

## LOS MERCADOS FINANCIEROS COMO AGENTES DESTRUCTORES DEL CAPITALISMO

### 1. LA ECONOMIA DE MERCADO

¿Es el mercado enemigo de la democracia? ¿Se caracteriza esta crisis porque mandan en ella más los mercados que los Gobiernos? ¿Por qué someten a estos últimos? ¿Por qué tras una breve etapa de contrición y de ir a la defensiva, inmediatamente después del estallido de Lehman Brothers en septiembre de 2008, los mercados han vuelto a desafiar a las autoridades democráticas, a sus regulaciones? ¿Son los mercados los culpables de la crisis?

Son bastantes quienes así piensan. Y, sin embargo, esos enunciados no dejan de encarnar cierto simplismo. Conviene, pues, complicarse la vida.

Y quizá la mejor manera es emprender un pequeño viaje al pasado, para lo que resulta muy útil el reciente libro *La torre de la arrogancia*, de los profesores Antón Costas y Xosé Carlos Arias (2011).

La idea de mercado es muy anciana. En la Grecia Antigua, el ágora era al mismo tiempo un lugar privilegiado de sociabilidad económica en la ciudad y un verbo: comprar. En todos los sistemas posteriores, el intercambio comercial constituye un pivote de la vida económica. En los inicios del capitalismo, el mercado plasma una competencia que orienta a las empresas a suministrar a los consumidores los productos y servicios que estos desean, como describió Adam Smith en *Riqueza de las naciones* (1776). Los empresarios obtienen un precio con el que cubren sus gastos y obtienen, adicionalmente, una rentabilidad adicional moderada. Todo funciona como si se tratase de una “mano invisible”, el interés propio, actuando permanentemente. Cada empresario “solamente busca sus propias ganancias y... es conducido por una mano invisible para llegar a un final que no formaba parte de sus intenciones... Al buscar su propio interés, frecuentemente fomenta el de la sociedad con más eficacia que cuando realmente desea fomentarlo”, sostenía el padre de los economistas. “Nunca he conocido muchas buenas obras procedentes de aquellos que fingían hacer negocios por el bien ciudadano”, concluía.

En ese mercado, los precios constituyen un medio de contrastar y transmitir información, añadió Friedrich Hayek en *Economía y conocimiento* (1937). En casos como el de la escasez de una materia prima, sin necesidad de que medie ninguna instrucción, orden o sugerencia, “decenas de miles de personas” no identificadas “se deciden a usar el material o sus productos con mayor moderación, es decir, se mueven en la dirección correcta”. El sistema de mercado es un sistema de señales suministradas por una cantidad de información –la derivada de las compraventas concretas– que será “infinitamente superior a la que las autoridades podrán jamás” recopilar.

La doctrina económica liberal trató de compendiarse en dos teoremas. Uno, muy temprano, el del “equilibrio general” entre oferta y demanda de Leon Walras, perfeccionado por Vilfredo Pareto (1848), para quien un resultado alfa es preferible a otro beta si en alfa nadie está peor que en beta y al menos una persona está mejor: es la idea de la “eficiencia”, incluso “óptima”, todos los resultados del mercado libre son óptimos. Algo que pensadores contemporáneos como Amartya Sen han ridiculizado, pues supone que una economía puede ser eficiente “incluso cuando ciertas personas estén nadando en la abundancia y otras estén próximas a la



inanición, siempre que las personas que pasen hambre no puedan mejorar su situación sin mermar los placeres de los ricos".

El segundo gran teorema se debe a Kenneth Arrow (1921): "Se puede conseguir cualquier punto óptimo mediante una elección de precios apropiada según un sistema competitivo". Si Walras y Pareto traducen a Smith a términos matemáticos (los mercados libres generan resultados eficientes), Arrow "plantea la posibilidad de combinar eficiencia con equidad dentro de un sistema de mercado libre", como desarrolla John Cassidy en *Por qué quiebran los mercados* (2010).

## 2. EL DESENFRENO NEOLIBERAL

Apenas poco después de medio siglo, desde los años ochenta, "el libre mercado dejó de ser una manera de ordenar el mundo sometida a discusión y comparación con otros sistemas, para convertirse en artículo de fe, en una creencia casi mística", relata con ironía John Lanchester en *¡Huy!* (2010); "en este sistema basado en la creencia, la industria financiera dio lugar a una clase de sacerdotes y de magos y como tal empezó a ser considerada". Wall Street y la City londinense ejercían como templos de esa nueva religión.

Se auparon a tal condición en buena medida merced al empuje académico neoliberal. El conocido pensador de Chicago Milton Friedman que (en libros como *Capitalismo y libertad*, de 1962, y *Libertad de elegir*, de 1980) va más lejos que Smith, cuestionando que el Estado deba proporcionar infraestructuras y denigrando de la intervención pública. Para él, la economía se equilibra a sí misma: la única regulación factible es la autorregulación. "Los grandes avances de la civilización, ya sean en arquitectura o en pintura, en ciencias o literatura, en industria o agricultura, nunca han provenido de un Gobierno centralizado", sino de la energía individual y del mercado, sostuvo, por ejemplo, uno de los grandes economistas, y de los más polémicos, del siglo XX en su faceta de asesor económico del dictador chileno Augusto Pinochet.

