

Las crisis financieras como conflicto de temporalidades⁷⁵

Robert Boyer

Institut des Amériques, Francia

robert.boyer@ens.fr

<https://orcid.org/0000-0003-0425-7439>

How to cite this paper:

Boyer, Robert (2020). **Las crisis financieras como conflicto de temporalidades**. Revista Encuentros, Universidad Autónoma del Caribe. Vol. 18-3. Dossier.

Doi: 10.15665/encuent.v18i3.2332

Recibido: 02 de diciembre de 2019 / Aceptado: 5 de enero de 2020

RESUMEN

Los objetos y métodos de los economistas y los historiadores difieren, pero las crisis financieras están trastocando los hábitos y las divisiones disciplinarias tradicionales. Este artículo propone una nueva interpretación de los ciclos; se focaliza en el conflicto entre las diferentes temporalidades y en la dialéctica entre memoria y olvido, presente en la raíz de las crisis. Al hacerlo, pone en cuestión la unidad del tiempo de los economistas, exige una mejor consideración de la interpenetración de las esferas política, social, económica y financiera, y promueve una mayor integración de las ciencias sociales.

Palabras clave: crisis, temporalidades, economía, finanzas, capitalismo.

Financial Crises as a Conflict of Temporalities

ABSTRACT

Economists and historians study different subjects, using different methods. However, financial crises disrupt habits and undermine the traditional disciplinary divisions. This article offers a new interpretation of the cycles, emphasizing the conflict between different temporalities and the dialectic between memory and forgetting, which lie at the heart of crises. It thus questions the uniqueness of time as it is seen by economists, calling for the crossover between the political, social, and economic spheres to be better taken into account. It also argues for increased integration of the social sciences.

Key words: crisis, temporalities, economy, finance, capitalism.

75 Versión en español de Boyer, R. «Les crises financières comme conflit de temporalités», Vingtième Siècle. Revue d'histoire 2013/1 (N° 117), pp. 69-88. DOI 10.3917/vin.117.0069. Traducción realizada por Julieta Ayelén Almada CEA-CONICET/UNC. julialmada@gmail.com; Jacinta Gorriti: CIECS-CONICET/UNC. Correo electrónico: jasgorriti@gmail.com

INTRODUCCIÓN

A mediados del decenio del 2000, la economía mundial y la mayoría de los países parecían haber encontrado un nuevo rumbo caracterizado por el rápido crecimiento, la moderación de la inflación y una reducción significativa de la pobreza en muchas economías industrializadas. Hubo casi un consenso entre economistas y financieros [*financiers*] en que la internacionalización, la innovación y la globalización financiera habían aportado una estabilidad sin precedentes a las economías de mercado. Este período, descrito como Gran Moderación (Stock & Watson, 2012), nació de la alianza entre las políticas de liberalización, la *expertise* de los economistas y la financiarización del mercado, que había abierto una era sin precedentes, marcada por la desaparición de los ciclos y, sobre todo, de las grandes crisis. Aunque algunos analistas percibieron ciertos estallidos premonitorios, presentados como los *Cassandras*⁷⁶, el colapso de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008 pareció ser un acontecimiento que desafió la comprensión; tan excepcional que debería haber ocurrido solo una vez por siglo, dijo Alan Greenspan, entonces director de la Reserva Federal - banco central estadounidense.

Los trabajos de historia económica permiten una interpretación muy diferente, sin duda porque los objetos y métodos del economista y del historiador no son los mismos. El tema del presente artículo no es medir la riqueza de los análisis generados por la investigación sobre las crisis financieras. Fiel al objetivo de este número⁷⁷, se propone y desarrolla una hipótesis central: el conflicto entre las diversas temporalidades está en el centro de las crisis financieras, y es la falta de consideración de su interdependencia lo que explica en gran medida la incapacidad de las teorizaciones para dar una explicación satisfactoria de estos episodios.

Economistas e historiadores ante las crisis financieras

Desde los años sesenta, los economistas han realizado un esfuerzo sin precedentes para teorizar, modelizar

e incluso axiomatizar su disciplina basándose en un pequeño número de supuestos centrales. En este contexto, a partir de los años ochenta se desarrolló un nuevo modelo macroeconómico clásico basado en el supuesto de un autoequilibrio de una economía de mercado, sujeta a la recurrencia de perturbaciones consideradas exógenas. Estos supuestos se vieron contrarrestados por las consecuencias observadas entre 2008 y 2012, particularmente en la economía estadounidense (Boyer, 2011b).

