

DIARIO DE LA CRISIS

El pánico financiero del contagio global

El paso de la política monetaria expansiva a la restrictiva ha distorsionado profundamente el mundo financiero por lo que es muy probable que en los próximos meses asistamos a una cadena de reacciones con resultados impredecibles.




Un grupo de persons haciendo cola en la panadería en Tetuán, Madrid.

DAVID F. SABADELL

Christian Marazzi

16 MAY 2023 15:35

En esta novena entrega del «Diario de la crisis» -proyecto nacido de la colaboración entre *Effimera*, *Machina-DeriveApprodi* y *El Salto*- Christian Marazzi propone una hipótesis importante: estamos ante una crisis de sobreproducción digital que, si por un lado se explica por los efectos de la inversión de las políticas monetarias, es decir, el aumento de los tipos de interés para luchar contra la inflación de los beneficios, por otro apunta a la saturación de la demanda, no sólo porque los ingresos reales se estancan o incluso disminuyen, sino también y quizá sobre todo porque la digitalización ha alcanzado el umbral de la asimilación social y humana. En la transición de una política monetaria expansiva a una restrictiva, sostiene el autor, la lucha política en torno al techo de la deuda pública estadounidense podría ser la clásica gota que colma el vaso.

Marzo, la serpiente sale del letargo

Gillian Tett, periodista del *Financial Times*, ha vivido en primera persona algunas de las crisis financieras y bancarias más importantes de los últimos treinta años. como la que estalló en Japón en 1997 y 1998 tras la burbuja inmobiliaria y el debacle de las I

preciosa, Tett analiza la ola de pánico que se ha apoderado de los bancos durante el pasado mes de marzo, de Silicon Valley Bank a Credit Suisse pasando por el First Republic Bank, destacando una serie de características recurrentes, pero también de discontinuidades significativas.

En primer lugar, argumenta Tett, todas las crisis bancarias tienen que ver con el concepto de «crédito», en el sentido latino de *credere*, confiar, y ello en relación con el concepto de «banca fraccionaria» (*fractional banking*), que surgió en la Italia medieval y de los albores del Renacimiento, y que aún hoy conforma las finanzas modernas. Por definición, la reserva fraccionaria es el porcentaje de los depósitos bancarios que un banco debe mantener en forma de efectivo o de activos fácilmente liquidables. Todo depositante debe «creer» que, si desea retirar sus depósitos, el banco siempre estará en condiciones de satisfacer su petición de efectivo.

Dado que muy raramente la totalidad de los depositantes intentará retirar su dinero al mismo tiempo, esta creencia/confianza tiene una enorme relevancia (de lo contrario nadie depositaría su dinero en los bancos). La reserva fraccionaria funciona muy bien en tiempos normales, durante los cuales los fondos se reciclan en préstamos y valores retribuidos con rendimientos más o menos crecientes. Sin embargo, cuando los depositantes perciben que el ciclo económico está cambiando de signo, empiezan a retirar su dinero -como ocurrió en 1997. en 2007/2008 y en el pasado mes de marzo y como sigue ocurriendo en abril y mayo en el caso del First R
fractional bank
tiempo para rei

abiertas durante unas pocas horas al día, ¡mientras que la *mobile banking* funciona veinticuatro horas al día durante siete días a la semana!), ya sea vendiendo los bonos en los que los bancos han invertido sus depósitos, que, sin embargo, debido a la subida de los tipos de interés, como en el caso de esta última crisis, valen mucho menos que su valor nominal (2). Esta es la crisis.

En comparación con las crisis anteriores, que todavía se caracterizaron por una relativa opacidad en cuanto a la accesibilidad de la información estratégica, la crisis de marzo de este año difiere en la velocidad y la omnipresencia con que se difunde la *información* en el mundo digitalizado (3). A su vez, la información *just in time*, accesible a todos y en todas partes (en los teléfonos móviles, en canales de televisión como CNBC, en YouTube, en las redes sociales, en las plataformas), alimenta intensamente los riesgos de contagio, que en la crisis de marzo condujeron, por ejemplo, a la retirada de 42 millardos de dólares, es decir, nada menos que la cuarta parte de los fondos del Silicon Valley Bank, en cuestión de horas (4).

Según Sam Altman, director tecnológico de ChatGPT, «la velocidad del mundo ha cambiado, la gente habla rápido, la gente mueve su dinero rápido»

Un contagio que, como siempre ha ocurrido en la historia de las crisis financieras y bancarias, no se ha limitado a un solo banco, sino que se ha extendido (y sigue extendiéndose) al Signature Bank, al First Republic Bank e incluso a Credit Suisse. En resumen, las redes sociales y la *mobile banking* digital cambian las reglas del juego incluso para las finanzas. Según Sam Altman, director tecnológico de ChatGPT, «la velocidad del mundo ha cambiado, la gente habla rápido, la gente mueve su dinero rápido» (5).