Un alumno de Friedman, Eugene Fama, popularizó la hipótesis de la "eficiencia de los mercados". Sostiene que los mercados financieros siempre generan los precios correctos. Formulado de otra manera, el precio de los activos financieros refleja en cada momento toda la información relevante y todas las expectativas de los operadores en el mercado, ofreciendo todas las señales necesarias y suficientes para una asignación de recursos eficiente. Fama marcó el inicio de las finanzas cuantitativas, matemáticas aplicadas, uso de métodos estadísticos para proteger las inversiones de las circunstancias adversas.

La hipótesis de Fama vino a sumarse a la de las "expectativas racionales", presentada en 1961 por John Muth. Según esta, todas las personas tienen igual modelo matemático de la economía –que, además, es correcto– en sus cabezas. Lo emplean para formarse expectativas de salarios, precios y otras variables. El problema de esta hipótesis es que de las conductas posibles (racional/irracional) y de las motivaciones (económicas/extracoeconómicas) solo consideran una combinación, la de racionalidad combinada con motivos económicos.

El inconveniente de esta escuela es, como en otras, el exceso de obcecación doctrinaria. Uno de sus grandes nombres contemporáneos, el profesor Robert Lucas, fue elegido en 2002 presidente de la Asociación Económica Estadounidense. "Mi tesis es que la macroeconomía ha tenido éxito en este sentido original (el de impedir la reaparición del "desastre económico"): su problema fundamental de prevención de la depresión se ha resuelto a todos los fines prácticos y, de hecho, se ha resuelto para muchas décadas", afirmaría nada menos que en enero de 2003.

### 3. LOS ECONOMISTAS CRÍTICOS

Pese a la hegemonía del pensamiento neoliberal conservador durante décadas, no han faltado los economistas críticos. Entre ellos, George Akerlof, el autor de *El mercado de limones* (1970). Frente a las hipótesis de racionalidad y eficiencia de los mercados, este alega la existencia de asimetrías de información, no todos los actores de un mercado disponen del mismo nivel de información relevante. Por ejemplo, el vendedor de coches de segunda mano tiene mucha más que sus eventuales compradores. Existe una información oculta. Hay "limones" o coches malos en el mercado, que tienden a expulsar a los coches buenos. De aquí que sea mucho más fácil conseguir un trabajo cuando ya se dispone de uno, que no cuando se carece de él, porque quien no dispone de empleo suele ser objeto de la sospecha de las empresas de ser un "limón". Los seguros y el sistema financiero son sectores especialmente propicios a este tipo de información oculta.

En parecida línea, Joseph Stiglitz (*Whither socialism?*, 1994), sostiene: "Puesto que la información siempre es imperfecta —el riesgo moral y los problemas de selección adversa son endémicos a todas las situaciones de mercado—, los fracasos del mercado son generalizados en la economía". La omnipresencia de la información oculta debiera "eliminar la presunción generalizada de que los mercados son necesariamente la forma más eficiente de asignar recursos".

Y, sin embargo, el pensamiento dominante ignoró largo tiempo esas advertencias. El dirigente económico más relevante del último tercio del siglo XX, Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal de EEUU, reconoció ante el Congreso en octubre de 2008: "Nunca hubiera imaginado esa terrible fragilidad del sistema financiero. Sí, siempre pensé que los grandes bancos y aseguradoras se autorregularían... la vigilancia de los Gobiernos era indispensable y yo no vi". ¿Su visión de las cosas no funcionaba?, se le inquirió: "Exactamente, absolutamente" (*The financial crisis inquiry report*, 2011).

### 4. LOS MERCADOS FINANCIEROS

Aparte de los Gobiernos (y después, de los bancos centrales), la banca es la única institución económica capaz de crear dinero: no hace otra cosa cuando concede un préstamo. Por eso son tan importantes los bancos y quienes los dirigen, los banqueros.

