



Universidad Católica Argentina

LECCIONES DE UNA CRISIS ANUNCIADA

STEFANO ZAMAGNI

Università degli Studi di Bologna

Resumen

El autor examina las razones de la crisis actual e identifica dos clases de causas, las próximas, relacionadas con las particularidades específicas adoptadas por los mercados financieros, y las remotas, vinculadas a las transiciones culturales que acompañaron al cambio del capitalismo industrial al financiero.

Entre las causas próximas identificadas se encuentran la desregulación y la falta de supervisión del sector financiero iniciadas a partir de los años 70 en los EEUU, la necesidad de rendimientos cada vez mayores generada por los fondos de pensión y la utilización de modelos con supuestos y herramientas que, en última medida, subestimaban el riesgo de las inversiones.

El segundo grupo, las causas remotas, esta compuesto por aquellas que cambiaron el marco cultural de la sociedad occidental. El autor sostiene que las teorías económicas sobre el accionar humano han logrado influenciarlo y que el paradigma de sociedad esta virando hacia uno que no incluye otro valor que la eficiencia, donde la empresa no es vista como una asociación sino como una mera mercancía.

Clasificación JEL:

G2 Instituciones y Servicios Financieros

G23 Los fondos de pensiones, otras instituciones financieras privadas

G24 Investment Banking; Venture Capital; Brokerage

P1 Sistemas Capitalistas

P17 Desempeño y Perspectivas

Palabras clave: Crisis financiera, desregulación, estimación del riesgo.

Citación: Zamagni, Stefano. "Lecciones de una Crisis Anunciada", *Ensayos de Política Económica*, N° 3, 2009

Abstract

The author examines the reasons behind the current crisis and identifies two types: the immediate ones, related to the particularities adopted by the financial markets and the remote ones, tied to the cultural changes that followed the transition from industrial to financial capitalism.

Among the immediate causes one finds the deregulation and lack of supervision the financial sector has been subjected to since the 1970s in the USA, the need to obtain ever increasing returns on investments generated by pension funds and the usage of models with assumptions and tools that, ultimately, underestimated risk.

The second group, the remote causes, is composed by those that changed the cultural framework of western society. The author sustains that the economic theories on human action have managed to influence it and that the paradigm of society is shifting towards one that does not include any other value other than efficiency, where the corporation is not seen as an association but as a mere merchandise.

Los autores de los artículos publicados en el presente número ceden sus derechos a la revista para que divulgue los mismos, en formato digital, en el Repositorio Institucional de la Universidad Católica Argentina y en cualquier otro medio académico que considere relevante.

1. Introducción

La crisis financiera, iniciada en el verano de 2007 en los Estados Unidos y luego difundida por contagio al resto del mundo, es de naturaleza sistémica. No se trata, ni de una crisis coyuntural, ni de una crisis regional. Sino que constituye el punto de llegada inevitable de un proceso que en los últimos treinta años ha modificado radicalmente la esencia y el funcionamiento de las finanzas, minando de esta manera las propias bases del orden social liberal, que es signo inequívoco del modelo de civilización occidental. La naturaleza de las causas de la crisis es doble: por un lado aquellas próximas, relacionadas con la peculiaridad específica adoptada por los mercados financieros en los últimos tiempos, y por otro, las remotas, que remiten a algunos aspectos de la matriz cultural que ha acompañado la transición del capitalismo industrial al financiero. Desde el momento en que comenzó a tomar forma el proceso de dimensión época que llamamos globalización, las finanzas no solamente han crecido constantemente en su participación en el conjunto de las actividades económicas, sino que han contribuido progresivamente a modificar tanto el mapa cognitivo de las personas, como su sistema de valores. Es a este último aspecto al que se remite cuando hoy se habla de la "financierización" (financialization) de la sociedad. "Finanza", es literalmente, todo lo que tiene un fin; si las finanzas se desvían de su rol histórico, no pueden generar más que efectos perversos.

En mi exposición a continuación, me detendré, si bien de forma breve por razones de espacio, en primer término a las causas próximas de la crisis y luego, en segundo término, a las causas remotas. No me ocuparé, por tanto, ni de los efectos del colapso actual, ni de los caminos de salida del mismo. Sobre estas dos cuestiones las contribuciones son ya numerosas. La intención que guía este escrito no es la de aportar evidencia estadístico-económica o ulteriores descripciones del mecanismo, dado la ya vasta y precisa literatura existente (Se puede consultar al respecto C.R. Morris, Crack. Come siamo arrivati al collasso del mercato e cosa ci riserva il futuro, Elliot Ed., 2008), sino más bien la de hacer emerger de los hechos que se narran del desastre financiero aquella ideología falaz –travestida de presunta cientificidad– de la que estaban empapados los operadores del mercado, las autoridades políticas del gobierno, las agencias de control, es decir, aquella específica escuela de pensamiento económico, hoy dominante, denominada mainstream económico. Se trata de la ideología que, a partir del supuesto antropológico del homo economicus –que es asumido, atención, y no una proposición demostrada– o del egoísmo racional, llega, después de un largo recorrido sembrado de refinados teoremas y de indagaciones econométricas, a la conclusión que los mercados, incluyendo los financieros, son arreglos institucionales capaces de auto-regularse. Lo cual implica una doble tarea, por un lado ser arreglos capaces de darse a sí mismos reglas para el propio funcionamiento, y, por otro, de hacerlas respetar.

El puente que comunica este tema con tales conclusiones es el ethos de la eficiencia, verdadero principio regulador de la sociedad post-moderna. Esto está ligado a la difusión en nuestra cultura del principio de eficiencia, que desciende del "mito preformativo" por cual "decir" significa "hacer", y en consecuencia que una cosa se constituye en verdadera por el solo hecho de que la hacemos. Este es el estado de ánimo general que ha provisto el combustible a la máquina especulativa. La cual ha podido ciertamente afianzar instrumentos y productos financieros con una "potencia de fuego" nunca antes vista. Se puede pensar en automatismos como el program trading computarizado como algo análogo a un acelerador de partículas, que amplifica, de modo pro-cíclico, la tendencia al alza y a la baja del mercado bursátil. Pero es evidente que una burbuja especulativa de las proporciones como la que hoy presenciamos no hubiera sido posible jamás sin

aquella “burbuja mental” que ha hecho creer a muchísimos que era posible reducir el riesgo a cero, mientras se pudiera con éxito extenderlo entre un número suficientemente alto de operadores.

El riesgo, cuando existe, puede ser diferido o reducido, pero nunca anulado. Tal sentido de omnipotencia, alimentado durante muchos años por la euforia financiera, se ha apoderado del habitus mental no solamente de los traders y de los agentes de las instituciones financieras, sino también de las autoridades políticas, de los centros mediáticos, y de no pocos ambientes universitarios y de investigación. La auto-refencialidad de las finanzas –las finanzas que devienen un fin para sí y en sí– han logrado de este modo hacer olvidar la máxima de Platón según la cual: “la única buena moneda con la que se necesita cambiar todas las otras es la phronesis, la inteligencia que está en guardia”. Una máxima que el ilustre economista americano John K. Galbraith bastante prosaicamente ha expresado así: “Es bueno que cada tanto el dinero sea apartado de los imbéciles”. Y es bueno que así sea en el futuro, porque son muchos los inocentes que pagan por la hybris de los imbéciles, en el sentido de Leon Bloy. Como enseña la historia, el phronos zeon, la ira de los dioses que resulta de la hybris, se abate sobre los últimos y más vulnerables, lo cual es simplemente escandaloso que pueda suceder en sociedades que se autodenominan abiertas y civiles.

2. Acerca de las causas próximas de la crisis

Haber permitido que el sector de las mutuales hipotecarias se convirtiera en un auténtico casino financiero es ciertamente una primera causa próxima de la crisis actual (Ya John M. Keynes había anticipado en 1926 que “cuando la acumulación de capital de un país se torna el subproducto de la actividad de un casino es posible que las cosas vayan mal”). En los Estados Unidos la propiedad de casas para vivienda pasó del 44% en los años cuarenta del siglo pasado a cerca del 66% en los años sesenta, período durante el cual no se registraron ni pérdidas ni ganancias particularmente relevantes. Hasta 1969, *Fannie Mae* era una agencia gubernamental, cuya función era, por un lado, comprar hipotecas de los bancos y de otros gestores de ahorro para permitirles un flujo constante en la oferta de hipotecas y, por otro lado, la de fijar los estándares de referencia. Al mismo tiempo, *Fannie Mae* financiaba sus operaciones vendiendo en el mercado financiero de obligaciones. La situación comienza a cambiar a fines de los años '70, cuando operadores privados de *Wall Street*, en la tentativa de emular a *Fannie*, empaquetan hipotecas convertibles en obligaciones, creando productos siempre más atractivos, porque eran más riesgosos. Para no perder participación en el mercado, *Fannie* termina haciendo lo mismo, alimentando así la espiral de los abusos.