El enfoque de los historiadores es *a priori* muy diferente: proponen explicar la diversidad de encadenamientos causales que conducen a una determinada crisis financiera (por ejemplo, la de 1929) (Kindleberger, 1985). No dudan en movilizar diversas fuentes, incluso más allá de la construcción de series económicas. Sus conclusiones tienen siempre en cuenta el contexto, por lo que siguen siendo muy prudentes en términos de generalización, algo que solo puede intentarse después de que se haya recopilado una cantidad significativa de investigaciones (Kindleberger, 1994). Charles P. Kindleberger es uno de los autores más emblemáticos de este enfoque, en la medida en que su investigación ha vinculado los trabajos históricos a la teorización de los mecanismos que conducen a las burbujas financieras y su estallido; en definitiva, a la inestabilidad de las finanzas en el capitalismo moderno. Es sin duda una de las mejores síntesis en términos de historia y de teoría de las crisis financieras.

Impresionados por la velocidad y estabilidad del crecimiento posterior a la Segunda Guerra Mundial, historiadores y economistas colaboraron por primera vez en la búsqueda de factores que pudieran explicar el relativo estancamiento del crecimiento en períodos anteriores. Esta fue la era de la cliometría, es decir, de la aplicación de la teoría del crecimiento (Solow, 1956) y de las técnicas econométricas a los datos recogidos durante los siglos anteriores, por ejemplo, sobre la economía francesa del siglo XIX. En este enfoque, los ciclos y la Gran Depresión de 1929 se interpretaron como simples desviaciones (accidentes) de un modelo válido a largo plazo. En efecto, al interior de las teorías económicas son pocas las problemáticas que permiten explicar simultáneamente el perfil cíclico y las tendencias a largo plazo. Esta fue la contribución de Joseph Schumpeter (1978): para él, ciertas innovaciones tecnológicas u organizativas importantes tienen el potencial de lanzar

76 Hace referencia a autores como el economista Nouriel Roubini. (N. de T.)

77 El artículo se encuentra en un número especial de la revista *Vingtième siècle. Revue d'histoire*, dedicado a la historicidad del siglo XX, y en particular a los problemas de coexistencia y concurrencias del tiempo. (N. de T.)

una fase de crecimiento cuya maduración conduce a una fase posterior de depresión, durante la cual las instituciones económicas eventualmente se adaptan al nuevo paradigma productivo. En cierto modo, es probable que este marco analítico explicara las largas olas que duraron alrededor de medio siglo, destacadas por un trabajo puramente estadístico e inductivo (Kondratieff & Stolper, 1935). Las teorías evolutivas contemporáneas han extendido esta herencia a paradigmas productivos posteriores y han dado una interpretación original del período contemporáneo (Perez, 2004).

Con el resurgimiento de las crisis financieras, primero en América Latina y Asia, luego en el corazón mismo del mundo desarrollado y finalmente en los Estados Unidos, la historia de las crisis financieras de largo plazo ha despertado el interés de algunos economistas e historiadores (Eichengreen & Bordo, 2003). Primero se propusieron revisar las obras fundadoras desarrollando interpretaciones alternativas y, más recientemente, han colocado la llamada crisis de las *subprime* en una cronología secular, a veces para extraer mecanismos invariables (Reinhart & Rogoff, 2009), a veces para resaltar las diferencias entre la crisis actual y la de 1929 (Eichengreen & O'Rourke, 2009).

Las grandes crisis como momentos de grandes construcciones teóricas

Para los economistas teóricos, las crisis son determinantes por dos razones. Por un lado, muestran que las predicciones basadas en modelos ampliamente aceptados en la profesión son muy inexactas. Así, en 2008, los macroeconomistas estadounidenses predijeron un crecimiento continuado a un ritmo sostenido y fueron incapaces de anticipar la gravedad de la crisis asociada con el colapso de Lehman Brothers (Wieland, 2010). Este momento sirvió, por lo tanto, como una invitación a revisar algunas de las hipótesis de estos modelos. Pero, por otro lado, las crisis acarrear un cuestionamiento más fundamental aún, ya que se refieren a uno de los axiomas de la teoría; en este caso, el que postula la estabilidad estructural de una economía de mercado. Más allá de las especificaciones técnicas, es entonces el corazón de la teoría lo que aquí se desestabiliza. Tal *aggiornamento* ocurrió en la década de 1930 y se puede anticipar que un movimiento equivalente está en marcha (Backhouse, 2011).