Crisis de sobreproducción digital

Otra característica recurrente de las crisis bancarias y financieras es la confusión entre el síntoma y la causa. Por ejemplo, de las crisis del Silicon Valley Bank y de Credit Suisse se ha dicho que sus problemas eran «idiosincrásicos», o dicho más sencillamente que se debía a que estaban gestionados por idiotas, por directivos incapaces, por ejemplo, de protegerse (*hedge*) contra los riesgos en un periodo de cambio radical como el que se inició el año pasado al hilo de la transición de una política monetaria ultraexpansiva a otra restrictiva, que suponía el abandono del *quantitative easing* [flexibilización cuantitativa] y la opción por el *quantitative tightening* [endurecimiento cuantitativo].

Sin embargo, dado que muchos bancos esconden importantes pérdidas no reconocidas (*unrecognised losses*), es decir, pérdidas contables derivadas de inversiones previas que pueden convertirse en pérdidas reales en cualquier momento (por ejemplo, en Estados Unidos en el sector inmobiliario comercial), o tienen altos niveles de depósitos no garantizados (en Estados Unidos los superiores a 250.000 dólares), esto significa que los problemas de algunos bancos especialmente mal gestionados, como el Silicon Valley Bank o Credit Suisse, son en realidad únicamente síntomas de un problema más amplio, que se remite, dicho de un modo más preciso, a la década transcurrida de ingeniería financiera orientada a asumir riesgos muy elevados para obtener beneficios (pensemos en las hipotecas firmadas en Japón durante la década de 1980 y, más reciente...

Nos encontramos ante una crisis de sobreproducción digital que, si bien por una parte se explica por los efectos de la inversión de las políticas monetarias

Sobre este aspecto, sin embargo, habría que profundizar el análisis, recordando marxianamente que toda crisis capitalista es siempre, de alguna manera, una *crisis de sobreproducción*. Ciertamente, este fue el caso de la crisis de las hipotecas *subprime* de 2007/2008, resultado de una ola de inversiones especulativas en el sector inmobiliario que siguió a la anterior burbuja puntocom de las empresas tecnológicas, caracterizada por sus inversiones especulativas en empresas emergentes de Internet entre 1997 y 2000 (la burbuja estalló en marzo de es

invertir en activos (empresas de alta tecnología o inmuebles residenciales), que generaban «rendimientos crecientes» mediante subidas especulativas de los precios provocadas por una mayor demanda dopada precisamente por la actividad crediticia del sector bancario.

Mientras los precios de los activos subían, los bancos tenían todo el interés en conceder crédito (incluso a los famosos ninjas, esto es, a aquellos que se encontraban en una situación de «*no income, no job, no assets*»), o sea, los pobres carentes de renta, de empleo y de activos, dejados a merced del sueño americano de la propiedad privada) y en concederlo cada vez en mayores proporciones mediante la titulización de sus activos hipotecarios.

Sin embargo, cuando, debido a la saturación del mercado o, en realidad, a la saturación de la demanda, los precios de los activos empezaron a caer, del exceso de esta se pasó rápidamente al exceso de la oferta, lo cual deshizo el excedente de producción que se había acumulado en la fase ascendente del ciclo. Para hacer frente a la devaluación del capital invertido, los bancos se vieron obligados a subir los tipos de interés, aumentando así la deuda hipotecaria de millones de ciudadanos (o de miles de empresas en el caso de la burbuja puntocom) (6).

No es necesario volver sobre los años que siguieron a la Gran Recesión posterior a 2008 caracterizados por la crisis de la de
políticas auster
los pueblos de]

ultraexpansivas que se pusieron en marcha para evitar el colapso del sistema financiero y monetario (el «*whatever it takes*» de Draghi en Europa, la *quantitative easing* adoptada por todos los bancos centrales occidentales) fueron de hecho políticas que contribuyeron fuertemente a promover la acumulación capitalista digital, acelerada por la crisis pandémica de la mano de la exuberante proliferación de nuevos dispositivos teletecnológicos digitales.

