensiva exitosa del marginalismo contra los keynesianos, ataque demoledor en el terreno práctico, toda vez que se materializó, en las finanzas, por el triunfo de la EMT.

Las características centrales del fordismo pueden resumirse diciendo que, bajo su imperio, la dinámica económica provenía, por el lado de la oferta, de un incremento sostenido de la productividad del trabajo, en tanto que, por el lado de la demanda, dicho modo de regulación se caracterizaba por operar bajo unas condiciones que se definían por la ampliación sostenida del poder de compra asalariado, ampliación que, avanzando *pari pasu* con el crecimiento de la productividad, garantizaba el cierre de la ecuación oferta-demanda. Señalemos que esos ingredientes, susceptibles de producir escalofríos a las sensibles almas de los neoliberales desreguladores, garantizaron por un tiempo (los años llamados los “treinta gloriosos”), la desaparición casi total de las crisis como la que ahora vivimos.

Ahora bien, el componente esencial de la arquitectura financiera de dicho modo de regulación era la segmentación del mercado financiero. El keynesianismo, en pos del objetivo más que loable de proceder a la “eutanasia del rentista”, y con la buena comprensión ante predicativa de la moneda que tenía (la cual, empero, no desarrolló en la forma tan explícita como hubiera sido deseable), le dio al mundo unas estructuras del mercado financiero cuyo fundamento era la convicción, expresada en forma concisa y poderosa por la frase de Keynes, que rezaba:

“de todas las máximas de las finanzas ortodoxas, de seguro ninguna es más antisocial que el fetichismo de la liquidez”<sup>142</sup>.

Dicha arquitectura exhibía, como se ha dicho, una aguda comprensión ante predicativa o pre ontológica del ser de las finanzas, razón por la cual se caracterizaba por sobre todo y como elemento primero, por una segmentación de la moneda a nivel mundial, para quitarle... ¡liquidez a la moneda!

Los tipos de cambio eran fijos, aunque ajustables, y el mantenerlos así hacia parte de las obligaciones de los estados, salvo en el caso del gobierno gringo, el cual, escudándose en el hecho de que se había quedado con las reservas de oro del Banco de Inglaterra por cuenta del programa de fondeo

142 Véase Orléan. *De l'euphorie...* Op. cit.

para el esfuerzo de guerra llamado “Lend and Lease” (que los norteamericanos habían diseñado en favor de sus padres británicos para financiarles el esfuerzo de guerra, pero a cambio del cual habían pedido, como garantía real, la custodia del oro británico, contra el que Inglaterra se sobregiró, perdiéndolo pues en provecho de los Estados Unidos) escudándose, pues, en que poseía la casi totalidad del oro amonedable del mundo y respaldados también por el saber de que los otros países estaban destruidos, mientras que el territorio y el útil productivo norteamericano habían salido indemnes del conflicto y eran los más productivos del planeta, proclamó que, por su parte, no garantizaría el valor del dólar contra ninguna moneda, sino que lo haría contra el oro, pues “the dollar is as good as gold”.

Esa arquitectura de Bretton Woods se vino al suelo con el *default* norteamericano, que Nixon notificó al mundo en agosto de 1971 cuando proclamó que, en adelante, el dólar sería tan bueno, no como el oro, sino...; como lo dijeran los mercados cambiarios!

Este atraco se vistió, empero, bajo el elegante ropaje teórico que ya había construido la teoría financiera: dejemos que los mercados sapientes fijen el valor del activo moneda,

que sirve para denominar a los otros, pues lo hará eficientemente, según ya lo habían “probado” Markovitz & compañía. Pero ese ropaje era para la tribuna, para que las calificadoras de riesgo pudieran olvidar con rapidez el *default* monumental del Tesoro norteamericano, y pudieran en forma oronda proclamar que los bonos del Tesoro, por su récord de pago, eran el riesgo cero. Para uso de los informados, sin embargo, se sabía y se siguió sabiendo que el oro gringo se conservaría en Fort Knox y que los mercados, por su parte, necesitaban boyas de orientación para fijar el precio del dólar; sabían también los informados que esa señal era la provista por la tasa de interés de base del mercado financiero gringo, fijada por las autoridades monetarias norteamericanas.

La medida se acompañó de una libertad de circulación de capitales a nivel internacional, constituyéndose, pues, en un hito dentro del proceso que Orléan define como sigue:

*“el objetivo último perseguido con constancia desde hace treinta años por todos los dirigentes de izquierda o de derecha: la creación de una liquidez financiera mundializada”*<sup>143</sup>.

Con la no convertibilidad del dólar, con el tránsito a la *dirty flotation* que se formalizó en los llamados “Acuerdos

143 Orléan, Op. cit., p. 43.

de Jamaica” de 1976, se rompió uno de los diques fundamentales puestos por el keynesianismo a la creación de una liquidez financiera mundializada.

El otro gran dique había sido construido por Roosevelt con la “Glass Steagall Act” que fue alumbrada a comienzos de los años 1930, y que establecía una separación rigurosa, tanto de los segmentos del mercado financiero, como de las profesiones de las finanzas. Un comisionista de bolsa de entonces sólo estaba autorizado a “comprar y vender a nombre propio y por cuenta de un tercero” títulos valores, sin poder ejercer al mismo tiempo funciones emparentadas como, verbigracia, asesorar a las empresas en cuanto a la estructura más apropiada de fondeo (esto es, jalarle a la banca de inversión). Era la época de los banqueros 3-6-3, pues el oficio era tan elemental que quedaba resumido en esas cifras: ¡captar al 3, prestar al 6 y a las 3 de la tarde irse a jugar golf! No era menester preocuparse mucho por competir con los colegas, pues siempre y cuando se siguieran las instrucciones de las autoridades de tutela, se tenía garantizado el acceso al crédito de última instancia en caso de desfases entre las disponibilidades del activo y los requerimientos del pasivo. Ese marco bucólico fue dinamitado por orden judicial, pues un simple juez de circuito prohijó de lo que dio en llamar el “May Day” (el día del empoderamiento), cuando, al resolver una de-

manda interpuesta por unos aspirantes a comisionistas de la bolsa de Nueva York a quienes la bolsa se había negado a venderles un puesto, dictaminó que no se podía negar el ingreso de nuevos agentes a la bolsa, dado que el mercado de activos financieros era un activo de... la nación. Ello precipitó la expedición de una serie de medidas que se concretizaron en una reforma de largo alcance del mercado financiero, en donde se puso fin al monopolio de los comisionistas, se prohibieron los acuerdos de tarifas de dichos agentes, se les dio orden de divulgar en tiempo real la información del mercado, garrotazos que fueron acompañados de la zanahoria de concederles potestad para ejercer al mismo tiempo todas las actividades aferentes a la intermediación de valores.