¿En qué sentido se puede hablar de abusos? Para responder, conviene recordar que en base a las reglas contables en vigor, los bancos deben registrar en el balance los préstamos concedidos en su actividad. Haciendo esto, los bancos llegan muy pronto al umbral del capital mínimo que la autoridad de vigilancia impone se mantenga disponible para asegurar la cobertura de los retiros. A medida que llegan a esta situación descubren que tal vínculo constituye un efectivo impedimento al aumento del volumen de negocios y por lo tanto del propio beneficio. Con una dosis de audacia, por así decirlo, encaran entonces la transformación de los préstamos en actividad, confiriendo a los débitos de los clientes la calidad de títulos de crédito que, en cuanto tales, es posible revender en el mercado financiero. Este es el significado de la peculiar invención que ha sido la “securitización”. La modalidad de la securitización prevé la emisión de CDO (*Collateralized Debt Obligations*), introducidas primero en los Estados Unidos en 1987 (en Italia en 1999 con la ley 130), por medio de sociedades para fines específicos (*SPV, special purpose vehicles* y *conduit*), o bien de *Asset Backed Commercial Paper*, títulos a corto plazo

garantizados de la actividad bancaria, o bien también por la “resecuritización”, operaciones estas en las cuales la actividad subyacente son títulos estructurales. Nacidos como instrumentos de cobertura del riesgo crediticio, los derivados han conocido una expansión imponente en el curso de los últimos años: de cerca de 100.000 millardos de dólares en 2001 a más de 600.000 millardos hacia fines del 2007. En términos relativos, el crecimiento más consistente ha sido el de los CDS (*Credit default swap*), que pasaron, en el mismo período, de 750 millardos de dólares a cerca de 59.000 millardos –casi cuatro veces el PIB de Estados Unidos.

Como explica N. Linciano (*La crisi dei mutui subprime*, CONSOB, Milan, Sept. 2008), a diferencia de cuanto sucedía con la manera tradicional de suministrar el crédito –un modo que imponía el mantenimiento en el balance de los préstamos concedidos a los clientes– el nuevo modo, que se fue imponiendo en el último cuarto de siglo, conocido como OTD (*originate to distribute*), prevé que el financiamiento concedido sea securitizado y difundido sobre un vasto ámbito de operadores. Esta nueva modalidad, que en su inicio fue recibida con simpatía, porque era capaz de fomentar los vínculos de acceso al crédito por parte de la parte más pobre de la población, terminó, con el andar del tiempo, cambiando profundamente la aproximación al crédito de los bancos –que tenían interés en transferir cuotas crecientes de sus propias colocaciones en otras instituciones financieras– y con el fomento de conductas oportunistas e irresponsables. La razón de esto puede sintetizarse brevemente: la posibilidad de transferir hacia otros los riesgos del financiamiento concedido, reduce sensiblemente el interés de la banca en monitorear la posibilidad de repago de los deudores.

Frente a tal novedad, la autoridad americana no sólo no intervino para tratar al menos de garantizar el respeto de los estándares, sino lo que es peor, dejaron a las calificadoras privadas de riesgo la tarea de decidir por sí mismas el grado de seguridad de los nuevos instrumentos financieros. Téngase presente que los productos derivados como los CDS son negociados en mercados entre bancos (*over the counter*) no regulados y sobretodo no supervisados. Es decir, mercados que permiten menor competencia, y márgenes de ganancia mayores, pero impiden la valuación del riesgo de la contraparte. La moda de la securitización comienza así con las hipotecas *sub-prime*, que desarrollaron la función de iniciar el entero proceso, a partir de las cuales se difundió como una mancha de aceite. Empresas privadas, bien conceptuadas por el gobierno, como *Moody's* y *Standard and Poor's*, pero no subordinadas a regulación, atribuyeron puntajes de confiabilidad a varios empréstitos de obligaciones por tutelar –por así decir– la confianza pública del suscriptor. Pero dado que el contralor es remunerado por el controlado, es evidente que basta pagar bien para obtener un puntaje elevado –la bien conocida nota “triple A”– aunque los préstamos subyacentes incluyeran riesgos elevados. (¡Hasta escasos momentos antes de su quiebra, *Lehman Brothers*, había obtenido la calificación A!) Hoy estamos en condiciones de decir que sin la colusión de las agencias calificadoras de riesgo el fenómeno *sub-prime* no hubiese podido manifestarse con la violencia que conocimos, porque no se hubiera podido reunir la masa crítica, y sobre todo, no se hubiera podido alimentar el fenómeno del *herding*, es decir de la imitación, que es inherente a la burbuja especulativa.

Surge espontáneamente una pregunta: ¿porqué los reguladores públicos no intervinieron a tiempo modificando la legislación vigente de manera de poner fin al conflicto de intereses que involucraba a la mayor parte de las agencias calificadoras de riesgo? Y esta es la segunda de las causas próximas que mencionamos más arriba. El hecho es que antes del colapso, ni el Gobierno ni el Congreso americano decidieron intervenir en el asunto. A decir verdad, ya en 1994 el Congreso de la administración Demócrata, percibiendo la gravedad del problema, había aprobado la ley sobre “Homeownership opportunity and equity protection” que imponía a la Reserva Federal la fijación y el control del cumplimiento de los estándares para los

operadores que emitían hipotecas, y que no estaban subordinados a otra forma de regulación específica. Pero Alan Greenspan, el poderoso presidente de la FED (1987-2006), cegado de la ideología del *greed market* (el mercado de la avidez) – que poco tiene que ver con el *free market*– refutó repetidamente la propuesta evitando la implementación de aquella ley. El argumento utilizado fue que los intercambios de derivados por realizarse entre profesionales altamente cualificados no tenían necesidad de ser tutelados. La fe de Greenspan se fundaba ciegamente sobre el célebre modelo de Black-Scholes-Merton para determinar el valor de los derivados. Según este modelo era suficiente observar el precio de un activo, soslayando el riesgo que engloba, para dar un valor justo (*fair value*) a un título dado, por ejemplo una opción.

Un primer signo importante de la grave aporía contenida en el modelo se dió ya en 1998 –el año siguiente al que Scholes y Merton recibieron el premio Nobel de economía– cuando quebró el LTCM (*Long Term Capital Management*), *hedge fund* en cuyo consejo de administración se sentaban ambos estudiosos. Pero incluso ante tal evidencia Greenspan no creyó necesario intervenir, aunque luego de algunos años haya cambiado de idea, como veremos en la sección 4. Sin embargo, en el 2002, cuando después de los famosos “corporate scandals” (los casos de Enron y Worldcom en 2001), se aprueba la ley Sarbanes-Oxley, se toma la ocasión para poner remedio a la inundación de conflictos de interés, tanto en la cúpula de las calificadoras de riesgo, como en los numerosos promotores financieros que “asesoraban” a los clientes comprar títulos que al poco tiempo se revelarían como basura. Como se puede constatar, la Sarbanes-Oxley se ocupa más bien de los conflictos de interés en el *governance* de la empresa, pero excluye, paradójicamente, de su ámbito de aplicación a las calificadoras de riesgo y a las empresas que se dedican a la intermediación financiera. Esta excepción es el resultado de que estas agencias adquirieron tal poder de influencia sobre la política, que lograron hacer olvidar el célebre principio de separación sobre el que se basa el orden social liberal. Es necesario decir, por otra parte, que probablemente los mismos reguladores públicos no estaban en condiciones de conocer, con un cierto grado de aproximación el volumen efectivo de las transacciones especulativas. La razón se puede sintetizar rápidamente. A fines de los años ‘90 los bancos comerciales y de inversión comenzaron a dar vida y esponsorear un gran número de entidades fuera de balance. Se trata de las así denominadas OBSE (*Off-balance Sheet Entities*), sociedades autónomas que no aparecen en el balance de los bancos espónsores, a las cuales pagan, sin embargo, ingentes comisiones. Tales sociedades son vehículo de procesos de limpieza especiales que, una vez creadas, entran en un cono de sombra que las hace totalmente opacas al observador externo. En tales condiciones, hablar de transparencia a favor de los ahorristas es poco más que *wishful thinking*.