La hipótesis que formulamos, que sin duda debe desarrollarse ulteriormente, es que nos encontramos ante una *crisis de sobreproducción digital* que, si bien por una parte se explica por los efectos de la inversión de las políticas monetarias, es decir, el aumento de los tipos de interés para luchar contra la inflación de los beneficios (7), por otra, apunta a la saturación de la demanda, no sólo porque los ingresos reales se estancan o incluso disminuyen, sino también y quizá sobre todo, porque la digitalización ha alcanzado el umbral de la asimilación social y humana (8).

De un riesgo a otro

Otra lección que puede extraerse del análisis de las últimas crisis bancarias y financieras es que los inversores y las autoridades reguladoras tienden a centrarse en los riesgos característicos de las crisis anteriores, olvidándose por completo de los nuevos. Como dice Gillian Tett: «No luches la última guerra».

En los modelos
escenarios incl
importante de]

riesgos derivados del crédito, debido a las quiebras hipotecarias generalizadas que condujeron a la debacle. El riesgo derivado de los tipos de interés se subestimó por completo, probablemente porque no había causado ningún problema particular desde 1994.

Lo mismo ocurrió en 2008, cuando se verificó una subestimación total del *mortgage default risk* [riesgo de impago hipotecario], lo cual se debió a que la crisis del *hedge fund* Long-Term Capital Management de 1998 y la burbuja de las empresas puntocom de 2000 habían provocado enormes pérdidas derivadas de los préstamos efectuados a las empresas. En resumen, el pasado no parece ser una buena guía para los riesgos futuros.

Lo mismo puede decirse de la normativa diseñada para resolver las últimas crisis -normas concebidas para crear «seguridad»- que a menudo acaban creando nuevos riesgos. Tomemos el ejemplo de la crisis de este mes marzo, que estalló con la quiebra del Silicon Valley Bank. Su talón de Aquiles eran los bonos del Tesoro a diez años estadounidenses en los que muchos bancos habían invertido (¡alentados, cuando no obligados, por las propias autoridades reguladoras!) gran parte de sus depósitos (9). Considerados como los activos más seguros y líquidos de todos (con requisitos no exigentes en cuanto a la estructura del balance del inversor), en realidad también demostraron ser vulnerables a los cambios en el entorno monetario en la medida en que cuando los bancos intentaron venderlos, se encontraron con que su valor estaba muy por debajo de su va

Comunismo monetario

En cuanto estalla el pánico, cuando la «reserva fraccionaria» muestra toda su fragilidad e insustancialidad, el mantra liberal del libre mercado se disuelve en el aire como por arte de magia. La arrogancia de los banqueros se convierte en patética genuflexión. La experiencia histórica demuestra que en esos momentos los gobiernos hacen todo lo posible por proteger algunos de sus depósitos, compran activos problemáticos y a veces incluso nacionalizan bancos enteros. Esto es lo que ocurrió en la década de 1990 en Japón y en todo el mundo durante la crisis financiera mundial de 2007/2008.

Es lo que ha ocurrido también el pasado mes de marzo: aunque la garantía de los depósitos incluidos en el balance de situación de Silicon Valley Bank y de Signature Bank sólo cubría los primeros 250.000 dólares, el gobierno estadounidense los protegió integralmente con un coste de más de 20 millardos de dólares. En Suiza, en el rescate de Credit Suisse mediante su absorción por UBS por sólo 3,25 millardos de francos suizos, se protegió incluso a los accionistas (si bien en una reducida medida), al tiempo que se exigió la cancelación de 16 millardos de dólares de bonos (los de mayor riesgo, los AT1) (11). A ambos lados del Atlántico, los gobiernos y los bancos centrales han ofrecido a los bancos impresionantes líneas de liquidez (en Estados Unidos, la Fed permite incluso que los bancos sigan intercambiando entre sí bonos del Tesoro para obtener efectivo a su valor nominal, como si la subida de los tipos de interés nunca se hubiera producido).

Estas intervenciones monetarias del Estado pretenden evitar que el contagio, el actual efecto dominó digital, haga estallar la regla de la «reserva fraccionaria», revelando la contradicción inherente al proceso de acumulación capitalista entre la producción de valor económico-social y la creación-regulación monetaria. Sólo tratamos de decir que, con independencia de la pertinencia y de la adecuación de las intervenciones públicas efectuadas para amortiguar la crisis de marzo, la historia nos enseña que las trayectorias de las crisis financieras pueden ser largas y estar atravesadas por flujos y reflujos. En la crisis financiera mundial de 2008, por ejemplo, Lehman Brothers se hundió en septiembre de ese año, más de doce meses después de los primeros indicios de la crisis de las hipotecas subprime, que se habían puesto de manifiesto en la primavera de 2007.

MÁS INFORMAC





CRISIS FII

Do you remember Lehman Brothers?