Con tal reforma, expedida en mayo 1 de 1975, quedó enterrada la segmentación de la “Glass Steagall Act”, y el proceso de conformación de una liquidez financiera mundializada recibió un impulso mayúsculo; el perfeccionamiento del nuevo marco ya sólo fue cuestión de tiempo... Aunque acaso sea mucho decir que el tiempo lo hizo todo sólo: en su ayuda, acudieron el FMI, el Departamento de Comercio y el Departamento de Estado de los Estados Unidos, quienes, una vez resuelto el problema de la deuda externa latinoamericana, prohijaron el Consenso de Washington para dejar bien claro que el nuevo entorno económico mun-

dial se caracterizaría por la libertad de circulación de capitales, que ya era ley en el resto del mundo, por obra de la contrarrevolución neoliberal. Los ingredientes básicos del keynesianismo en la moneda y en las finanzas habían quedado relegados al pasado.

### **b. De las características de la regulación financiarizada haciendo hincapié en el endeudamiento como variable de cierre**

Se alumbró pues un mundo nuevo. En ese nuevo mundo, la clave para garantizar el cierre de la ecuación de oferta y demanda ya no fue el crecimiento del poder de compra asalariado, sino la expansión de los mercados comerciales y financieros externos. Su preeminencia modificó en profundidad el contenido de las políticas económicas de las naciones, que, en adelante, tenían que velar por preservar y aumentar la competitividad externa. La variable crítica para el logro de ese objetivo era la de la disciplina salarial, que tenía el atractivo de hacer más rentable el capital, objeto ahora de todas las codicias, pues la dirección en que migrara determinaba la suerte de todas las naciones.

¿Adónde quedaba ahora la llave para garantizar el cierre de la ecuación de oferta y demanda, si lo que había que hacer era comprimir en todas partes los costos salariales, para atraer capitales y vender mercancías en el exterior?

La respuesta que la vida dio a esa pregunta, consistió en decir que, si el cierre ya no era posible por la vía de la expansión del poder de compra derivado de sus salarios por los asalariados, siempre quedaba abierta la puerta de expandir la demanda solvente de los mismos, fueran norteamericanos, europeos, o lo que fuera, por la vía de dejarlos endeudarse.

La variable clave para el cierre de este nuevo modo de regulación fueron pues las finanzas (lo que otra vez confirma lo apropiado de la definición que de las mismas hemos provisto, pues una deuda es un pago diferido) que prosperaron por la vía de proveerle a los asalariados la solvencia que sus salarios no les daban, lo que se echa de ver en las cifras del endeudamiento. Marie-Paule Virard y Patrick Artus señalan en *Est-il trop tard pour sauver l'Amérique?*<sup>144</sup> (¿Ya es muy tarde para salvar a los Estados Unidos?) que,

144 Marie-Paule Virard y Patrick Artus. (2009). *Est-il trop tard pour sauver l'Amérique ?* París, Ediciones La Découverte. Las cifras que vienen a continuación aparecieron en *Soigner le mal par le mal*, de Pierre-Antoine Delhommais, diario *Le Monde*, 23 de junio de 2009.

‘En 1920, una familia norteamericana de clase media exhibía un ahorro de 1.232 dólares y un endeudamiento de 4.368 dólares, esto es una razón de 1 a 4. En 1960, esa razón era de 7, de 11 en 1990, de 38 en 2000 y de 300 en 2008’.

Como lo señala el autor de la nota de *Le Monde* que dio cuenta de estas cifras, eso no es, ‘vivir por encima de sus medios, ¡es vivir con independencia de ellos!’ Y como también lo señala la nota en cuestión, el ejemplo norteamericano fue imitado por los irlandeses, por los británicos, por los españoles y, en menor medida, por Francia, en donde el endeudamiento de los hogares para fines de 2008 representaba el 75% de su ingreso disponible (10 puntos más que en 2005) y el de las empresas alcanzaba el récord histórico de 121,4%.

Pues la deriva del endeudamiento no sólo fue de los hogares: las empresas también presentaron la misma tendencia, aunque las razones fueran un tanto distintas; ¿de qué se trataba en este caso? De que tocaba, dijeron los financieros, “crear valor para el accionista”, esto es, remunerarlo por encima de la tasa de interés, sin exigirle que aportara capital, y las empresas descubrieron que la vía privilegiada para cumplir con ese objetivo era fondear con endeudamiento todos los proyectos de inversión cuya rentabilidad

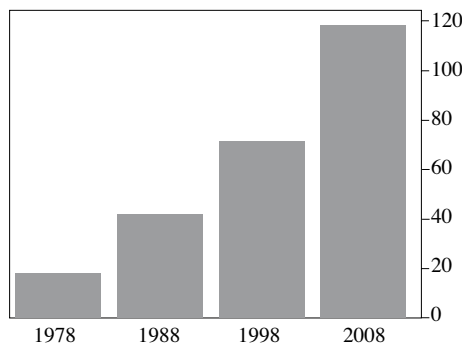
esperada superara el costo del crédito, de suerte que se pudiera “engordar” el resultado neto de los accionistas con el remanente que dejara la ejecución de los proyectos. Ahora bien, más le valía a los hombres de empresa cumplir con ese imperativo, no fuera y los accionistas se aburrieran por obra de un rendimiento insuficiente y votaran con los pies, vendiendo a menosprecio las acciones poco rentables<sup>145</sup>. Ese riesgo no lo podían correr los empresarios, no porque estuvieran preocupados, con vistas a una eventual emisión de acciones, por sostener el precio en bolsa, sino porque una caída en las cotizaciones se traducía de inmediato, según el modelo de distancia a la mora de Merton del cual ya se ha hablado, en una menor distancia a la mora, en un crédito bancario más costoso, en menores utilidades netas y menos dividendos, círculo vicioso que haría a la empresa fácil presa para cualquier *raider*.