Pasemos a la tercera causa próxima del crack financiero, que resulta del exceso de *leverage* (apalancamiento). Al respecto, se debe recordar que el volumen de las transacciones especulativas realizado en el curso del último cuarto de siglo ha sido producido casi enteramente con dinero proveniente del crédito. Una comparación considerada normal de *leverage* para un *hedge fund* o para un fondo de *private equity* es del orden de 30 a 1 –lo que equivale a decir que por cada 30 dólares de deuda existía una contraparte de 1 dólar de capital real. (Cinco años atrás, Morgan Stanley fue uno de los cinco grandes bancos de negocios americanos en obtener de la SEC –el equivalente en USA de la CONSOB italiana¹– la doble autorización de endeudarse hasta un nivel de 40 a 1 respecto al propio capital y de sustituir con la auto-regulación los controles externos). Ahora bien, en el caso de las empresas dedicadas a las hipotecas *sub-prime*, el grado de *leverage* había llegado en los últimos años prácticamente al infinito, desde el momento en que tales empresas

¹ La Comisión Nacional de Valores (CNV) de Argentina, N. del T.

terminaron con un capital real cercano a cero. Como ha resultado notorio a todos en la actualidad, el juego se fundaba sobre la creación de deuda. Es así que los USA han dejado atrás una era de liviandad financiera donde se dieron adquisiciones a crédito sin cobertura; hipotecas concedidas a todos por el valor total del inmueble; tarjetas de crédito distribuidas a cualquiera; recurso a instrumentos financieros hiper-sofisticados. Hasta un cierto punto, el juego aseguró –mejor sería decir rindió– beneficios astronómicos, pero no bien los inversores comenzaron a mirar dentro de la “caja negra”, se inició el pánico. Para ser preciso, las cosas comenzaron a ir mal cuando, a partir de 2005, el aumento de las tasas de interés de la FED tornaron más gravosas las tasas de las hipotecas *subprime*, lo que hizo crecer el riesgo de insolvencia de las familias más expuestas, es decir más vulnerables. La falta de un mercado secundario de CDO –recuérdese que gracias a las CDO los bancos americanos habían podido conceder a manos llenas las hipotecas– no permitió una adecuación gradual de sus precios a las nuevas condiciones de riesgo. Cuando la insolvencia se hizo evidente, la adecuación del precio se realizó todo de una vez, determinando así devaluaciones salvajes –incluso excesivas– del valor de los activos de los operadores que tenían CDO en su portafolio. El colapso ha sido la consecuencia lógica e inmediata.

Es bien conocido que desde la creación de la moneda, los hombres se han dedicado a producir moneda falsa. En la época de la circulación metálica, esto sucedía defraudando la cantidad de metal precioso contenido en la misma; luego, con la emisión desconsiderada de notas bancarias; hoy, con la inflación del crédito. Como ya había anticipado en los años 40 del siglo pasado el economista francés Jacques Rueff, el modo refinado hoy de crear moneda falsa es el de comenzar una burbuja especulativa. Alejandro Dumas, en su novela *El tulipán negro*, describe con la pluma del gran literato y con gran anticipación de los tiempos, la mecánica de la lógica especulativa en relación a la primera gran burbuja especulativa entre 1620 y 1630, denominada como la “fiebre de los tulipanes”. Luego de siglos de diversas tentativas, se puede decir que el mundo de las finanzas ha logrado, al menos en parte, sustraer al Estado y a la política el poder de control monetario. He aquí el porqué la crisis actual no encontrará solución definitiva hasta que la política y el cuerpo social no retome en su mano el gobierno de la actividad financiera, orientándola a su fin natural que es el de ponerse al servicio de la inversión, de la producción, y del intercambio. Es decir, hasta que se ponga en práctica el célebre dicho de Baron Luis: “Dame buena política, y yo te daré buenas finanzas”.

Lo dicho más arriba me lleva a la cuarta de las causas próximas: la abolición, en 1999, de la ley Glass-Steagall de 1933, que sancionaba la separación entre bancos comerciales y bancos de inversión –los primeros subordinados a controles macizos; los segundos en forma de controles más blandos. El viento de la *deregulation* reaganiana sopló tan fuerte que dio fuerza a Gramm-Leach-Bliley a quienes se debe aquella abolición, con el éxito que hubiera sido fácil imaginar. No contento con esto, el mismo Gramm se hace paladín de la ley sobre la *Commodity Futures Modernization* firmada por Clinton el 21 de diciembre de 2000, poco antes de dejar la presidencia americana. El contenido de esta norma era el de sustraer los productos derivados financieros de la regulación y supervisión ya sea de la SEC, ya sea de la Comisión para el Comercio de los Títulos Futuros. Así se consintió una expansión sin precedentes de los derivados comercializados fuera del mercado de capitales. A fin de dar una idea aproximada del aumento del volumen de los negocios asociados a los derivados considerese que de 2000 a 2007 fueron pasados, como valor de suscripción, de 100 trillones a 600 trillones de dólares, una cifra correspondiente a cerca de 10 veces el PIB mundial. (Véase, al respecto, R.J. Shiller, *Finanza Shock*, Egea, Milano, 2008).

A los bancos de inversión se sumaron así los *hedge fund* y los fondos de *private equity* en capacidad de crear crédito fuera del canal bancario, y capaces de

especular en los mercados financieros con dinero obtenido a préstamo. Al parecer del presidente de la House Banking Committee, Barney Frank, más de la mitad del crédito creado en los años recientes proviene de instituciones no sujetas a regulación alguna. Pero no era para alarmarse –se pensaba– porque la administración Bush en varias ocasiones había declarado que estos nuevos jugadores financieros ofrecían transacciones a adultos que eran concientes y consentían los riesgos podían darse en contra. No se necesita una gran preparación económica para comprender como razonamientos del género desconocían completamente el tener en cuenta los efectos indirectos que recaían sobre los sujetos que no habían participado de las transacciones y que se denominan, en la jerga económica, “externalidades pecuniarias”. A decir verdad, en 2005 Greenspan había dirigido, no obstante, al *Senate Banking Committee* la invitación a tomar en consideración sería el nivel de riesgo al que Fannie y Freddie estaban exponiendo al sistema entero, pero la medida, que algunos miembros republicanos del Congreso habían dispuesto para la necesidad, no fue finalmente votada, dada la firme oposición del Partido Demócrata.

3. Las causas remotas y estructurales de la crisis

Las causas descritas en el apartado precedente son próximas porque, si bien suficientes para desencadenar la crisis financiera actual, no son, sin embargo, necesarias. La crisis de hecho se hubiera de algún modo manifestado, quizás en forma diversa, o quizás a través de perturbaciones distintas de la de las hipotecas *subprime*. Cuando la tormenta derriba la casa, la causa principal es la debilidad estructural del edificio, a pesar de que sigue siendo verdad que sin la perturbación externa la casa construida sobre arena permanecería en pie. A continuación agruparé los factores de la crisis que llamo estructurales en tres bloques.

El primero concierne al cambio radical en la relación entre finanzas y producción de bienes y servicios que se ha ido consolidando en el curso de los últimos treinta años. A partir de la mitad de los años '70 del siglo pasado, la mayor parte de los países occidentales han condicionado sus promesas referidas a las pensiones y jubilaciones, a las inversiones que dependían del rendimiento sostenible de los nuevos instrumentos financieros. Al mismo tiempo, la creación de estos nuevos instrumentos expuso, paso a paso, la economía real a los caprichos de las finanzas, generando una necesidad creciente de destinar a la remuneración de los ahorros invertidos en ellos, cuotas crecientes de valor asociado. Las presiones sobre las empresas, derivadas de las bolsas y de los fondos de *private equity*, eran transferidas como presiones aún mayores en otras direcciones. Sobre los directivos, inducidos obsesivamente a mejorar continuamente la *performance* de su gestión en vistas de recibir crecientes volúmenes de *stocks options*. Sobre los consumidores, para convencerlos, mediante el empleo de sofisticadas técnicas de marketing, a comprar siempre más aún en ausencia de poder adquisitivo. Sobre las empresas de la economía real, para convencerlas de aumentar el valor para el accionista (*shareholder's value*). Y así ha acontecido que el requerimiento persistente de resultados financieros siempre más brillantes comenzó a repercutir, por medio del típico mecanismo de *trickle down* (goteo), sobre el sistema económico completo, hasta constituirse en un verdadero *pattern* cultural. Por perseguir un futuro siempre más radiante, se olvidó así el presente.