"Los Wall Street del mundo son importantes, generan fuerzas desestabilizadoras y de vez en cuando los procesos financieros de nuestra economía dan lugar a serias amenazas de estabilidad financiera y económica, es decir, el comportamiento de la economía se torna incoherente", escribió en 1986 Hyman Minsky, uno de los economistas más heterodoxos y brillantes (*Stabilizing an unstable economy*). Minsky es el padre de la contra-hipótesis de la racionalidad y excelencia de los mercados, a saber, la hipótesis de la inestabilidad financiera: "En un mundo con finanzas capitalistas, no es cierto que la búsqueda del interés propio por parte de cada unidad conduzca a la economía a un equilibrio. El propio interés de los banqueros, los inversores apalancados y los generadores de inversiones puede llevar a la economía a expansiones inflacionistas y contracciones que creen desempleo". "El coeficiente de endeudamiento de los bancos y la importación de financiación especulativa y de Ponzi en la economía son dos caras de la misma moneda", añadía. Las finanzas especulativas son aquellos préstamos que deben ser refinanciados continuamente porque los prestatarios solo pueden pagar los intereses, y no devolver el capital: el reembolso depende de que el prestatario tenga acceso a una nueva fuente de ingresos. Es el esquema de Ponzi, de cualquier pirámide, de Bernard Madoff. Por si no hubiese quedado claro: las "instituciones financieras del capitalismo... son intrínsecamente perjudiciales". "La industria financiera cometió errores" que desembocaron en la crisis, sintetizó el excanciller alemán Helmut Schmidt en un foro europeo; "no fue la industria del automóvil, ni la del acero, sino la industria financiera. Punto". (EL PAÍS, 31 de octubre de 2012).

Entre las prácticas más polémicas de los grandes agentes financieros, que se prodigaron en las décadas más recientes y que provocaron la gran crisis de 2008 y la Gran Recesión, destaca la creciente titulación de distintos activos y su fragmentación exponencial. El crédito así subdividido se distribuía como activo sin relación con el contrato original, con lo cual se había acabado esfumando la relación de causalidad e interdependencia original. Un modelo bancario de "crear para distribuir" fue reemplazando al tradicional de "crear para mantener". Consecuencia directa de estas novedades fue la multiplicación de la opaquísima "banca en la sombra", mediante la cual se desplazaban de los balances enormes cantidades de préstamos titulizados de manera que, con la misma cuantía de capital, se incrementaba el volumen del negocio. Muchos empleados, sobre todo de la banca de inversión, pero no exclusivamente, tendían a preocuparse, más que de la solvencia crediticia de los prestatarios, de colocar masivamente los préstamos titulizados, en una diseminación intercontinental que acabó contaminando a buena parte del sistema financiero internacional.

El triángulo formado entre la creciente globalización, la irrupción de nuevas tecnologías de base digital, que permitían operar instantáneamente en cualquier punto de la geografía mundial, y el desplazamiento de la industria hacia los servicios, sobre todo en las economías maduras del primer mundo, acabó generando una exuberancia financiera disparatada. Hasta el punto de cambiar la naturaleza de las finanzas en el capitalismo: si estas habían servido para posibilitar el desarrollo de la economía productiva de base industrial, tendían ahora a canibalizarla, a servirse de ella. Esa macrocefalia financiera acentuó la desproporción entre el volumen de los movimientos financieros y el nivel del comercio internacional, entre la economía financiera y la economía real, generando una enorme inestabilidad, no sólo potencial. Se puede ejemplificar con un pequeño elenco de datos y tendencias:

- Los flujos internacionales de capital ascendían a 876 millones de dólares en 1980. Ascendían a 6,2 billones en 2005, según el informe del Mac Kinsey Global Institute (2009).
- El stock de activos financieros globales era en 1980 de 12 billones de dólares. En 2005 los había largamente decuplicado, para situarse en 140 billones.
- Los beneficios de las empresas financieras de EEUU multiplicaron su valor por 33 entre 1970 y 2006. Los de las empresas no financieras, por 19; el PIB, por 12.
- El porcentaje de activos financieros sobre el PIB mundial era del 109% en 1980; superaba el 343% en 2007.
- Entre 1980 y 2000, los beneficios del sector financiero subieron de 32.400 millones de dólares a 195.800 millones, según el Departamento de Comercio de EEUU y la cuota del sector financiero de todos los beneficios generados a escala nacional pasó del 19% al 29%. Y en la primera década del siglo actual alcanzarían el 41%.
- En los años ochenta, la media de ingresos del sector financiero de EE UU era muy similar a la de los sectores industriales, en torno a 2010 se había disparado casi al doble, el 181%.
- Entre finales de 2002 y de 2006, el endeudamiento del sector financiero pasó de unos 10,1 billones a 14,3. A finales de 2007, 16 billones: un porcentaje del 117% del PIB.
- Entre 1999 y 2007, el comercio mundial se incrementó en el 140%, mientras que los flujos de capital lo hicieron en el 366%. En 2007 el valor de las transacciones financieras equivalía a 70 veces el PIB mundial.
- A finales de 2007, el mercado de derivados financieros negociados fuera de mercados regulados (definidos como "armas financieras de destrucción masiva" por el financiero Warren Buffett) era de 596 billones de dólares, para un PIB mundial de 55 billones dólares, 11 veces inferior. Todos los días se compra y se vende por más de un billón

de dólares en derivados, muchos de ellos en Londres, quizá hasta dos billones. La estadística es incierta, ya que se trata muchas veces de operaciones OTC, *over the counter*, fuera de balance, sin intermediarios ni registros como en el caso de la Bolsa.