CHRISTIAN MARAZZI

La crisis de marzo ha afectado sobre todo a bancos medianos, al menos en Estados Unidos, pero el hecho crucial es que esta crisis ha desencadenado un proceso de mayor concentración del capital bancario (12). En Estados Unidos, JPMorgan se ha hecho con el First Republic Bank (en 2008 había salvado a Bear Stearns y a Washington Mutual) y ahora supera con creces a Goldman Sachs, Morgan Stanley y al Bank of America (13). En un país con un presupuesto federal enorme y un banco central dotado de un balance de situación igualmente enorme, operaciones de consolidación de este tipo, aunque siempre peligrosas, pueden gestionarse. El problema es que la tendencia hacia la *big banking* ahonda la asimetría en los países económicamente más pequeños, como Suiza, donde UBS, tras el colapso bursátil de Credit Suisse, compró a su rival histórico, operación que ha supuesto un rescate muy costoso para la Confederación y para el Banco Nacional, que sin duda tendrá «efectos colaterales» en todo el sistema financiero (14). De hecho, los activos de UBS serán ahora aproximadamente el doble del PIB nacional suizo, lo que hace que el nuevo banco sea demasiado grande para quebrar. Como se ha escrito, «*big finance works only for big players*».

No resulta casual, pues, que el historiador económico Harold James, profesor de la Universidad de Princeton, reflexionando sobre la compra de Credit Suisse por parte de UBS, recordara el rescate por el gobierno austriaco en 1929 del quebrado Bodencreditanstalt (el segundo banco más grande después de Creditanstalt en ese momento) (15). Menos de dos años después, fue el propio Creditanstalt el que quebró, desencadenando un proceso en cadena, que acarreó el colapso del sistema bancario alemán, lo cual a su vez provocó el pánico en los principales centros de las finanzas mundiales, de Londres a Nueva York.

MÁS INFORMAC





SIDECAR

Anegados en liquidez

DYLAN RILEY

En opinión de James, cuando una institución financiera absorbe a otra, nunca se sabe realmente lo que esconden los balances de situación. En un momento de inestabilidad financiera como éste, es muy fácil que depositantes, acreedores y accionistas «presos de los nervios» sospechen que la podredumbre está contaminando toda la operación. En el caso de Credit Suisse, la sospecha es que miles de millones en derivados de alto riesgo acechan en los pliegues de su balance de situación. Además, los bancos de un tamaño enorme se convierten en una amenaza imposible de soportar, si su sede se encuentra en países pequeños. En 1931 el rescate de Creditanstalt requirió enormes fondos públicos, lo que provocó una crisis fiscal y, más tarde, una crisis monetaria. En 2008 la crisis de unos bancos nacionales sobredimensionados condujo a una dolorosa intervención del FMI en países como Irlanda e Islandia.

El paso de la *quantitative easing* al *quantitative tightening*, de la política monetaria expansiva a la restrictiva, ha distorsionado profundamente el mundo financiero por lo que es muy probable que en los próximos meses asistamos a un giro de 180 grados en torno al techo de

Sobre el autor

Christian Marazzi, economista y politólogo, se ha licenciado en Scienze Politiche en la Università di Padova y se ha doctorado en Ciencias Económicas en la City University de Londres. Sus campos privilegiados de investigación han sido la teoría monetaria, la evolución de los mercados financieros y las transformaciones del mundo del trabajo, además de algunas incursiones en la filosofía del lenguaje, ámbitos en los que ha efectuado innumerables trabajos de análisis. Entre 1985 y 2007 ha trabajado como economista-investigador en el Dipartimento delle Opere Sociali de la Scuola Universitaria Professionale della Svizzera italiana, donde todavía enseña y realiza trabajos de investigación social. Ha enseñado en diversas universidades entre las que se cuentan la Università di Scienze politiche di Padova, la State University of New York, la Universidad de Lausana y la Universidad de Ginebra. Durante los últimos diez años imparte clases en el master sobre Economía del Arte de la Nuova Accademia di Belle Arti de Milán. Entre sus principales publicaciones se cuentan *El giro lingüístico de la economía y sus efectos sobre la política* (1994, 2003); *E il denaro va* (1998); *Capitale & Linguaggio* (2002); *Finanza bruciata* (2009); *Il comunismo del capitale* (2010); *Diario della crisi infinita* (2015); *Che cos'è il plusvalore* (2019).