Luego de treinta años de financierización el estado de la economía muestra preocupantes signos de debilidad bajo tres aspectos específicos. Primero, la financierización –que para funcionar tiene necesidad de incluir en su lógica un número creciente de economías nacionales– ha progresivamente sustituido las relaciones inter-subjetivas por transacciones anónimas e impersonales. La búsqueda sin límites de las *capital gains* (ganancias en la cuenta capital) ha hecho que valores como la lealtad, la integridad moral, la relacionalidad, la confianza,

hayan sido paso a paso acorralados para hacer espacio a los principios de las acciones dirigidas a la consecución de resultados de corto plazo. De este modo se pudo difundir el desastroso convencimiento en base al cual la liquidez de los mercados financieros podía ser un sustituto perfecto de la confianza. Al mismo tiempo, puesto que la valuación de bolsa es todo lo que el inversor debe considerar cuando realiza sus decisiones, se tiene que el crecimiento puede ser ágilmente construido sobre el endeudamiento. Justamente esto es el significado último del proceso de financierización. ¿Cuál es la consecuencia verdaderamente peligrosa de esta “nueva” cultura? La de torcer el modo de concebir el nexo entre el beneficio del trabajo y el beneficio de la actividad especulativa. Si la financierización es empujada hacia adelante lo suficiente –como se hizo creer– no es necesario que las familias, para proveer a sus necesidades propias, se atengan en modo prevalente a la medida de su propio salario. Dedicándose a la especulación, era posible obtener por otro camino el beneficio necesario para conseguir niveles crecientes de consumo. Aún más, si en la medida en que las reducciones salariales favorecen la rentabilidad de las empresas inscriptas en la bolsa, puede darse que las familias compensen en modo más que proporcional la reducción de los ingresos del trabajo con los ingresos debidos a la capitalización bursátil. De esta manera, el conflicto endémico de la sociedad post-moderna, el que se da entre la figura del trabajador y la figura del consumidor –para generar valor accionario ocurre que las empresas se reestructuran con operaciones como la relocalización, el *outsourcing*, las fusiones y adquisiciones, por lo que reducen el salario, pero reducen asimismo los precios de los bienes de consumo– sería resuelta con la figura del inversor-especulador. La financierización induce así al ahorrista, ya sea grande o pequeño, sea prudente o no tanto, a transformarse en especulador.

No debemos ahora sorprendernos si en el curso del último cuarto de siglo, por un lado, ha aumentado hasta alcanzar niveles nunca antes vistos, la volatilidad de las relaciones laborales (la así llamada precariedad, que tiene poco que ver con la flexibilidad) y por el otro lado ha ido aumentando, en todos los países del Occidente avanzado, la desigualdad en la distribución del ingreso. Como informa el Reporte de la OECD de Octubre de 2008 (*Growing unequal? Income distribution and poverty in OECD countries*), la distancia entre ricos y pobres ha aumentado en el período indicado (Italia se ubica segunda entre los países desarrollados, después de los Estados Unidos, en este ranking para nada envidiable). Es fácil comprender la razón, no la única ciertamente, pero la principal. Cuando los ingresos provienen del trabajo (ya sea manual o intelectual) la diferencia entre los mejor remunerados y los que reciben menos no puede superar un cierto nivel. No es así cuando los mismos provienen de la actividad especulativa o bien cuando ciertas remuneraciones están ligadas –como sucede en el caso de las *stocks options* para los directivos– al proceso bursátil. Cuando la unidad de la persona es artificialmente fraccionada en figuras como la del trabajador, la del consumidor, la del inversor-especulador, el resultado no puede ser más que desastroso. Ya J. M. Keynes en el bien conocido ensayo de 1926, *El fin del laissez-faire*, había puntualizado con la lucidez y la previsión que lo distinguían, la causa de los “mayores males económicos de nuestro tiempo aquel de las grandes desigualdades de riqueza que se producen cuando individuos particulares, gozando de posiciones o habilidades especiales, se arriesgan para sacar ventaja de la incertidumbre y de la ignorancia” y cuando por los mismos motivos, “las grandes empresas se tornan en buena medida una lotería que reduce las razonables expectativas empresariales”.

El tercer signo de debilidad preocupante, al que hicimos alusión más arriba, es la difusión a nivel de cultura popular del *ethos* de la eficiencia como criterio último de valoración y de justificación de la realidad económica. Por un lado, esto ha terminado legitimando la avidez –que es la forma más conocida y más difundida de avaricia– como un tipo de virtud cívica. Es así que el *greed market* termina sustituyendo al *free market*. “*Greed is good, greed is right*” (la avidez es buena; la

avidez es justa), gritaba el protagonista del célebre film de 1987, *Wall Street*. Por el otro lado, el *ethos* de la eficiencia se encuentra en la base de la alternancia, siempre sistemática, de avidez y pánico. No es válido sostener, como más de un comentarista ha intentado explicar, que el pánico sería consecuencia de comportamientos irracionales de parte de los operadores. Porque el pánico no es otra cosa que una euforia con el signo menos delante. Por tanto si la euforia, según la teoría prevaleciente, es racional, también el pánico lo es. El hecho es que la teoría se torna aporética, como explicaré en el próximo párrafo.

Pero, ¿cómo ha podido el proceso descrito alcanzar el nivel de autismo y de incidencia del cual somos concientes hoy todos? Sin el apoyo científico de una cierta escuela de pensamiento económico las cosas no se hubieran producido como se produjeron. Antes de dar razones, una premisa es indispensable. A diferencia de lo que sucede en las ciencias naturales, la economía está fuertemente influenciada por la tesis de la doble hermenéutica, según la cual las teorías económicas sobre el comportamiento humano inciden, ya sea mucho o poco, ya sea más temprano o más tarde, sobre el mismo comportamiento del hombre. Se puede afirmar que la formulación de teorías en el ámbito de la economía nunca deja inmutable su campo de estudio, desde el momento que ella no sólo plasma el mapa cognitivo del agente económico, sino le indica asimismo el camino que debe ser seguido si se quiere conseguir de modo racional un cierto objeto. Ahora bien, si esto último es la maximización de la ganancia (u otra especificación de la función objetivo) y si, como es obvio, el objeto de una acción prescribe cuales deben ser los medios requeridos para realizarla, el círculo hermenéutico se cierra. Es por esta razón fundamental que el economista no puede atrincherarse detrás de una presunta neutralidad axiológica en el momento en el que produce modelos y teorías, sobretodo cuando es conciente del hecho que los productos de su trabajo científico generan un cierto modo de pensar y son tomados como base de referencia por el decidor político.

En el caso específico del que nos ocupamos, ¿donde se ha manifestado mayormente esta ausencia de responsabilidad de parte de los economistas, una ausencia que ha consistido en no haber guardado, al menos el principio de precaución en sugerir determinadas líneas de acción? En primer lugar, en haber hecho creer que el principio de eficiencia era un criterio objetivo (es decir neutral con respecto a los juicios de valor) de elección entre opciones alternativas. Un simple apólogo que tomo, con algunas adaptaciones, de J. Wight e J. Morton (*Teaching the Ethical Foundations of Economics*, New York, NCEE, 2007), sirve para convencerse de lo contrario. En un hospital solitario, el médico de guardia dispone de diez dosis de un suero que puede salvar vidas. Una cierta noche llegan al hospital dos grupos de diez personas cada uno, todas necesitadas del suero. El médico sabe que las personas del grupo A, recibiendo el suero, salvarán la vida. Aquellas del grupo B, en cambio, tienen una probabilidad del 50% de permanecer con vida luego de recibir la inyección. ¿A quienes les suministrará las diez dosis nuestro médico si quiere asignar aquellos recursos escasos de manera eficiente? Al grupo A, porque de tal modo salvará diez, además de las otras cinco vidas humanas del grupo B.