El desplome de la banca de Wall Street y la necesidad del rescate de las principales instituciones financieras de EEUU y el Reino Unido respuntó el fracaso del capitalismo anglosajón, hasta el punto de que la magnitud de la intervención estatal en EEUU y Gran Bretaña se situó en un nivel "parangonable al de las épocas de guerra", como ha descrito Lanchester.

## 5. LA CITY, EPICENTRO DEL DESASTRE

La contundencia del desplome de la banca de inversión de Wall Street ha tendido a mantener en la penumbra el protagonismo de la City londinense en el ascenso, glorificación y declive del capitalismo financiero de nuevo cuño, el de la era neoliberal. El punto de partida es la llegada de Margaret Thatcher al poder y la abolición de los controles de cambio en 1979, dando lugar a una extraordinaria movilización de los flujos de capital. El proceso culminó en el famoso *big-bang* de 1986, que supuso, resumidamente, la supresión de casi cualquier restricción a los movimientos de capital, la apertura de la plaza a cualquier entidad extranjera, y la consagración de la City como poder hegemónico en la vida pública británica. Y con ella, la de un estilo "La City siempre desea hacer dinero demasiado rápidamente y asumiendo muy poca responsabilidad: quiere obtener una gran tajada de los negocios como rendimiento de su capital, es impaciente respecto del crecimiento lento, no entiende la importancia de la inversión y las relaciones personales y solo aspira, como en un casino, a conseguir un rendimiento espectacular en el plazo más breve posible", sintetiza el mismo autor.

En realidad, todos los días se compran y se venden derivados (los más funestos, los CDO u obligaciones de deuda colateralizada, o garantizada, por sus siglas en inglés) por una cantidad superior al billón de dólares, en operaciones cerradas en gran parte desde la City, donde tienen su cuartel general. Los derivados, activos financieros que no traducen transacciones de productos reales, sino virtuales, fueron la causa de la quiebra de la aseguradora AIG, tras Lehman Brothers, y de la intoxicación de otras: el equipo de AIG que suscribió los seguros (CDS) que la arruinaron tenía su base en Londres.

Las entidades financieras, de Wall Street y de la City, ocultaban y ocultan algunos de estos activos envolviéndolos en vehículos de objetivo especial sitios en -hoy semi-paraisos fiscales que son auténticos terminales de la City, como los territorios británicos de las islas Caimán, las Bermudas o las Islas Vírgenes.

Fue también en la City donde Goldman Sachs puso su pica en Europa, a raíz precisamente del *big bang* de 1986. Fue desde su oficina de la City desde donde la banquera Antigona Loudiadis enmascaró la contabilidad de Grecia para que pudiera incorporarse a la moneda única en la segunda vuelta, en 2002: "El expediente estaba hábilmente planteado, íbamos a piñón fijo, hay tanto dinero por ganar que uno apenas profundiza", confesó al periodista Marc Roche uno de su equipo ("El banco: cómo Goldman Sachs dirige el mundo", 2010). Loudiadis fue premiada con la presidencia de una compañía de seguros del grupo.

Y de nuevo, fue en la City donde, en 2007, Goldman buscó ayudas para el quebrado Northern Rock y con Lloyds en 2009, cuando intentó aliviar la agonía del Royal Bank of Scotland, ahíto de activos tóxicos del fondo ultraspeculativo Abacus. que la propia Goldman le había endilgado al banco holandés que compraron los escoceses, el ASBN Amro; y al alemán IKB; y donde protagonizó un intento de chantaje al Gobierno de Gordon Brown cuando este impuso un impuesto del 50% a los bonus de los banqueros, amenazándole con abandonar Reino Unido. Fue también en Londres donde se bautizó a los principales países emergentes como BRIC y donde el banco inició la operación de seducirlos.



Más tarde, en septiembre de 2011, se le destapó desde Londres al *broker* de la suiza UBS (ese refugio dorado para delincuentes fiscales), Kweku Adoboli, un desfalco de 1.500 millones de euros en "operaciones no autorizadas", consistentes en especulativos, y ocultos, contratos de futuros. El banco se tambaleó como resultado de la caída en picado de sus acciones, lo que irritó a fondos soberanos copropietarios, como la Corporación de Inversiones de Singapur.: tuvo que echar al consejero delegado. La UBS reincidía en la fetidez: ya estuvo a punto de quebrar por haber estafado demasiado con las hipotecas basura de Lehman en 2008, de lo que se salvó gracias al rescate del Gobierno suizo.