Pero la tendencia al endeudamiento también afectó por último a la industria bancaria, cuyos dirigentes estaban sometidos a las mismas fuerzas que, cual aprendices de brujo, habían desencadenado. El poderío de esa deriva queda ilustrado por el gráfico que se presenta a renglón seguido, que relaciona, en porcentaje, la deuda del sistema financiero norteamericano con respecto al producto de ese país:

145 Sobre este expediente, véase, Lordon. *Los fondos de pensiones...* Op. cit.



Borred times  
US financial-industry debt as % of GDP



Source: Federal Reserve

Fuente: *The Economist*

No cabe resistirse aquí a la tentación de traducir lo que abundó al respecto la fuente citada, cuando señaló:

“En la cima de la locura, un banco entre mediano y grande tenía créditos por 37 veces su capital, lo que significa que podía ser borrado del mapa por una pérdida de apenas un 2 o 3% que sufriera en sus activos”<sup>146</sup>.

Todos los señalamientos efectuados muestran, pues, que cabe pensar, como dicen Aglietta y Rigot, que la regulación financiarizada ha alcanzado su límite, aunque es posible que siga viviendo durante un tiempo una suerte de, parafraseemos a Hegel, “existencia podrida”, a fuerza del remedio de vitalidad que le vienen ofre-

ciendo los estados por la vía de hacer déficit fiscal para mantener con vida a ese enfermo terminal.

Empero, ello equivale a “tratar la infección inoculando más virus”, y el margen de maniobra es estrecho, pues si se totalizan los montos de deuda pública con los de deuda privada y se estiman, pues, así los montos de deuda total, eso significa que cada hogar norteamericano debía, para fines de 2008,... ¡setecientos mil dólares”!<sup>147</sup> Siniestrada la posibilidad de transferir los riesgos, no se ve cómo los bancos podrían volver por sus fueros y darle otra vez crédito a cualquiera...

#### IV. De las razones que se oponen a un regreso al keynesianismo simple y puro

Demostrado el carácter de crisis en el modo de regulación financiarizada del capitalismo que tipifica a la crisis actual, es menester ahora abordar el tema de cuales sean las posibles vías de salida para reemplazar a ese mundo quebrado. Como lo anunciáramos en la introducción, la pretensión de este capítulo es la de presentar y confrontar las posiciones de Aglietta y sus colaboradores más recientes, Berrebi y

146 *The Economist*. “Reporte especial sobre el riesgo financiero”

147 *Soigner le mal par le mal*, de Pierre-Antoine Delhommais, diario *Le Monde*, 23 de junio de 2009.

Rigot, con la posición que, al respecto, defienden Orléan y Lordon.

Y para comenzar por estos últimos, lo que se justifica en razón de que el enfoque que le dan al tema tiene entre otros méritos el de la simplicidad, señalemos que Orléan y Lordon, apoyándose en la convicción keynesiana sobre el carácter funesto, más que probado, del paradigma de la liquidez, pregonan, como receta básica para curar el mal, la segmentación.

Que está dicho con la claridad deseable, se echa de ver en la siguiente cita:

“Se impone dar marcha atrás respecto de la libertad total de circulación que se le ha dado al capital. Nuestra consigna es la segmentación”<sup>148</sup>.

Este mismo propósito es el que inspira el conjunto de propuestas presentadas por Lordon en su *La crise de trop; reconstruction d'un monde failli*<sup>149</sup> (*La crisis que desbordó la copa; reconstruir un mundo quebrado*), en donde Lordon hace gala de creatividad para imaginarse lo que podría ser, en un mundo poscrisis, una organización financiera razonable, operación que lo lleva a proponer un sistema socializado de crédito que, operando bajo el control directo del Estado, esté en ma-

nos de entidades concesionarias cuya posibilidad de lucro esté limitada por la ley, lo que permitiría

“una reorganización completa de las estructuras monetarias y bancarias que restaure el compromiso centralización-fraccionamiento bajo formas que no reconstituyan, eso es obvio, al sistema anterior, lo que significa que se requieren formas que vuelvan a segmentar al sistema bancario”<sup>150</sup>.

Reconforta en verdad ver que, al contrario de lo que ocurre en nuestro medio, en donde el uribismo y los godos acaban de propinarnos una derrota electoral enorme por cuenta en parte de que blandieron el espantapájaros del socialismo del siglo XXI (¡que hasta a mí me asusta!), reconforta, digo, ver que existen en el mundo teóricos sólidos que de nuevo se tornan hacia alternativas como la evocada. Pero es que Europa sabe, por experiencia propia, adquirida en la inmediata posguerra, que se puede nacionalizar el sistema bancario cuando éste se ha desviado en exceso de su misión social, ya sea sirviendo los intereses apátridas de los colaboracionistas y del ocupante o los también apátridas intereses de los financieros, sin que eso signifique caer en el horror del socialismo real.

No es, entonces, porque sea un anatema hablar de socializar el sistema de crédito por lo que cabe opo-

148 Orléan, Op. cit.

149 En París, Ediciones Fayard, mayo de 2009.

150 Lordon, Op. cit., p. 123.

nerse a las propuestas en pro de una resegmentación del mercado financiero. Las razones son muy otras. Tienen que ver con consideraciones prácticas respaldadas en argumentos filosófico-financieros; comencemos por las primeras...

### a. Las razones prácticas en contra de la segmentación

Las propuestas orientadas a volver a segmentar a las finanzas hacen caso

omiso de unos hechos de bulto que son difíciles de ignorar.