Supongamos ahora que al medico le llega la siguiente información: las personas del grupo A tienen una edad promedio de ochenta años con una esperanza de vida restante de cinco años, mientras que las del grupo B son niños de cinco años, que tienen una esperanza de vida restante de ochenta años. ¿Cómo se comportará en esta situación nueva nuestro médico? Si el objetivo es aquel de maximizar el número de años de vida, su elección caerá sobre el grupo B, dado que cuatrocientos años de vida (5x80) superan por mucho a cincuenta años de vida (5x10) que se aseguraría si el suero fuera distribuido al grupo A. Para completar la parábola, asúmase que las dosis en cuestión no son propiedad del hospital, sino de

una farmacia privada que está dispuesta a venderle a quien ofrezca el precio más alto. En tales condiciones, si el objetivo se torna el de maximizar el cobro (y con ello la ganancia), el médico se comportará de modo eficiente si distribuye el suero a los sujetos del grupo A.

El mensaje del apólogo es claro, se puede utilizar el criterio de eficiencia, y a partir del mismo tomar decisiones, solo después que se ha fijado el fin que se intenta alcanzar. Podemos decir que la eficiencia es un instrumento para un fin, y no un fin en sí. Afirmar por tanto que los comportamientos de los banqueros y *traders* –que se arrojaron en masa en el juego de la especulación financiera en el curso de los últimos veinte años– deban ser legitimados por las circunstancias, ya que éstos seguían un canon de racionalidad dirigido a asegurar una eficiente asignación de los recursos financieros, significa no menos que decir una tautología, lo que muestra una vulgar desprevención metodológica.

Existe un segundo ámbito donde la influencia del *mainstream* económico ha sido decisiva al contribuir a los determinantes del desastre financiero. Se trata del sustrato teórico que ha encumbrado el principio de la maximización del *shareholder value*. En resumen, se trata de lo siguiente. Tres son las concepciones con las cuales la teoría micro-económica aborda la cuestión sobre la empresa: la empresa como asociación, la empresa como coalición, y la empresa como mercancía. La primera ve a la empresa como comunidad, de la cual participan diversos grupos de interés (trabajadores, inversores, clientes, proveedores, entorno geográfico), que cooperan para conseguir un objetivo común, y que está organizada para perdurar en el tiempo. Esta es la idea –atención– de la que nace la “corporation” americana, la cual en su origen es un ente *non profit* y cuyo *governance* es una adaptación del de los monasterios benedictinos y cistercienses. La *corporation* es un bien de por sí y por tanto no puede ser dejada a los caprichos del mercado, en especial del financiero. La concepción de la empresa como coalición, en cambio, se desarrolla a partir de la contribución pionera del premio Nobel Ronald Coase, que en su célebre ensayo de 1937 “Porqué existe la empresa” defiende la tesis según la cual la empresa nace para ahorrar “costos de transacción”, esto es, sus costos por el uso del mercado. Cada negociación de mercado, de hecho, implica costos específicos y entonces una empresa tiene razón de existir en tanto que los costos de transacción superan los costos de ejercicio de la propiedad. Finalmente, a partir de los años ‘60 del siglo pasado, en economía comienza a tomar cuerpo, hasta hacerse hoy dominante, la idea de la empresa como mercancía, que, en cuanto tal, puede ser comprada y vendida en el mercado como cualquier otra mercancía. Esta es, por tanto, nada más que un “nudo de contratos” (*nexus of contracts*) que, según la conveniencia del momento, es signada por una pluralidad de sujetos, cada uno a la búsqueda de la máxima ganancia individual posible. Ahora bien, si la empresa no es nada más que una mercancía, es evidente que la única clase de *stakeholder* que merece la atención es la de los accionistas. Y es así por la consideración obvia, que para vender se necesita un propietario y, del otro lado, quien compra una empresa, pagando el precio, se convierte en su propietario. ¿Podemos sorprendernos, entonces, si a partir de esta concepción de la empresa, se llega a concluir que el objetivo del *management* es el de maximizar el valor para el accionista-propietario? De este modo el principio del *shareholder's value* ha inspirado en sentido ideológico el proceso de financierización. Este es el principio que induce a exaltar las cotizaciones en la bolsa y a asignar al accionista el *free cash flow* –la caja que queda una vez cubiertos todos los costos operativos, financieros y fiscales. Para mejorar el rendimiento que se espera cobrar, el accionista-propietario de la empresa asocia, en la persecución del objetivo, al manager, mediante el reconocimiento de remuneraciones ligadas también al rendimiento del capital –las *stock options* son el instrumento más conocido, pero no el único. Si luego el *management* no es eficiente, las cotizaciones de la empresa caerán y ésta pasará a otras manos que procederán a remediar la pérdida de eficiencia. ¡Mas, por todo

esto, es preciso considerar la empresa como mercancía! Ahora bien, no tener en cuenta los abusos de poder de parte de los *managers*, muy frecuentes en estos años, y la instalación teórica del *shareholder's value* ha sido errada, como he argumentado en mi artículo "The ethical anchoring of Corporate Social Responsibility" (en L. Zsolnai (editado por) *Yearbook of Business Ethics*, vol.1, 2006).

Finalmente, hay que tener en cuenta una tercera responsabilidad precisa de la profesión de los economistas en este acontecimiento. Como se ha recordado en la sección 2, el modelo teórico sobre el cual los operadores de las finanzas creativas han construido su edificio de títulos estructurales –títulos securitizados basados sobre las hipotecas o préstamos, vueltos a empaquetar luego en obligaciones sintéticas como los CDO– fue el célebre modelo Black-Scholes-Merton, elaborado en los años '70 sobre la huella de intuiciones precedentes de R. Lucas, el verdadero padre de la teoría de las expectativas racionales, que recibiera el premio Nobel de economía en 1995. (Myron Scholes e Robert Merton lo recibieron dos años después). El objeto de estudio del modelo es la trayectoria temporal del precio de los instrumentos financieros y su conclusión principal es que, bajo ciertas condiciones, es posible eliminar el riesgo de las inversiones. Se puede leer en los motivos por los cuales la Academia Sueca confiere en diciembre de 1997 el Nobel a los dos economistas americanos: "Los bancos y los bancos de negocios usan la metodología [de Merton e Scholes] para valorar los nuevos instrumentos financieros y ofrecer instrumentos recortados de los riesgos de los clientes. Al mismo tiempo, estas instituciones pueden así reducir la exposición al riesgo en los mercados". Se puede leer asimismo en el *Boletín* de la Harvard Business School de octubre de 1997 –Universidad en la cual Merton había sido hacia poco transferido del vecino MIT: "En efecto, usando la fórmula de Merton se hace posible construir un portafolio virtualmente privado de riesgo" (sic!). ¿Porqué "virtualmente"? Por la simple razón que los eventos que podían invalidar las conclusiones del modelo son tan raras que pueden ser de hecho olvidadas. Se trata de eventos del tipo "cisne negro" –expresión que entra en el uso común a partir de 1697, cuando un grupo de exploradores holandeses se tropieza por vez primera en Australia con un cisne negro.

¿Porqué la realidad ha entonces "desobedecido" al modelo teórico? La respuesta puede encontrarse en el propio Alan Greenspan que, después de haber denunciado, en el *Financial Times* del 17 de marzo de 2008, "los modelos demasiado simples para capturar la realidad", el 23 de octubre de 2008, frente a la Comisión de Control del Congreso americano declara, con un golpe de oportunismo cercano a una beata irresponsabilidad: "En los últimos decenios se ha formado un vasto sistema de gestión del riesgo y de los precios, uniendo las mejores intuiciones de los matemáticos y expertos financieros, impulsados por importantes progresos en la tecnología de la informática y las comunicaciones. Un premio Nobel [en realidad, son tres los premiados] ha estado signado por el descubrimiento del sistema de asignación de precios que sostiene gran parte del crecimiento del mercado de derivados. El edificio intelectual entero, sin embargo, se ha derrumbado en el verano del año pasado porque los datos ingresados en el modelo de gestión del riesgo comprendían en general sólo los últimos veinte años, un período de euforia". Esto es como decir: ¡la culpa es del cisne negro! No obstante, ya en 2007, Nicholas Taleb en su *bestseller* "*The black swan*" había anticipado que aquello sería verificado luego a partir de Julio de 2008. Cuando un cierto pensamiento único en el ámbito del *management* enfatiza el rol del endeudamiento como factor determinante para crear valor para los accionistas es obvio, entonces, que se llegue a aplicar principios contables calibrados –pensamos en el *fair value*, el *market-to-market*– como si las crisis no debieran existir más. ¡Y si estas se verifican la responsabilidad recae sobre los agentes que se han comportado de modo irracional!