Pero estas prácticas no quedaron encerradas en el ámbito del distrito financiero de Londres, ni en el de Nueva York. Ni tan siquiera circunscritas al capitalismo anglosajón. La gravedad del fenómeno va aún más allá, por las vías de la emulación y el contagio. Existen sub-modelos de capitalismo, pero no habitan compartimentos estancos. La transmisión de los productos tóxicos y de las prácticas de riesgo a otros submodelos vino favorecida por el prestigio de flexibilidad atribuido al modelo anglosajón, la presunción de su mayor competitividad en la innovación y su consagración en las altas escuelas de negocios, como ha denunciado en un sugestivo panfleto la periodista Florence Neuville ("Soy economista y os pido disculpas", 2011). En todo caso, la competencia de submodelos que radiografiaba hace ya tiempo Michel Albert en *Capitalismo contra capitalismo* (1992) se saldó con ventaja para el "modelo anglosajón" sobre el "modelo renano". Quizá la profundidad de la crisis financiera en EEUU y el Reino Unido, la imperiosidad de nuevas regulaciones financieras y la irritación ciudadana por los excesos de los mercados financieros vuelvan a dar una oportunidad al modelo renano, más corporativo, más regulado, más atento a la economía industrial. Menos salvaje.

## 6. MERCADOS Y DEMOCRACIA

Tras el gran estallido de septiembre de 2008, la mayoría de los Gobiernos experimentaron una caída del caballo desregulador comparable a la de Saulo. Se inició entonces un pulso, sobre todo a través de varios canales: el, reconfigurado, G-20; el, reformateado, FMI; la reacción del nuevo presidente de EE UU, Barack Obama, y las de organizaciones regionales como la Unión Europea. Un pulso para volver a someter a los mercados, sobre todo financieros, a una regulación más prudencial y a un control más garantista que evitase en el futuro la repetición de abusos y estallidos como el de la banca de inversión de Wall Street.

Este pulso se describía frecuentemente como una batalla entre dos rivales acérrimos, el poder político (la democracia) y el poder económico (la banca y los mercados financieros), o más escuetamente entre democracia y mercado. No sin cierta simplificación, pues Karl Polanyi ya nos había advertido de que "el mercado ha sido el resultado de una consciente y frecuentemente violenta intervención por parte de los Gobiernos, quienes impusieron la organización del mercado a la sociedad por medios no económicos" (*The great transformation*, 1944). Y Dani Rodrik acaba de abundar en el mismo sentido: "Si quieres que los mercados se expandan, necesitas que el sector público haga lo mismo" (*La paradoja de la globalización*, 2011). Sea como fuere, los profesores Costas y Arias destacan con acierto algunas características específicas del proceso de tensión entre ambos polos:

- La democracia ha acompañado a la globalización: se ha extendido con ella.
- Los Gobiernos se han resistido a ceder soberanía a organismos supranacionales, pero la han cedido a los mercados y a los organismos reguladores independientes: ha habido un "desplazamiento del poder político a favor del económico/financiero".
- La globalización funciona sobre reglas difusas al margen del "imperio de la ley", que incluye transparencia y rendición de cuentas.
- La proliferación y creciente relevancia de organismos como los bancos centrales o las agencias reguladoras independientes, que son organismos "ademocráticos", ocasiona evidentes problemas de legitimidad.

- La estabilidad de precios se convirtió en la gran receta para reducir los márgenes de discrecionalidad de las políticas, después de que en los años setenta se registrase en muchos lugares una inflación de dos dígitos. Ello llevó a establecer reglas automáticas y ejecutores independientes de las mismas en busca de una inflación tendente a cero, mediante una consolidación fiscal a toda costa. Pero la obsesión por la inflación no dejó ver la amenaza de la burbuja de crédito y la burbuja de activos.

La macrocefalia de los mercados financieros, los mecanismos pervertidos de los mercados para controlar la política, como las agencias de calificación ¿son consustanciales a la idea de mercado? o ¿suponen su desnaturalización? Una aproximación que trata de reconciliar mercado y democracia, y más aún, mercado y socialdemocracia, es la del profesor Daniel Innerness, quien parte "del principio de que el mercado es una conquista de la izquierda y la competencia es un auténtico valor de la izquierda, frente a las lógicas del monopolio y de los privilegios". La lucha por "la regulación de los mercados, ese objetivo tan propio de la tradición socialdemócrata, no es una estrategia para anularlos, sino para hacerlos reales y efectivos, es decir, para ponerlos al servicio del bien público y la lucha contra las desigualdades" ("El mercado, un invento de la izquierda", EL PAÍS, 23 de abril de 2011).

En una línea parecida, el profesor Joan Tugores propugna "la necesidad de recuperar un equilibrio razonable, ahora perdido, entre la política y la economía o, si se quiere, entre unas democracias sólidas y unos mercados que ya son bastante fuertes... (los) mercados globales requieren instituciones de calidad también globales" (*Avui*, 23 de junio de 2012).

Más pesimistas son algunos especialistas de otras disciplinas. "La realidad de esta crisis nos muestra cómo la presión insoportable de los mercados sobre los Estados democráticos" que pretenden garantizar un espacio abierto de valores, obliga a estos a "reducir el espacio público donde estos valores se realizan, donde se les garantiza el acceso universal: el espacio educativo, el espacio de salud, el espacio de cultura y todos los espacios de socialización", sostiene el pedagogo Joan Manuel del Pozo en *Llibertat i mercats: un conflicte ètic* (en la web *economiaiprogres*, 5 de julio de 2012).