El mayor de tales hechos es que el grueso del ahorro mundial está en manos de unos inversionistas institucionales que efectúan la gestión de dicho ahorro por la vía de los mercados de activos financieros, como lo muestra el siguiente Cuadro, que Aglietta y Rigot presentan en su obra tantas veces citada:

Activos financieros de tres tipos de inversionistas institucionales

Millardos de US\$	Compañías de seguros		Fondos de pensión		Fondos comunes	
	1995	2005	1995	2005	1995	2005
Australia	128	241	146	566	48	700
Canadá	172	391	230	550	155	491
Reino Unido	798	1979	760	1487	201	547
Estados Unidos	2804	5601	4216	7305	3526	8905
Zona euro	1871	4664	n.d.	1194	1378	4307
Francia	642	1614	0	32	534	1363
Alemania	779	1573	140	283	138	126
Italia	120	528	n.d.	29	130	297
Luxemburgo	8	53	n.d.	n.d.	338	451
Países Bajos	162	407	335	749	65	1636
Japón	2999	3243	731	997	420	470
TOTAL	8772	16119	n.d.	12099	5728	15420

Fuente: Investment Company Institute

A la vista de esas cifras y teniendo en mente que esos actores, aunque todos tengan vocación de permanencia, se diferencian entre sí en razón de que algunos tienen compromisos de pasivo, en tanto que los otros están libres de tales compromisos y se pueden comportar en forma irresponsable con impunidad, es posible llegar a la conclusión de que...

“Se obtendrían así cerca de 32.100 millones de dólares controlados por inversionistas de largo plazo contra 32.400 manejados por inversionistas sin compromisos de pasivo... en comparación, los montos de los fondos especulativos (*hedge funds* y *private equity*) representarían 2.300 millones”<sup>151</sup>.

La definición clave para establecer si un inversionista institucional tiene o no vocación cortoplacista es, pues, la de fijar si tiene o no compromiso de pasivo. Y en la materia, ha habido avances y retrocesos. En Colombia, verbigracia, no se ha hecho más que retroceder, liberando, a cada reformita prohijada por el sector financiero gracias a su constante *lobbying*, a los inversionistas institucionales de todo lo que huelga a compromiso pasivo. Inglaterra, en cambio, procedió, a comienzos de la década, a una reforma financiera que constituye

“un avance significativo de la regulación pública orientada a erradicar la irresponsabilidad de los empleadores privados que han sistemáticamente roído sus aportes a los planes fiándose en un alza indefinida de los mercados de acciones”<sup>152</sup>....,

mientras que Holanda ha hecho lo propio, toda vez que el 97% de los recursos de sus fondos de pensiones están manejados por fondos a prestación definida, en donde el riesgo es asumido por los intermediarios, y no transferido irresponsablemente a los trabajadores.

Volviendo a las conclusiones del Cuadro, se echa de ver que las fuerzas en presencia están ligeramente sesgadas en pro de los inversionistas cortoplacistas, que totalizan 34.400 millones contra los 32.400 de los inversionistas con compromiso de pasivo.

Tanto los unos como los otros requieren de unas finanzas no segmentadas, pues, manejando el grueso del ahorro mundial, necesitan poder orientarlo hacia países cuya tasa de crecimiento potencial sea elevada, lo que en parte depende de factores demográficos, aunque también dependa (y más, ministro Uriel Gallego) de factores propios de la política pública de estos países. Para decirlo en términos de Aglietta y Rigot...

151 Aglietta y Rigot, Op. cit., p. 180.

152 Ibid., p. 203.

“el crecimiento depende de un proceso endógeno. Son las infraestructuras públicas, la inversión masiva en capital humano y la política fiscal y reglamentaria del Estado para crear una clase de empresarios contra la hostilidad de las elites tradicionales, las que elevan la rentabilidad del capital privado. Hasta tanto no alcancen una talla suficiente esas inversiones públicas, la rentabilidad de las inversiones domésticas en el sector privado es muy débil para absorber todo el ahorro. De allí resulta una ilusión de exceso de ahorro”<sup>153</sup>

...en los países del tercer mundo.

Pero en cualquier caso, siempre queda en pie el hecho de que, si los países periféricos adoptan las políticas apropiadas, entonces serán los candidatos naturales para recibir los flujos de ahorro que les permitirían potenciar enormemente el crecimiento, lo que, a su vez, redundaría en provecho de los ahorradores pensionados o viejos de los países del centro, que estarían fondeando una actividad altamente rentable y podrían, pues, disfrutar de los réditos de allí emergentes.

Eso supone grandes cambios en las políticas de los países periféricos, pero las potencialidades de ese proceso también son enormes. Este esquema tiene la ventaja de no dejar por fuera, como lo hace el de la segmentación, al grueso del ahorro mundial.

Por cierto, para que tuviera alguna posibilidad de éxito, este esquema se tiene que acompañar de una reforma

bancaria a nivel, por lo menos, de los sistemas bancarios de los países desarrollados, cuyo componente esencial delinean Aglietta y Rigot cuando señalaron que los sistemas financieros híbridos condujeron a la catástrofe que nos aqueja por obra fundamentalmente de que los bancos se especializaron en “echarle cebo al candil” de la inflación de los precios de los activos financieros, repotenciando, y de qué manera, las especulaciones bursátiles conducentes, como la burbuja de internet ya lo había probado, a

“los casos más espectaculares de asignación aberrante de capital, masivamente dirigido hacia fantasías de mico destinadas a volverse humo, capital que, en cambio, se sustraía a todas aquellas empresas cuyo único pecado era el de haber sido abandonadas por la engomada volátil del momento”<sup>154</sup>.

Para que eso no se siga repitiendo, y para darles un empujón que elimine el pequeño rezago que, frente a los inversionistas sin compromiso pasivo, exhiben todavía los inversionistas con vocación de largo plazo, es que se impone una reforma de la reglamentación bancaria cuyo...

“objetivo está claro. Se ha visto más arriba que la inestabilidad financiera es alimentada por la correlación positiva entre el crecimiento de los activos agregados del sistema bancario ampliado y el crecimiento del apa-

153 Aglietta y Rigot, Op. cit., p. 215

154 Lordon. *Jusqu'à quand...* Op. cit.

lancamiento. *Para evitar una degradación del margen de seguridad financiero, es imperativo que esta correlación se vuelva negativa.* Toca pues que el aumento del valor de las posiciones en activos incremente el capital en proporción al total de los activos, acarreado así una disminución del apalancamiento, en vez de una expansión... (bautizándola) *provisión por riesgo sistémico*<sup>155</sup>.