Para establecer una comparación, puede ser interesante releer la conclusión a la cual llegaba en 1965 aquel grande de la economía que es Paul A. Samuelson en el célebre artículo en el cual introducía, por primera vez, la hipótesis de los mercados eficientes (*efficient market hypothesis*) según la cual los precios reflejan en cada instante toda la información disponible y el precio de un título es la mejor estimación de su valor intrínseco. Luego de haber demostrado formalmente que “los movimientos de los niveles accionarios siguen un patrón aleatorio (*random walk*), un proceso en el cual cada variación es completamente casual e impredecible”, Samuelson concluía: “No se debería extraer demasiadas consecuencias del teorema que he demostrado. En particular, no se sigue que los mercados competitivos reales funcionan bien”. Un ejemplo, este, de humildad intelectual y de sabiduría política. Y también Samuelson en un artículo en el *Corriere della Sera* del 20 de Octubre de 2008 escribe: “El que firma y algunos colegas del MIT y de la Universidad de Chicago, Wharton, Pennsylvania y muchas otras, corremos el riesgo de sufrir un tratamiento bastante rudo cuando encontremos a San Pedro a las puertas del Paraíso”, p.(9). Una declaración, esta, que hace buena pareja con la de E. Phelps, también premio Nobel, que en un artículo del 11 de Noviembre de 2008 en el *Corriere della Sera* ha escrito: “Los bancos han hablado del descenso de los precios de las casas como si fuera la consecuencia de cualquier *shock*... En realidad no ha habido terremotos, períodos de sequía u otros factores externos que provocaran la caída de los precios. La causa principal ha sido una previsión basada en modelos *del todo erróneos*”. (Cursiva adjunta). En una línea levemente diversa argumenta Nicole El Karoui, la famosa estudiosa francesa de la Universidad de Paris VI según la cual se debe a la infraestructura matemática del cálculo estocástico, sobre cuya base han sido contruidos los modelos para los derivados: “Creo que en esta crisis los matemáticos han jugado el rol más pequeño, aunque tampoco quiero negar toda responsabilidad. Algunas veces se han comportado como ingenieros que proyectan autos demasiado veloces... Quizás los matemáticos no han explicado bien los riesgos de estos productos, pero no somos nosotros los primeros responsables de esta crisis. Los grandes inversores que se han apropiado de los derivados disponían los instrumentos para comprender su alcance” (*Il Sole 24 Ore*, 26 de Octubre de 2008). La similitud expresa la idea, pero no es explícita por completo: primero, porque incluso el lego en ingeniería mecánica está en condiciones de evaluar los riesgos de una velocidad excesiva. Segundo, porque en el caso de la circulación por calles existen límites de velocidad. Es de esperar entonces que nuestra concepción actual del funcionamiento de los mercados financieros cambie sustancialmente y que los economistas vuelvan a prestar atención a las consecuencias devastadoras que surgen de la “gran división” –de origen humeano– entre racional y razonable.

Paso por último al tercer bloque de causas remotas. Estas están íntimamente relacionadas con la matriz cultural que se ha ido consolidando en los últimos decenios sobre la oleada, por un lado, del proceso de globalización y, por otro, por el advenimiento de la tercera revolución industrial, que es la de las tecnologías de informática y comunicaciones. Dos aspectos específicos de esta matriz son relevantes para nuestro objetivo actual. El primero implica la comprensión que en la base de la actual economía capitalista se encuentra presente una seria contradicción de tipo pragmático -no lógica, por cierto. La economía capitalista es ciertamente una economía de mercado, es decir un arreglo institucional en el cual están presentes y operativos los dos principios básicos de la modernidad: la libertad de actuar y emprender, y la igualdad de todos frente a la ley. Al mismo tiempo, sin embargo, la institución principal del capitalismo –la empresa capitalista, en concreto– se ha ido edificando en el curso de los últimos tres siglos bajo el principio de la jerarquía. Ha tomado así cuerpo un sistema de producción en el cual existe una estructura centralizada en la cual un cierto número de individuos ceden, voluntariamente, a cambio de un precio (el salario), algunos de sus bienes y servicios, que una vez que han entrado en la empresa quedan fuera del control de

los que los han proveído.

Sabemos bien por la historia económica como esto se ha producido y conocemos también los notables progresos en el ámbito económico que tales arreglos institucionales han garantizado. Pero el hecho es que en el actual cambio epocal – de la modernidad a la post-modernidad– cada vez son más las voces que se levantan para señalar la dificultad de hacer marchar juntos el principio democrático y el principio capitalista. El fenómeno de la así llamada privatización de lo público es lo que por sobre todo genera el problema. Las empresas de la economía capitalista van asumiendo cada vez más el control del comportamiento de los individuos –los cuales, téngase en cuenta, trascurren bastante más de la mitad de su tiempo de vida en el lugar de trabajo– sustrayéndolo al Estado o a otras instituciones, entre las cuales la primera es la familia. Nociones como libertad de elegir, tolerancia, igualdad ante la ley, participación y otras similares, acuñadas y difundidas en la época del Humanismo civil y reforzadas luego en los tiempos del Iluminismo, como antídoto al poder absoluto (o cuasi-absoluto) del soberano, han sido apropiadas y oportunamente recalibradas por las empresas capitalistas para transformar a los individuos, ya no más en súbditos, sino en consumidores de aquellos bienes y servicios que ellos mismos producen.

El problema que no se sigue necesariamente, reside en que si existen razones de peso para considerar meritoria la mayor extensión del principio democrático, entonces es preciso comenzar a considerar al que pasa a estar *dentro* de la empresa y no solamente a aquel que se ubica en la relación entre las empresas que interactúan en el mercado. "Si la democracia –escribe Dahl (*A Preface to economics democracy*, Berkeley, Univ. of California Press, 1985)– está justificada en el gobierno del Estado, entonces está también justificada en el gobierno de la empresa". (p.57) Nunca será acabadamente democrática la sociedad en la cual el principio democrático encuentra aplicación concreta en la mera esfera política. La buena sociedad para vivir no constriñe a sus miembros a incómodas disociaciones: democrática, en cuanto ciudadanos electores; no democrática, en cuanto trabajadores y consumidores. En su reciente ensayo, *Supercapitalismo. Come cambia l'economia globale e i rischi per la democrazia*, (Fazi Ed., Milano, 2008), R. Reich –ex ministro de la primera presidencia de Clinton– defiende la tesis según la cual la competencia posicional representa hoy una seria amenaza a la democracia. Lo que implica decir que no es verdad que el libre mercado sea signo de la democracia; por el contrario, es el principio democrático el que vuelve libre al mercado.