## 7. LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN

"Los fallos de las agencias de calificación fueron engranajes esenciales en la rueda de la destrucción financiera", reza literalmente una de las principales conclusiones del informe redactado por el Parlamento norteamericano tras la investigación sobre la crisis realizada por una comisión del mismo (*The financial crisis inquiry report*, 2011). "Las tres agencias de calificación de créditos fueron causantes clave del derrumbe financiero", prosigue. "Los activos hipotecarios titulizados que están en el corazón de la crisis no podrían haber sido comercializados y vendidos sin su sello de aprobación. Los inversores confiaban en ellas, con frecuencia ciegamente. En algunos casos estaban obligados a usarlas, o los estándares de capital regulatorio dependían de ellas. Esta crisis no podría haber ocurrido sin las agencias de calificación".

El papel creciente de las agencias de calificación se debe a su función como evaluadoras privadas, no sólo de empresas, sino también de instituciones y países. Un mercado desregulado debía, al menos, ofrecer alguna orientación sobre la evolución de sus principales agentes. De alguna manera, las agencias representan la privatización de esa función de control. Hasta tal punto que no sólo los grandes inversores corporativos mundiales estipularon en sus criterios de inversión unos niveles mínimos de calificación para poder invertir en una empresa determinada, sino que también los bancos centrales y otras instituciones establecieron ese mismo requisito, dispensado por las agencias privadas, para aceptar garantías ("colaterales") sobre sus préstamos a la banca. "Se `solucionaba´ un complicado problema de gobernanza pasándoselo a entidades privadas con ánimo de lucro", describe Rodrik, pero en la solución se generaba el problema, pues los incentivos de las agencias, que por su naturaleza privada pretendían (y lograban) maximizar beneficios, "no estaban en adecuada concordancia con los de la sociedad" ("*La paradoja de la globalización*").

Hace ya bastante tiempo que especialistas de primera fila advertían contra su “limitada capacidad para prever cambios importantes y crisis financieras” (Carmen Reinhart y otros en *Ratings, rating agencies and the global financial system*, 2002). Y apuntaban al carácter procíclico de su actividad, es decir, que se dejan objetivamente arrastrar por el signo de la coyuntura, exagerando en sus exámenes el optimismo en circunstancias expansivas y magnificando el pesimismo en momentos recesivos. Y aun reconociendo algunos aciertos concretos, la academia empezó a establecer una cierta presunción de disfuncionalidad de las agencias para la buena marcha de los mercados y, en su caso, de irrelevancia (demostrada por ejemplo en ocasión de la degradación de la deuda de EEUU y de Francia en 2011 por S&P, que ocasionó un alza sostenida en su cotización, en vez de lo contrario). Pero nada que llegase a la altura de las gravísimas y deslegitimadoras acusaciones de la comisión de investigación estadounidense en 2011.

Un estudio empírico del FMI, más reciente, coincide en la conclusión de que las agencias han contribuido a distorsionar los mercados: “Los anuncios de las calificaciones de deuda desencadenan efectos significativos, estadística y económicamente, tanto entre los países como en los mercados financieros, de forma que esos anuncios pueden provocar inestabilidad financiera”, indica (*Sovereign rating news and financial markets spillovers*, FMI, marzo de 2011).

El mismo trabajo dictamina la inoperancia de las agencias en orden a prever los acontecimientos financieros inminentes. “No anticiparon las debilidades macroeconómicas de las economías europeas que siguieron a la crisis financiera”, asegura, basándose en que de los 71 anuncios sobre calificaciones de bonos públicos realizados entre octubre de 2006 y abril de 2010 por las tres grandes, solo tres se publicaron antes de la crisis de Lehman Brothers, y de esos tres sólo uno fue para rebajar una calificación, la de Ucrania. Conviene recordar al respecto que lo mismo, o peor, sucedió en sus relaciones con las empresas privadas: S&P publicó, el 17 de marzo de 2008, un dictamen sobre Lehman apenas seis meses antes de su derrumbe. “Ha navegado muy bien”, sostenía, “en unos mercados financieros persistentemente volátiles”. Y hasta el 10 de septiembre, cinco días antes de su quiebra, mantuvo para sus títulos la etiqueta de “alta calidad”.