Ésta sería quizás la medida más importante de cualquier reforma financiera digna de la gran crisis generada por las finanzas híbridas. Se requieren muchas otras, pero Obama podría promoverla sin necesidad de concertar con nadie. Por desgracia, no aparece en su proyecto de reforma. Su puesta en obra exige redefinir muchos aspectos de la regulación prudencial, redefinición que alcanza incluso la fijación de cuáles son las nuevas variables que deben ser objeto de fijación vigilada por parte de las autoridades de regulación, y supone, en primer término, que se elimine del mundo el pseudo concepto (patente de corso de todos los crímenes en este terreno) de sistemas financieros en la sombra.

Supone también que se traiga a la memoria el principio elemental que alguna vez fue fijado por Triffin en el sentido de que si se quieren matar dos pájaros, más vale servirse de dos tiros, lo que significa que...

“Cuando los precios de una categoría de activos se van por las nubes y cuando el crédito es canalizado en el financiamiento de esos activos, no puede dudarse seriamente de que se ha formado una burbuja especulativa. La imposición de reservas obligatorias para esta categoría de créditos es un medio para forzar a los bancos a manejar su financiamiento... Las reservas obligatorias marginales sobre categorías de crédito especificadas por los indicadores de embalaje, definidos arriba, podrían ser calculadas en función de la desviación entre el *spread* de largo plazo y el *spread* verificado”<sup>156</sup>.

Señalemos, para hacer del todo comprensible el fragmento citado, que los “indicadores de embalaje” consisten en que

“si se observan a la vez *spreads* reducidos con respecto a sus niveles de largo plazo a través del ciclo, un cociente crédito/ingreso en fuerte aumento y un cociente crédito/valor de los activos que baja, existe una sólida presunción de que la lógica desequilibrante... está en marcha”<sup>157</sup>,

...y que debe ser combatida.

Otro aspecto del todo clave en la reforma de las finanzas lo constituye el asunto de los esquemas de remuneración de los agentes financieros, pues es conocido el fracaso estruendoso del enfoque que buscaba alinear los intereses de los gestores de portafolio sobre los de los dueños de tales portafolios.

155 Aglietta y Rigot, Op. cit., p. 137.

156 Ibid., p. 139.

157 Ibid., p. 139.

folios por la vía de las *stock-options*. En este terreno, los defensores de una re-regulación sensata de las finanzas del corte de Aglietta y Rigot, han desplegado casi los mismos tesoros de creatividad que la desplegada por los quants y por los teóricos que les dan soporte en el terreno que les es propio: volver algebraicas las primas, hacer que solo puedan ser encajadas en forma progresiva y a largo plazo, descomponer en su cálculo la parte que, en justicia, corresponde a la tendencia general exhibida por el mercado, y no remunerar entonces sino el rendimiento que supere la tal tendencia, esquemas gravados, todos, por problemas casi tan serios como los que se busca resolver.

Pues, para comenzar, los plazos durante los cuales se cocinan, sin hacerse manifiestos, los factores de fragilidad financiera son, las más de las veces, superiores a los tres o cinco años que se proponen como calendario para el pago por instalamentos de las bonificaciones; pero, además, establecer que ahora sólo se remunerará el rendimiento que exceda al alza general exhibida por los mercados que constituye un aliciente para adoptar comportamientos aún más irresponsables que los de la competencia, en búsqueda de exhibir rendimientos superiores a los que ella muestra.

¿Por qué entonces no pensar, más bien, en suprimir pura y simplemen-

te, como creo que en algún lugar lo sugiere Lordon, cualquier esquema de esta naturaleza? Es la única manera sensata de deshacer el nudo gordiano con el que los financieros nos han venido estrangulando. ¿Acaso tenemos nosotros los profesores esquemas tales? No los tenemos, y no por ello, parafraseemos a Nietzsche, de quien echaremos enseguida mano para otro tema, ¡dejamos de escribir textos tan buenos como este! Bastaría aquí, simplemente, con que las autoridades de regulación prudencial proclamaran eso que ya todos sabemos hasta la saciedad: esos esquemas constituyen una “práctica insegura”, prohibida para todos aquéllos que aspiren a manejar ahorro del público.

Tales son los ingredientes más claves de las reformas que podrían volver a encausar a los sistemas financieros dentro de senderos viables y con este apartado han quedado presentadas las razones prácticas en contra de la segmentación.

### **b. Los argumentos filosófico-financieros que se oponen a la segmentación**

El argumento filosófico esencial que se puede esgrimir en contra de la pareja Orléan-Lordon tiene que ver con lo siguiente: sostiene Heidegger, en su monumental estudio sobre Nietzsche, que...

“por poner una meta (verbigracia, la de una arquitectura financiera apropiada) Nietzsche entiende la tarea metafísica de establecer un orden del ente en su totalidad, no simplemente la indicación de un hacia dónde y para qué provisorios. Pero un auténtico poner una meta tiene al mismo tiempo que fundamentar la meta. Esta formulación no puede agotarse en la formulación “teórica” de las bases racionales válidas para la posición de tal meta, en que esta posición sea “lógicamente” necesaria. La fundamentación de la meta es fundamentación en el sentido de despertar y liberar aquellas fuerzas que otorgan a la meta fijada la fuerza vinculante que todo supera y todo domina. Solo así la existencia histórica puede crecer originariamente, en el ámbito abierto y desplegado por la meta. Forma parte de esto, por último, es decir inicialmente, el crecimiento de fuerzas que sostengan, inciten y lleven a acometer la arriesgada empresa de preparar el nuevo ámbito, penetrar en él y desarrollar lo que en él se despliegue”<sup>158</sup>.

Ahora bien, partiendo de esa definición maravillosa de los desafíos que supone poner una meta (que, como bien lo muestra Heidegger, es la base de la estructura de la propuesta político-social planteada en *La República* de Platón), hay que comenzar por reiterar que existen en las finanzas contemporáneas fuerzas que podrían otorgar a la meta fijada, la de una arquitectura financiera mundial razonable, fuerza vinculante, fuerzas que se

materializan en los inversionistas institucionales de largo plazo con compromisos de pasivo, cuyo interés es el de mantener unas finanzas globalizadas pero debidamente organizadas.