El segundo aspecto tiene que ver con una insatisfacción, cada vez más difundida, entorno al modo de interpretar el principio de libertad. Como es sabido, tres son las dimensiones constitutivas de la libertad: la autonomía, la inmunidad, y la capacitación. La autonomía afirma sobre la libertad de elegir que no se es libre si no se está ubicado en la posición de elegir. La inmunidad afirma, en cambio, la ausencia de coerción de parte de cualquier agente externo. Es, en sustancia, la libertad negativa (es decir la "libertad de") de la que ha escrito I. Berlin. La capacitación, (literalmente, capacidad de acción) en el sentido de A. Sen, en definitiva, afirma la capacidad de elegir, de conseguir los objetivos que el sujeto se propone, al menos en parte o en alguna medida. No se es libre si jamás (o al menos en parte) se logra realizar el propio plan de vida. Ahora bien, mientras la perspectiva liberal-libertaria implica asegurar la primera y la segunda dimensión de la libertad a costa de la tercera, la perspectiva estado-céntrica, ya sea en la versión de la economía mixta, ya sea en la del socialismo de mercado, tiende a privilegiar la segunda y la tercera dimensión a costa de la primera. El libertarismo es capaz de hacer de orientador del cambio, pero no es capaz de la misma manera de administrar las consecuencias negativas, debidas a la elevada asimetría temporal entre la distribución del costo del cambio y la de los beneficios. Los primeros son

inmediatos y tienden a recaer sobre los segmentos más desprovistos de la población, los segundos se verifican luego y benefician a los sujetos con mayor talento. Como ya J. Schumpeter fue uno de los primeros en reconocer que el corazón del sistema capitalista es el mecanismo de la destrucción creativa –el cual destruye "lo viejo" para crear "lo nuevo" y crea "lo nuevo" para destruir "lo viejo". Pero también es su talón de Aquiles porque, a menos que cree "safety nets" (redes de seguridad) adecuadas, es evidente que aquellos que se ven desplazados del mecanismo de la destrucción creadora se organizarán para boicotearla, creando lobbies de tipo neo-corporativista para impedir que el proceso de innovación tenga lugar. Por otra parte, el socialismo de mercado –en sus distintas variantes– propone al Estado como agente encargado de hacer frente a las asincronías que hemos mencionado. Pero no ataca la lógica del mercado capitalista, sino que restringe solamente su área de operación y de incidencia. Como se puede comprender, el desafío a encarar es el de mantener las tres dimensiones de la libertad. Esta es la razón por la cual el paradigma del bien común aparece como una perspectiva interesante al menos de ser explorada.

A la luz de lo precedente, logramos comprender porqué la crisis financiera no puede presentarse como un evento ni inesperado ni inexplicable. He aquí porqué, sin evitar para nada las indispensables intervenciones en clave regulatoria y a las necesarias nuevas formas de control, no lograremos impedir en el futuro el surgimiento de episodios análogos si no se combate el mal en su raíz, vale decir, si no se interviene sobre la matriz cultural que ha sustentado hasta ahora el sistema económico.

4. A modo de conclusión

¿Qué podemos concluir entonces de esta breve nota? Que si la protección pública constituida por el sistema de las reglas y de las agencias de vigilancia y control –una protección que hubiera podido impedir el estallido de una crisis financiera de proporciones nunca antes vistas– no ha funcionado, esto se debió a una pluralidad de razones, algunas de naturaleza contingente (cfr. la sección 2), otras de carácter estructural (cfr. la sección 3). No obstante, son ciertamente estas últimas las que permiten comprender como *esta* crisis es distinta, desde el punto de vista cualitativo, de las que la han precedido.

Cuando a partir de 1984, la mayor parte de los países europeos comenzaron a seguir a los Estados Unidos en el camino de la desregulación financiera, quizá ninguno previó el peligro mortal que se habría de derivar: la disolución de la relación entre democracia y mercado. Pero un mercado que excluye del propio horizonte la democracia para hacer lugar a la pura eficiencia –en el caso específico, en la forma de la maximización de los rendimientos– empuja a la economía hacia un sendero de desarrollo oligárquico, el cual es el más distante posible de la perspectiva liberal. La paradoja del libertarianismo –entendido en sentido restringido– es que corta la rama de la cual pende. Mirando exclusivamente la eficiencia, olvida que la democracia y la libertad son valores superiores. He aquí porqué ya Adam Smith insistía que un orden social auténticamente liberal necesitaba de dos manos para sostenerse en el tiempo: invisible una –aquella de la que todos hablan, pero de manera inapropiada, quizás por una falencia en la capacidad interpretativa– y visible la otra –aquella del Estado que debe intervenir en clave subsidiaria, como decimos en la actualidad, todas las veces en las que la operación de la mano invisible pone en riesgo de conducir hacia la monopolización u oligopolización de la economía. Un solo dato a tal propósito: los primeros cinco bancos americanos (Citigroup, Bank of America, J.P. Morgan, Wachovia, HSBC) controlan el 97% de la industria de los derivados y cubren el 90% del riesgo implícito. (Téngase presente que en la *Riqueza de las Naciones* de 1776, la

metáfora de la mano invisible es citada una sola vez, mientras que muchas son las páginas que A. Smith dedica a los modos de intervención del Estado).

Hoy estamos asistiendo a una suerte de castigo por contrapartida. Desde el tiempo de la gran depresión de 1929, nunca se había asistido a una expresión de fuerza de parte del sector público en la economía como como el que presenciamos. Como la realidad enseña, cuando en nombre de la ideología se exagera en una dirección, el péndulo de la historia resurge después, inexorablemente, en la dirección opuesta. La doble promesa –de instituciones financieras que hubieran estado en condiciones de autoregularse por si solas y de resultados económicos que habrían asegurado a todos rendimientos superiores a la media los mismos– se reveló por aquello que era y que es: una trágica falsedad, aunque haya sido machacada y edulcorada con argumentaciones pseudo-científicas. La más flagrante de las cuales había adoptado la siguiente estructura silogística. Para aumentar cada vez más los ingresos del capital se necesita elevar el nivel de riesgo. Por otro lado, *si* el riesgo más alto requerido es subdividido en una miríada de títulos y vehículos financieros, *si* los productos financieros así creados se repartieran en una masa suficientemente amplia de inversores, *si* se extiende al infinito el horizonte temporal de las decisiones económicas y si estas tres condiciones son satisfechas, entonces es como si el riesgo se viera anulado y por tanto olvidado.

No se es sencillo aceptar cómo se produjo el éxito de una mistificación de la realidad tal, que terminó conduciendo a la situación de la cual hoy somos todos tristes expectadores. Sin embargo, incluso el estudiante menos preparado en economía sabe que es una ley económica, legado de antigua sabiduría, que dice que el valor de un producto financiero complejo (piensese en las CDO y las CDS) nunca puede exceder el valor de su componente más débil –precisamente como la fortaleza de una cadena es igual a la fortaleza de su anillo más débil. Pero *sacra auri fames* y la ideología han relagado hasta la nulidad esto y otros principios básicos de la economía.

La crisis –que literalmente significa transición y en cuanto tal está destinada a superarse (quizás en el período de los próximos dos o tres años)– deja en herencia a todos los actores un mensaje y una advertencia importante. A los bancos comerciales y de inversión, y a diversas instituciones financieras, la invitación a que vuelvan a apropiarse del fin específico de las finanzas y que logren comprender dos cosas. Primero, que la ética de la virtud, de ascendencia aristotélica, es “superior” a la ética utilitarista si el fin que se intenta perseguir es el progreso moral y material de la sociedad. Segundo, que ha llegado la hora de sustituir el canon del *scientific management*, ya obsoleto porque era adecuado al modo de producción industrial que no existe más, con el del *humanistic management*, cuyo elemento central es la persona humana y ya no más los “recursos humanos”. La sociedad posmoderna no puede tolerar que se continúe hablando de recursos humanos, de la misma manera que se habla de recursos financieros o de recursos naturales.

A la autoridad del gobierno gobierno esta crisis le dice dos cosas fundamentales. En primer lugar, que la crítica sacrosanta al “Estado intervencionista” de ningún modo puede equipararse al rol central del “Estado regulador”. En segundo lugar, que las autoridades públicas ubicadas a distintos niveles de gobierno deben aprobar, incluso favorecer, el nacimiento y el refuerzo de un mercado financiero pluralista, un mercado en el cual puedan operar en condiciones de paridad objetiva sujetos diversos en cuanto concierne al fin específico que atribuyen a su actividad. Pienso en los bancos territoriales –no confundir con los bancos del territorio– a los bancos de crédito cooperativo, a los bancos éticos, a los diversos fondos éticos. Se trata de entes que no solamente proponen a las ventanillas bancarias finanzas creativas, sino sobretudo desarrollan un rol complementario, y por tanto equilibrador, respecto a los agentes de la finanza especulativa. A tal propósito, se debe recordar

que los fondos éticos han salido muy bien de la crisis: no se han registrado ni fuga de clientes, ni caída en los rendimientos. El mercado Europeo ha alcanzado los 2.700 millardos de euros, con un aumento de más de 102% en dos años. Si en los últimos decenios las autoridades de gobierno hubieran removido tantos obstáculos e intereses que todavía gravan a los sujetos de las finanzas alternativas, la crisis actual no hubiera tenido la potencia devastadora de la que somos testigos.