Notas al pie

1. Gillian Tett, «What I learned from three bank crises» Financial Times, Life&Arts, 8-9 de abril de 2023.
2. Sobre la correlación inversa entre su rentabilidad y el precio de bonos como los del Tesoro estadounidense, véase mi contribución Diario de la crisis – 6. Véase también Gillian Tett «Wake up to the danger of digital bank runs» Financial Times,
3. Más aún cuando
de la tecnología

4. Sólo en el primer trimestre de este año, se produjo una salida de depósitos de 100 millardos de dólares del First Republic Bank.
5. Mark Vandervelde, Antoine Gara, Joshua Franklin, Colby Smith y Tabby Kinder, «SVB: the multiple warning signs that were missed», Financial Times, 25 de abril de 2023.
6. Y, sobre todo en el caso de la crisis de 2007/2008, no se trataba en absoluto de una crisis circunscrita a Estados Unidos, ya que los bancos occidentales habían acaparado aquellos valores titulizados (los «activos tóxicos»), que parecían tener una rentabilidad en absoluto despreciable. Un ejemplo entre todos, UBS que entró en «quiebra técnica» en septiembre de 2008 y fue literalmente rescatado por el Estado suizo mediante una inyección de más de 60 millardos de francos suizos.
7. La inflación de los beneficios sólo remitirá cuando las políticas monetarias antiobreras de los bancos centrales hayan conseguido exprimir aún más las rentas salariales. Y esto sin tener en cuenta que los propios analistas de bancos como UBS afirman que la inflación no se debe en absoluto a la espiral salarios-precios, sino a la espiral beneficios-precios (<https://bit.ly/41umDPP>). Véase M. Arnold, P. Nilsson, C. Smith, D. Strauss, «Central banks warn business over price gouging», Financial Times, 31 de marzo de 2023; véase también Marcello Minenna, «Prezzi spinti più dai profitti che dai salari», Il Sole24Ore, 2 de abril de 2023. Paradójicamente, los elevados tipos de interés «justifican» los elevados beneficios inflacionistas simplemente porque aumentan el coste del dinero para las empresas.
8. En cuanto a la crisis bancaria, consideremos que el porcentaje de hogares estadounidenses que utilizan la banca móvil o en línea ha crecido del 39 al 66 por 100 entre 2013 y 2021, hecho que explica cómo, incluso antes del pánico del pasado mes, se mueve de una cuantía de activos financieros

9. El Financial Times señalaba que una de las causas de la fibrilación bancaria europea, desencadenada por la estadounidense, es que los bancos europeos también «poseen grandes reservas de bonos afectados por la subida de los tipos de interés». Véase también Nicola Capelluto, «Panico da rischio zero», Lotta Comunista, marzo de 2023.

10. Sólo una nota al margen: cabe preguntarse si la teoría de las convenciones de Keynes (cap. 12 de la Teoría general del empleo, el interés y el dinero, 1936) no debe extenderse a los riesgos en lugar de limitarse a la formación del valor de los títulos. Según la teoría keynesiana de las convenciones, en los mercados financieros los agentes, bajo la doble carga de la incertidumbre y de la pérdida de confianza en sus estimaciones, adoptan un comportamiento mimético, polarizando la opinión sobre el valor de un título y autovalidándola. En ese momento nace un pensamiento común, una convención, que sirve de anclaje para las sucesivas anticipaciones. Sin embargo, parece que en el capitalismo financiero contemporáneo son más bien los riesgos, y su cobertura (hedge), los que suscitan comportamientos miméticos. Esta cuestión debe ser retomada.

11. La decisión sin precedentes tomada por la Autoridad Suiza de Supervisión de los Mercados Financieros (Finma) sobre los obligacionistas, a pesar de que generalmente, en caso de quiebra de un banco, los accionistas sufren pérdidas antes que los estos, pretendía hacer la operación menos costosa para UBS. Un grupo de inversores de Credit Suisse, entre ellos el fondo de pensiones Migros, demandó a los reguladores financieros suizos por las pérdidas multimillonarias causadas por esta decisión.

12. Sobre los riesgos de una excesiva concentración de capital, no sólo en la banca, véase Rana Foroohar, «The problem of concentrated power», Financial Times, 8 de mayo de 2023.

13. Véase Brooke Masters, James Fontanella-Khan v. Joshua Franklin, «IPMorgan: the bank that never lets a crisis go to waste», Fir

14. Véase Christ
Internazionale, 2

15. Véase Harold James, «Mega-banks in small states spell danger», Financial Times, 20 de abril de 2023.
16. Véase Gillian Tett, «Investors wake up to US debt dysfunction», Financial Times, 5 de mayo de 2023.

Archivado en: [Inflación](#) · [Crisis económica](#) · [Diario de la crisis](#)

Informar de un error