Lo clave, en esta materia, es comprender que si la globalización está dictada por el interés bien entendido tanto de los países del centro como por el de los países de la periferia, pues es parte de tales intereses facilitar el tránsito del ahorro de los países viejos hacia los jóvenes, su error, un error por cierto craso, ha sido el de permitir que prosperara la ecuación falaz que la igualaba con la desregulación. Mejor lo dicen Aglietta y Rigot al sostener que...

“Es menester avanzar comprendiendo que la desreglamentación fue un gran error. Lo que está en juego en la crisis actual es una reglamentación adaptada a las finanzas de mercado globalizadas”<sup>159</sup>.

Pero dar pie atrás en las finanzas de mercado globalizadas aparece, no sólo como cosa utópica, sino incluso indeseable, por lo menos vista la cosa desde el tercer mundo, que tantos beneficios podría obtener de un proceso *racionalmente conducido*.

Ahora bien, Lordon<sup>160</sup> (y quizás Orléan también lo haría) podría sin

158 Heidegger, Martin. (2000). *Nietzsche*, tomo I, Ediciones Destino, p. 154.

159 Aglietta y Rigot, Op. cit., p. 164.

160 Esta discusión tiene como base las tesis desarrolladas por Lordon y por Yves Citton. (2008). “Un devenir spinoziste des sciences sociales?”, en *Spinoza et les sciences sociales*, París, Editions Amsterdam.



duda objetar (y es por ello que he usado adrede el calificativo de “racionalmente conducido”), que se traiciona en esa formulación, “la racionalidad kanto-habermasiana” que inspira a los ingenuos hijos de Kant, que no hemos querido hacernos plenamente cargo de que “la vida política tiene que ver sobre todo con fenómenos de composición y de propagación de los afectos”, afectos que se materializan en el concepto de *conatus*, desarrollado por Spinoza. Ese concepto se define como la tendencia de todos los seres a... perseverar en su ser y, con el concepto de *conatus*,

“la teoría de la regulación... cuyas inspiraciones althusserianas la vuelven sensibles a una cierta lectura de la filosofía de Spinoza, y en todo caso a la parte de esta filosofía que rompe con el subjetivismo del actor y busca permanentemente las determinaciones de los individuos por las estructuras (podría) obtener los mayores servicios... a partir de la pareja conatus-afectos gracias a la cual se construiría una teoría no subjetivista de la acción individual”<sup>161</sup>.

Pues de lo que se trata en este enfoque spinozista es de ver que

“Su proyecto (el del enfoque) consiste en quitarle al hombre cualquier estatus de excepción en el orden de la naturaleza y de recusar

estrictamente que pueda concebirse ‘como un imperio dentro de otro imperio’”.

La doctrina spinozista se caracteriza pues por ser...:

“un determinismo integral. Su sentido, el del naturalismo spinozista, ¿no es finalmente otro que el de afirmar el imperio total del determinismo!”

A esa tesis, hay que refutarla usando, por una parte, argumentos que da el mismo Lordon cuando señala que...

“el conatus como tal... sólo libra un principio muy subdeterminado de la acción humana... ¿De dónde provendrá el complemento de determinación que permitirá la inteligibilidad de la acción humana? De fuera del individuo humano, pero del interior del mundo humano, es decir, provendrá del mundo social”<sup>162</sup>.

Y es que ¿acaso desde el mundo social no es posible completar dicha subdeterminación con “disposiciones subdeterminación emanadas de la racionalidad kanto-habermasiana”, con el complemento de determinación que le falta al conatus de los inversionistas de largo plazo cuando no tienen compromisos de pasivo, *fijándoles por ley tal compromiso?*

Pues, y tal es el aporte sustancial del trío Aglietta-Rigot-Berrebi<sup>163</sup>, el conatus de estos inversionistas está

161 “Spinoza et les sciences...” Op. cit., p. 38. La traducción es mía.

162 Ibid., p. 31.

163 Véase los citados *Désordres dans le capitalisme mondial* y *Crise et renovation...*

determinado por la naturaleza de su compromiso pasivo y por el hecho de que sea de largo plazo. Puesto que son de largo plazo y tienen compromiso pasivo, en un mundo más racionalmente organizado podrían entonces:

- a. Explotar a fondo la evidencia (econométrica, querido Black) de que “las cotizaciones en bolsa están sujetas a efectos de regreso hacia la media poderosos... (y) las variables que influyen en la determinación de las cotizaciones bursátiles dependen del régimen monetario. No son las mismas en un régimen de inflación de largo plazo elevada y en un régimen de inflación baja”<sup>164</sup>.
- b. Aprovechar plenamente que “en el muy largo plazo, las acciones ofrecen rendimientos reales muy superiores a los bonos: 6,43% anual con dividendos reinvertidos contra 2,37% para los bonos con cupón reinvertido”.
- c. Explotar también a fondo que, si existen ciclos largos, y existen tales ciclos, “el conocimiento de los rendimientos pasados provee información preciosa para prever los rendimientos futuros. Existen horizontes de colocación para los cuales la hipótesis del paseo aleatorio es invalidada”.

- d. Aprovechar aún que si, “para un horizonte de un año, los rendimientos futuros son aleatorios y no dependen para nada del rendimiento del año pasado, puesto que las distribuciones son idénticas y del todo simétricas. En cambio, entre más se alarga la “anormalidad”, más se diferencian y más asimétricas se vuelven las distribuciones de rendimientos futuros: entre más excepcionalmente débiles sean los rendimientos pasados, más elevados son los rendimientos futuros, y a la inversa. O, en otros términos, la probabilidad de rendimientos elevados es tanto mayor cuanto menores hayan sido los rendimientos pasados... *lo que es la característica de una fuerza de regreso a la media*”.

Eso significa que es a partir del conatus de los inversionistas de largo plazo con compromiso pasivo que toca, como nos aconseja Nietzsche, fijar la meta. Ese conatus encierra grandes potencialidades. En otras palabras, de lo que se trata es de tomar conciencia de la necesidad de potencializar el conatus de los inversionistas de largo plazo con compromiso pasivo, potencialización que, si hemos de creerle a Heidegger, es en Platón...

---

164 Estas citas y las siguientes, esto es, los párrafos b, c y d están extraídas del libro de Aglietta y Rigot, pp. 218 y ss.