Un solo ejemplo, para todos. Si consideramos las reglas de Basilea 2 –fruto del acuerdo de las autoridades públicas de los países del área de la OCDE– que se relacionan con la valuación del riesgo por parte de las empresas que toman crédito. Si se analizan atentamente los modelos que buscan medir la probabilidad de insolvencia de las empresas, se descubre que los parámetros utilizados a tal fin – monto de ganancias distribuidas (*TSR, total shareholder return*), *Roe (return on equity)* y otros, por su naturaleza está centrados en objetivos de periodos breves. Por ello en tanto que constituyen indicadores adecuados cuando se refieren a las grandes empresas de tipo capitalista, no lo son de hecho cuando se trata de empresas cooperativas o de pequeñas o medianas empresas que operan en territorios bien circunscriptos. Es por tanto claro que los criterios de Basilea 2 no son neutrales, dado que discriminan entre las diversas tipologías de empresas. El resultado es que bancos no comerciales y bancos del territorio verán sus políticas de empleo carentes de peso, cosa que no grava por contraste la espalda de los grandes grupos bancarios. Un arreglo institucional auténticamente liberal no puede tolerar discriminaciones de este tipo.

¿Qué cosa ha de comunicar la crisis actual a la teoría de las finanzas y a los economistas en general ? Una enseñanza doble. Primero, que cuanto más impulso cobra la refinación de los instrumentos analíticos (matemáticos y econométricos) empleados, tanto más alta debe ser la conciencia de los peligros implícitos en el uso práctico de los productos de la nueva tecno-finanza. Es esta irresponsable falta de humildad intelectual la que indujo a no pocos economistas del *mainstream*, incluso prestigiosos, pero poco probados, premios Nobel, a mirar con arrogancia a autores como J. M. Keynes y Hyman Minsky, y a considerar superados maestros del calibre de John Hicks o de James Tobin (ambos premios Nobel), estudiosos en cuyas obras había anticipaciones de buena parte de las consecuencias que ahora estamos registrando. (Recordaré siempre la imagen metafórica de Hicks cuando, todavía en los primeros años '70 del siglo pasado, insistía en la necesidad de insertar, de tanto en tanto, granos de arena en los engranajes de la maquina financiera, para disminuir la velocidad –una idea que luego Tobin traducirá en la propuesta conocida como “Tobin tax”). La humildad hubiera permitido atesorar un notable precedente histórico, como el del célebre economista americano Irving Fisher, tan genial en su perfil matemático (Gibbs, el gran físico de la termodinámica había sido uno de sus mentores) como catastrófico especulador de bolsa. En el otoño de 1929 declaró públicamente que los niveles accionarios habían alcanzado en ese momento la máxima estabilidad y que Wall Street nunca atravesaría un derrumbe. Fue así que, actuando en base del modelo teórico que él mismo había elaborado, Fischer perdió, además de la reputación de economista, casi la totalidad del patrimonio familiar.

¿Qué hay en la base de cierta arrogancia intelectual todavía tan frecuente en no pocos círculos académicos? La incapacidad de comprender, por defecto de preparación filosófica, la distinción entre racionalidad y razonabilidad. Un argumento económico puede ser racional, matemáticamente necesario, pero si sus premisas, es decir sus supuestos, no son razonables, resultará de escasa ayuda. Al contrario, puede conducir a desastres. Ha escrito el célebre filósofo de la ciencia von Wright (*Immagini della scienza e forme di razionalità*, Roma, Carocci, 1987): “Los juicios de razonabilidad están orientados hacia los valores, están enfocados... sobre lo que refiere al bien o al mal para el hombre. Aquello que es razonable es sin

dudas también racional, pero lo que es meramente racional no es siempre razonable". La razonabilidad, de hecho, es la racionalidad que hace a la razón, razón del hombre y para el hombre. Porque esa es expresión de sabiduría y no solo de habilidad intelectual.

La segunda gran lección que surge de la crisis para la economía es la de acelerar los tiempos de superación de la así llamada "sabiduría convencional" (*conventional wisdom*), según la cual *todos* los agentes económicos estarían movidos a la acción por una orientación motivacional de tipo egocéntrico y auto-interesado. Hoy sabemos que tal asunto es fácticamente falso. Es verdad, por cierto, que a partir de las noticias de los períodos históricos hay un porcentaje, más o menos alto, de sujetos cuyo único objetivo es la prosecución del *self-interest*, pero esta disposición de ánimo no describe el universo completo de los agentes económicos. No obstante, los modelos de la teoría de las finanzas continúan postulando –espero que por poco tiempo– que los agentes son todos *homines oeconomici*. La consecuencia está a la vista de todos. De estos modelos descienden directivas de acción que son "vendidas" al sector bancario y financiero. A su vez, los dirigentes que marcan el paso en ese sector los utilizan, con gran habilidad técnico-comunicativa, para transformar aquellas directivas en precisos productos que son después sugeridos o aconsejados –por así decir– a la vasta audiencia de los inversores, individuales o colectivos. Algunos de estos están poseídos del "ansia de dinero", pero muchos otros son inducidos a elegir cuando no hubieran operado en presencia de una efectiva pluralidad de ofertas. El punto es que los modelos matemático-financieros no sugieren solamente líneas de conducta; sino que cambian la *forma mentis* de las personas, como los resultados más recientes de la investigación experimental de las neurociencias confirman *ad abundantiam*.

¿Cuál, finalmente, es la advertencia que la crisis envía a los sujetos de la sociedad civil portadores de cultura? Pensamos en iniciativas como el *deleveraging* de los bancos, el asegurar las cuentas de depósito, sancionar a los administradores, dar pasos decisivos hacia una nueva arquitectura del sistema financiero mundial, tomar medidas concretas para conjurar el riesgo de que a la crisis se le sume la de las cartas de crédito de Estados Unidos. Todo esto es útil y se va realizando en medio de la urgencia, pero no alcanza, porque esta crisis ha reducido, de manera impresionante la componente específica del capital social, que es la confianza generalizada, la cual tiene un radio extenso. Sabemos al mismo tiempo que una economía de mercado para funcionar, puede realizar tantísimas cosas, pero no proveer la confianza, porque la economía de mercado es una economía contractual y sin confianza recíproca no hay contrato que pueda ser iniciado. Después de todo, también los CDS y los hedge funds –creados a propósito para brindar garantías– postulan contratos, aunque sean de forma específica. Nunca olvidemos que el mercado es un consumidor, no un productor de confianza, también es verdad que instituciones mercantiles bien diseñadas favorecen la difusión y la ampliación de las relaciones de confianza. Un indicador básico, pero elocuente, de la falta de confianza que se da por la constatación que, en el mercado interbancario, también los bancos que tienen liquidez en exceso han cesado de conceder préstamos a otros bancos, prefiriendo colocarse en títulos públicos con un rendimiento por cierto menor.

En la sociedad civil permanece en espera la tarea de volver a anudar los "lazos", entre todos los que operan en el mercado, y esta crisis han roto con torpeza. (recuerdese que confianza, del latín *fides*, significa literalmente "cuerda", como Antonio Genovesi en su *Lezioni di economia civile* de 1765 había lúcidamente aclarado). Pero, ¿desde dónde partir para llevar a término una tarea semejante? De la vuelta a centrar ya sea el discurso económico, ya sea el nuevo diseño institucional bajo la categoría del bien común. En el debate cultural por un período bastante largo esta categoría a sido hasta ahora sistemáticamente confundida –

lamentablemente incluso por parte de los profesionales– con la de bien total o también con la de bien colectivo, para nada constructivas, sino más bien contraproducente (cfr. S. Zamagni, *L'economia del bene comune*, Citta Nuova, Roma, 2007). Que la noción de bien común encuentre hoy, bajo la dinámica de los eventos que hemos intentado interpretar, una suerte de nuevo despertar, de interés renovado, es cosa que se ve confirmada por una pluralidad de signos y así abre una vía a la esperanza. No es válido sorprenderse, cuando se llega a tomar conciencia de la crisis de la civilización que implica, se está casi impulsado a abandonar cualquier actitud de falsa utopía, para encarar con osadía caminos nuevos de pensamiento y de acción.