Ahora bien, una cosa es el defecto técnico, el sesgo o la inanidad de un análisis o actuación determinados, en este caso de las agencias de calificación. Y otra muy distinta, la corrupción. Es el salto que se ha producido con la publicación por el Banco Central Europeo de un exhaustivo análisis independiente sobre 39.000 notas otorgadas por las tres grandes (*Bank ratings, what determines their quality?*, de Harald Hau, Sam Langfield y David Marqués-Ibáñez, BCE, IMF Working Paper Series, octubre 2012). La gran conclusión del examen es que S&P, Moody's y Fitch habitan un sistema corrupto. Con elegancia, los autores solo aparentan denunciar un grave “conflicto de interés”. Pero eso es solo una situación objetiva en la que un protagonista afronta dos mandatos incompatibles entre sí. En este caso, entre los clientes que les encargan y pagan los informes de calificación, y los mercados a los que dicen servir. Cuando el conflicto de interés se resuelve en favor del poderoso, “los 10 grandes bancos” incluidos en su análisis, mediando compensaciones cuantificables, y contra la parte débil, en este caso inversores, fondos de pensiones y público en general, el conflicto estalla: carcome el sistema de evaluación, destruye su independencia técnica, se convierte en abierta corrupción.

Las tres examinadoras yerran a favor de unos. “Los grandes bancos obtienen sistemáticamente calificaciones más favorables en relación con sus riesgos de suspensión de pagos medidos dos años después”: una sobrestimación de 15 posiciones para cada 100 bancos estudiados. Este “significativo sesgo refleja sobre todo los incentivos conflictivos” de las agencias, que se cobran luego tanta generosidad: “Asignan sistemáticamente calificaciones más favorables a los bancos que les proporcionan una gran cantidad de negocio por calificar bonos de titulación de activos”. ¿Conflicto? Más bien chantaje/soborno técnico.

Con relativa celeridad para lo que es costumbre, la UE aprobó a instancias de la Comisión (que lo había propuesto ya en 2006) un reglamento (el 1060/2009) para regular la actividad de las agencias, sometiéndolas a mayor transparencia y exigencias de una operativa menos

vulnerable a los "conflictos de interés". Dos años después, convencida de su insuficiencia, el Ejecutivo comunitario anunció su reforma para endurecer el trato a las agencias: por ejemplo, exigiendo que cada tres años sus clientes las sometieran a rotación, o que se exijan dos calificaciones para los productos estructurados complejos. La Unión persigue también una mayor competencia, que rompa el oligopolio existente.

Posiblemente haya necesidad de soluciones más radicales. Como la de retirarles el privilegio regulatorio, esto es, el paraguas público por el que los Estados imponen que sus notas sean exigibles a empresas y bancos. "Los políticos deben revisar si es adecuado usar calificaciones de crédito en las regulaciones de los mercados financieros", aconsejaba el trabajo citado del FMI. Otros planteaban incluso la discusión sobre la conveniencia de un "régimen de responsabilidades contra los errores de las calificaciones" (*Rate expectations: what can and cannot be done about rating agencies*, Nicolas Véron, Bruegel, 2011).

## 8. LOS CAUSANTES DE LA BURBUJA

Volvamos un poco atrás. Porque las agencias son un elemento que ha contribuido a la crisis, un árbitro esterilizado, una fuente de corrupción: causantes de la crisis, pero no los primeros. Estos son los mercados financieros, que las engloban, pero no como sus protagonistas primordiales. "Las inflaciones de crédito temerarias" son "la causa principal de todo malestar económico", escribió Alfred Marshall, en sus *Principios de economía*.

La burbuja es una buena metáfora de la crisis, porque supone la metástasis del vacío. "Cada burbuja es diferente, pero casi todas comparten tres características comunes: los políticos, que están en deuda con la ilusión de estabilidad; las innovaciones financieras, que hacen que especular sea más sencillo; y el pensamiento de la Nueva Era, tipificado en un exceso de confianza y una miopía del desastre", describe Cassidy, 259). "En las burbujas inmobiliarias, la política monetaria es fundamental. Los bajos tipos de interés proporcionan el helio que infla la burbuja", detalla. El aumento de precios genera más demanda (¡en vez de lo contrario!), lo que a su vez da lugar a precios más altos. Es ese fenómeno el que distingue a los mercados estables de los inestables. En los mercados que contienen un elemento especulativo, mayores precios pueden generar mayor demanda, sin duda la subida de los precios también generará un aumento de la oferta. De modo que durante una burbuja especulativa, "las leyes de la oferta y la demanda no se revocan, sino que se suspenden".

En línea muy similar, Lanchester dictamina: "La industria financiera fue la causa de la crisis". Y amplía: "Pero esta no se habría producido sin la colaboración de los Gobiernos que durante décadas se adhirieron incondicionalmente a la idea del puro capitalismo del *laissez-faire*. Sustancialmente lo que esta ideología hizo en la práctica fue permitir que los banqueros escribieran sus propias reglas, o su falta de reglas". "Esta crisis ha sido el resultado directo de burdas, y frecuentemente ilegales, prácticas de los bancos, que causaron una increíble miseria a millones de ciudadanos americanos", resume John Nocera (*International Herald Tribune*, 4 de abril de 2012).