“el límite de la filosofía. Platón nombra a esta potencia potencializante *ἀγάθον*, que traducimos por el Bien. Pero la significación propia y originaria de *ἀγάθον* apunta: a lo que es apto para algo y convierte en apto a alguna otra cosa, aquello a partir de lo cual se puede comenzar a hacer algo; cuando se dice “¡bien!”, eso quiere decir: avancemos, a por ello, ¡hagámoslo! ¡Está decidido! *ἀγάθον* no tiene de ningún modo la significación del bien *moral*, la ética corrompió la significación fundamental de esa palabra”<sup>165</sup>.

La tarea del presente tendría que ser, entonces, la de asumir con plenitud el hermoso compromiso delante del cual nos puso otro francés, Henry Bergson cuando dijo:

“el rol de la vida es insertar indeterminación en la materia. Indeterminadas, esto es, imprevisibles son las formas que ella crea a medida que evoluciona”<sup>166</sup>.

La vida ha cumplido su tarea, dejando indeterminado el porvenir de la humanidad, que ha sido puesto en cuestión, está aún indeterminado y pende de un hilo (o de varios, a cuál más frágiles, con el agravante de que la ruptura de uno sólo puede dar al traste con todo) en la presente crisis. Hay que buscar el sendero para hacerlo viable, para hacerlo *bueno*, determinando aquello que la vida ha dejado en estado de

indeterminación. Tal es la tarea. Pero la misma no puede ser cumplida de cualquier modo, pues, así no le guste a Lordon, quien no tiene empacho en decir, refiriéndose al ahorro de los trabajadores en los fondos de pensiones, que...

“En cuanto a los ciudadanos-accionistas, con el uso aprenderán en donde está el poder verdadero, y se pondrán al corriente de la *nada* de su ahorro individual”<sup>167</sup>....,

la verdad es que no se parte de la nada. Se parte de unos hechos de bulto, como el de que los fondos de pensiones concentran una porción sustancial del ahorro mundial, y de que, si es cierto que son manejados, cuando no tienen compromiso de pasivo, como la fuerza de choque devastadora que ya se ha visto en manos del capital financiero, podrían ser muy otra cosa si se les impusieran principios propios de la defenestrada por Lordon racionalidad kanto-habermasiana, el fundamental de los cuales sería *imponerles por ley* proceder a una gestión que se haga cargo de que...

“Es la restricción pasiva la que se va a convertir en la referencia (*benchmark*) de la asignación de activos, como hubiera debido ser siempre, si los fondos de pensiones hu-

165 Martin Heidegger. (2001). *De l'essence de la vérité, approche de l' "allégorie de la caverne" et du Théétète de Platon*, Bibliothèque de Philosophie, Ediciones Gallimard, p. 128.

166 Bergson, Henry. (1969). *L'évolution créatrice*, Ediciones PUF.

167 Lordon, Frederic, *Los fondos de pensiones...* Op. cit. El subrayado es mío.

bieran sido personajes conscientes de sus responsabilidades frente a los ahorradores”<sup>168</sup>.

Como se echa de ver en la cita recién efectuada, Aglietta y Rigot pecan de optimismo excesivo, pues piensan que la restricción pasiva se va a imponer por sí sola como la referencia de la gestión de los financieros, lo que es, cuando menos, ingenuo.

Tal ingenuidad no afectó, en cambio, a los financieros cuando se trató de quitarles a los trabajadores cualquier posibilidad de intervenir en la manera en que se dispone de sus ahorros, en un raponazo jurídico cuya historia ha sido reconstruida por Sabine Montagne en el artículo titulado “Le trust, fondement juridique du capitalisme patrimonial”<sup>169</sup>, latrocinio a través del cual lograron obtener la mantequilla y los cañones, pues se hicieron con la gestión del ahorro pensional (con el argumento de que los trabajadores eran menores de edad, incapaces de decidir sobre el uso de su ahorro), sin las correspondientes responsabilidades en cuanto a garantizarles a estos menores rendimientos.

La restricción de pasivo debe, pues, ser generalizada e impuesta por ley como la referencia en la gestión

del ahorro del público. Y debe serlo, en particular, cuando de lo que se habla es del ahorro en fondos de pensiones pues, como yo lo escribiera en “De los caminos para detener al huracán financiero que azota al planeta”<sup>170</sup>, de lo que se trata en esta discusión es de que el argumento de Lordon, respecto de la supuesta nada del ahorro de los trabajadores en los fondos de pensiones:

a. Responde a una estrategia dialéctica típicamente sartreana, fundada en un error craso de Sartre respecto de la interpretación apropiada del fundamento del ser y de la percepción en Husserl.

En efecto, Sartre sostuvo en *El ser y la nada* que, para Husserl, “el ser del objeto es un puro no ser. Se define como una carencia”, interpretación a la que ciertos giros husserlianos parecían dar pie, pero que el mismo Husserl había refutado inapelablemente en un texto escrito con anterioridad al *Ser y la nada*, pero que sólo vio la luz por allá en 1998 en francés y en donde señalaba que...

“La percepción externa es una pretensión permanente de efectuar algo que por sí

168 Aglietta y Rigot, Op. cit., p. 204.

169 El artículo de Sabine Montagne (2008) apareció publicado en *Conflits et pouvoirs dans les institutions du capitalisme*, obra editada por Les Presses de Sciences Po, bajo la dirección Lordon.

170 Véase el artículo así titulado en *Odeon*, N° 4, 2007-2008.

misma y por su esencia está fuera de su alcance efectuar... (pues) es inconcebible una percepción exterior que agotara lo percibido en su contenido de cosa sensible; un objeto de percepción que pudiera ser dado según la totalidad de sus caracteres intuitivos sensibles en una percepción acabada omnilateral es impensable<sup>171</sup>.

Ello es así porque...

“el percibir... es una mezcla de exposición efectiva que entrega al expuesto intuitivo bajo el modo de una presentación original, y de indicación vacía que remite a nuevas percepciones posibles<sup>172</sup>.”

Pero en donde Husserl aclaraba empero que esa indicación es vacía, al contrario de cómo la interpretó Sartre,

“...es un vacío que no es una nada, sino un vacío que llama a ser llenado, una indeterminación determinable. Pues el horizonte intencional no debe ser llenado de cualquier manera; es un horizonte de conciencia que tiene en sí mismo el carácter fundamental de la conciencia como conciencia de algo. Ese halo de conciencia tiene su sentido, a pesar de su vacío, y lo tiene bajo la forma de una prefiguración que le prescribe una regla a la transición hacia nuevas apariciones actualizantes. Cuando se mira la parte delantera de la mesa, la parte trasera y todo lo que de la mesa es invisible es consciente en forma de pre indicaciones vacías (*Vorweisen*), aún si eso ocurre de manera muy indeterminada. Pero aunque

indeterminada, esa mirada indica de todas formas por anticipado (*Vorweis*) una figura corporal, una coloración corporal, etc., y sólo apariciones que indiquen eso mismo, pueden insertarse de manera concordante; sólo esas apariciones pueden mantener un  $x$  idéntico de la determinación como lo mismo, pero determinado de nuevo y más de cerca<sup>173</sup>.”

Ahora bien, podría creerse que Husserl, con tales señalamientos abundaba en la dirección de Sartre, toda vez que los explicitaba sosteniendo que...

“En la percepción que es actual, yo no tengo justamente nada más que este aspecto o modificación de aspecto y ningún otro, y siempre se trata sólo de modificaciones de aspectos limitados. En cada momento el sentido objetivo es el mismo relativamente al objeto puro y simple al cual se apunta y él se encuentra en recubrimiento dentro de la secuencia continua de apariciones momentáneas. Así por ejemplo, esta mesa. Pero este idéntico es un  $x$  permanente, un sustrato permanente de los momentos-de-mesa que efectivamente han aparecido, pero también de remisiones a momentos que aún no han aparecido... En otros términos, todo lo que aparece en propiedad sólo es aparición de cosa en razón a que está envuelto (*umflochten*) e impregnado (*durchsetzt*) por un horizonte intencional vacío, porque está rodeado de un halo de vacío conforme a la aparición...”<sup>174</sup>.

Podría parecer entonces que Sartre no estaba tan descaminado en sus aser-

171 Véase, Husserl, Edmund. (1998). *De la synthèse passive*, Grenoble, Colección Krisis, Ediciones Jérôme Millon, p. 95. La traducción es mía.

172 Ibid., p. 96.

173 Ibid., p. 98.

174 Ibid., p. 97.

tos: “un halo de vacío”, “un horizonte intencional vacío”, “un sustrato de remisiones a momentos que aún no han aparecido”...: ¿No son esas circunlocuciones en torno de la nada?

Pues bien, no, ¡de ningún modo lo son! Ya hemos dicho, por el contrario, con Husserl que...

“...es un vacío que no es una nada, sino un vacío que llama a ser llenado, una indeterminación determinable”<sup>175</sup>.

La prefiguración que debe prescribir la regla para la transición hacia nuevas apariciones actualizantes, la manera en que el horizonte intencional debe ser llenado en este caso, que no se refiere a la percepción, sino a la construcción social, viene dada por el silogismo demagógico de Drucker respecto de que los Estados Unidos son el país del socialismo realizado toda vez que “el socialismo se define por la propiedad de los medios de producción en manos de los trabajadores”, premisa mayor, “los fondos de pensiones, propiedad de los trabajadores, son los dueños de la mayoría del capital de las empresas norteamericanas”, premisa menor, lo que lleva a la conclusión falaz de que los Estados Unidos son socialistas, argumento risible cuando se tienen presentes los resultados bien reales de desestructuración social y de pobreza de los trabajadores norteamericanos

provocados por... ¡los fondos de pensiones! Pero argumento que debería convertirse en la consigna de las fuerzas sociales capaces de volverlo realidad.

b. Pues el argumento de Lordon tiene fundamentos materiales fundados en la lejanía que se constata del ahorro de los ciudadanos-accionistas de las decisiones respecto del uso de sus recursos, alejamiento de tal magnitud, que, según Lordon, nada cabe esperar tratando llevarlos a una conversión social de su gestión. Esa lejanía, de la que se habla, según Heidegger, “cuando algo no tiene algo, siendo que debería, de acuerdo con su esencia, tenerlo (aquello que le es retirado) *en razón a una violencia sufrida*”<sup>176</sup>, como la que han sufrido los trabajadores al ser desposeídos de la gestión de su ahorro gracias a la evolución que los financieros le imprimieron a la figura de la fiducia, es la que ha hecho a los fondos de pensiones incapaces de emprender el camino hacia una conversión social de su gestión. Pero puede ser combatida, neutralizada y anulada en sus efectos, si se adopta el principio de la restricción de pasivo, *estableciendo que los fondos de pensiones, todos, deben ser a presta-*

175 Ibid., p. 98.

176 Ibid., pp. 112 y 113. El subrayado es mío.

*ción definida! Y si establece que los fondos a cotización definida constituyen, como ya lo saben los ahorradores futuros pensionados que tanto han perdido por obra de esta crisis, práctica insegura.*

Con el establecimiento de ese principio, y con el conjunto de reformas que aquí se han inventariado, la crisis pavorosa que desencadenaron las finanzas desreguladas serviría para devolverle al vocablo crisis su significación griega original, la de apertura hacia nuevos y mejores horizontes. El optimista que soy cree que semejante utopía puede volverse realidad. Por esa meta, si cabría “trabajar, trabajar y trabajar”. Y no es tarde para comenzar, pues si la hipótesis planteada por Bernanke respecto del efecto de encarecimiento del crédito como factor clave para explicar la gran depresión

se pone en relación con la hipótesis de Aglietta y Rigot en el sentido de que “el crédito se va a encarecer y las utilidades de los intermediarios de los mercados financieros se van a ver roídas”, ello significa que el imperio de las finanzas desreguladas va a seguir provocándonos estropicios graves, y ello nos impone la tarea de, por esta vez, no provocarle un desengaño adicional a Greenspan (quien se declaró estupefacto ante el loco arrojito que exhibieron los financieros al comportarse como lo hicieron sin cuidarse de su propio porvenir), y cuidar mejor que nadie nuestro interés propio, que se confunde con el del género humano, haciéndonos cargo de promover las reformas que, gracias al saber conceptual, obra de la razón, tenemos por necesarias.