La autocolocación de los financieros en un espacio sin reglas acabó probablemente mellando su sentido de la realidad. "Lo único que les pido que entiendan es que ustedes viven en el mismo planeta que los demás", llegó a espetarles el secretario del Tesoro británico a los banqueros de la City. Y con rotundidad mordaz, el presidente de la comisión de investigación parlamentaria estadounidense, acusó así a los cuatro grandes bancos de Wall Street: "Lo que ustedes han estado haciendo es vender a sus clientes un coche con los frenos estropeados, y al mismo tiempo le han 'colocado' al conductor una póliza de vida".

En el caso concreto de España, las responsabilidades en la gestación de la última burbuja fueron compartidas entre la banca y la construcción.

La construcción, y más concretamente el sector inmobiliario y el subsector de la construcción residencial experimentaron en España una elefantiasis exagerada. Así lo indica una rápida ojeada a algunos datos básicos:

- En 2007, la formación bruta de capital del subsector inmobiliario era del 9,2% del PIB; en 2011, del 4,1%: la pérdida era de 5,1 puntos.
- En 2007, la construcción significaba el 18% del PIB, y, solo el subsector inmobiliario, el 14%.
- Entre 1997 y 2006, ambos incluidos, el promedio anual de viviendas empezadas a construir en España alcanzó la cifra de 760.179; lo que equivalía al 350% del promedio alemán; el 328% del británico y el 239% del italiano (European Mortgage Federation).
- En 2007, el 13,6% de la población ocupada trabajaba en la construcción; en 2011, el 7,6%: la pérdida era de 6 puntos.
- Entre 1997 y 2007, los precios de la vivienda subieron el 175% en EEUU, el 180% en España, el 210% en Reino Unido y el 240% en Irlanda.
- Entre 1997 y 2007 el saldo vivo del crédito al comprador de vivienda aumentó en España a un ritmo medio anual del 20%.
- A finales de 2008, en España había 997.652 viviendas por vender, de las que dos tercios estaban terminadas.
- Las necesidades de vivienda anuales se acercan a las 300.000 unidades; en los momentos del boom se construía más del doble, y hasta el triple.
- En la UE se construía, como promedio, entre 8 y 10 casas por cada 1.000 habitantes; en España, entre el doble y el triple.
- Los seis principales grupos constructores españoles crearon sendos imperios con escaso capital y abundante endeudamiento. Antes de la crisis habían acumulado una deuda de 22.250 millones de euros.
- Entre verano de 2008 y final de 2011 cayeron una de cada cuatro empresas dedicadas a la construcción de edificios; desaparecieron 134.000 (Esade).
- Las ayudas públicas (de distinta naturaleza) al sector financiero español alcanzaron en 2.010 los 87.145,47 millones de euros, equivalentes al 8,20% del PIB (solo superadas en la UE por Francia, 91.528 millones; Alemania, 164.498 millones, e Irlanda, 361.275 millones) (Comisión de la Competencia).
- A febrero de 2012, el número de procedimientos de embargo iniciados por impago de hipotecas ascendía a 328.000; los desahucios emprendidos, a 150.000.
- El “banco malo” (Sareb) se aprestaba a final de 2012 a recibir el traspaso de activos inmobiliarios dañados procedentes de los bancos en dificultades, sustancialmente los nacionalizados, por un importe de 89.000 millones de euros según su valoración en libros, que equivaldrían a 44.000 millones a precios ajustados.

La extraordinaria interrelación entre el desplome inmobiliario y la crisis de la banca se explica sobre todo porque fue ésta quien financió en mayor medida el crecimiento exponencial del sector. La morosidad creciente y la necesidad final de establecer un “banco malo” que recogiese los activos tóxicos inmobiliarios incorporados a los balances de los bancos, por importes escalofriantes, son meras consecuencias de lo anterior. Si los datos son

incontestables, la orientación de las tendencias y sus causas admiten distintas perspectivas. Así, en la atribución de responsabilidades, algunos tiran por elevación: "Si los banqueros han cometido imprudencias o delitos, la responsabilidad será tanto o más de los supervisores que de aquellos", sostiene el profesor Gabriel Tortella (EL PAÍS, 7 de junio de 2012). "Atribuir la responsabilidad de la crisis a los banqueros", remata, "es equivalente a atribuir la siniestralidad en la carretera a los conductores: ¿banqueros al banquillo? Supervisores primero".

Cualquiera que haya sido el grado de insuficiencia supervisora del regulador –que, por tanto, alguna cuota de responsabilidad ostentará–, sin embargo, parece exagerado, al menos en términos jurídicos, culpar en primer término de una acción perjudicial no a quien la ejecuta, sino a quien no logra evitarla. La responsabilidad se distribuye siempre en cascada, sin saltarse a quienes en primer lugar la ostentan. En esta línea, y centrándose en el aspecto económico de la cuestión, parece más sensato concluir, con el profesor Alfredo Pastor (*La Vanguardia*, 17 de junio de 2012), que "en la gestación de una burbuja ejerce un papel principal el sistema financiero: sin sistema financiero no hay burbuja, porque la presión compradora que hace posible el aumento del precio de los pisos y terrenos se alimenta del crédito". O eso parece.