En efecto, es esclarecedor mirar hacia atrás los avances teóricos que ocurrieron durante la década de 1930 en respuesta a la sorpresa de la depresión observada entre 1929 y 1932. La interpretación dominante analizaba entonces el desempleo como un hecho voluntario, resultante del equilibrio entre la oferta y la demanda en el mercado laboral (Pigou, 1993). Por lo tanto, el desempleo de larga duración y masivo sólo podía explicarse por un bloqueo de los mecanismos de mercado debido, por ejemplo, a una rigidez de los salarios nominales, o a una irracionalidad de la política económica que mantuviera déficits públicos excesivos. Sin embargo, esta interpretación se vio contrarrestada por una observación: que no había vuelta al pleno empleo en un momento en que los salarios nominales estaban disminuyendo. El propio John Maynard Keynes se consideraba perteneciente a esta tradición: en *Tratado sobre el dinero* (2010), el desempleo se consideraba solo cíclico y friccional, y no permanente y masivo. Se comprometió entonces a eliminar los axiomas de la teoría clásica que le impedían comprender un fenómeno tan esencial. Después de varios años de esfuerzo colectivo y reflexión en la Universidad de Cambridge, produjo su obra principal, *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* (Keynes, 1943). En ella advirtió que son las expectativas que rigen la formación de la demanda efectiva las que explican el nivel de empleo, y pueden implicar la persistencia del desempleo involuntario. El déficit público, lejos de ser la causa del desempleo, deviene en uno de los instrumentos para restablecer el pleno empleo. Así pues, hay numerosos indicios que el nacimiento de la macroeconomía keynesiana fue el resultado de la crisis de los años treinta.

Una ruptura equivalente se produjo cuando estalló la llamada crisis de las *subprimes*: en el modelo canónico sobre el que la mayoría de los economistas estaban de acuerdo, una caída de la actividad económica de tal magnitud sólo podía venir de circunstancias excepcionales, por ejemplo, de un choque de productividad negativa que afectó al sector de la construcción. El pronóstico era, por lo tanto, un rápido retorno a la senda de crecimiento a largo plazo de la economía estadounidense. Lo negó una ralentización de la recuperación económica a partir de 2011: no se trataba de una recesión más profunda que las precedentes, sino de una crisis sistémica y estructural, una gran crisis en

el sentido de la *Teoría de la Regulación* (Boyer & Saillard, 1998). Las comunidades académicas que reunían a los economistas han permanecido un tanto calladas, ninguna de ellas ha declarado abiertamente la crisis de la macroeconomía contemporánea. Solo unas pocas noticias han reconocido el alcance de la bancarrota intelectual de la profesión, como Ricardo Caballero, profesor de Economía en el Instituto Tecnológico de Massachusetts (MIT), o Narayana Kocherlatoka, miembro de la FED⁷⁸.

La teoría económica contemporánea se enfrenta, por lo tanto, a una crisis equivalente a la de los años treinta. Por el momento, los economistas están trabajando de forma dispersa para modificar los supuestos invalidados por la crisis de las *subprimes*. ¿Podemos imaginar que estos esfuerzos producirán la síntesis esperada en una década? Si bien los procesos de trabajo son en parte similares, la profesionalización y la diversificación de la disciplina económica introducen muchas novedades en comparación con el período de entreguerras (Backhouse, 2011; Boyer, 2012). Sin embargo, se puede medir el alcance de las crisis en la historia de la disciplina económica.

Las crisis como prisma para analizar el capitalismo

La virtud de las crisis es que examinan las representaciones, las teorías y las prácticas, y arrojan luz sobre diversos niveles del funcionamiento de los regímenes socioeconómicos. En primer lugar, marcan una brecha entre un período próspero y una inversión repentina de la situación económica; abren la confrontación de visiones sobre el futuro de los actores y ponen a prueba teorías y paradigmas que, anteriormente, no generaban total satisfacción, ya que los pronósticos que se podían extraer de ellas demostraban ser coherentes con la observación. A partir de entonces, la crisis ya no estuvo ligada al período de crecimiento anterior, sino a los pánicos bancarios y los colapsos financieros de los siglos anteriores: el pánico de 1907 (Bruner & Carr, 2007), la Gran Depresión del período de entreguerras (Galbraith, 1976; Bernanke, 2005).

Asimismo, presentan un segundo interés. Si bien la coherencia del sistema económico parecía ser

evidente, la ruptura del ascenso y la inversión repentina de la coyuntura económica pusieron de manifiesto la complejidad de las interacciones entre la esfera económica, el ámbito político y su articulación con la sociedad. Si antes de que estallara la crisis algunos actores privados tendían a exigir que el Estado se retirara de los asuntos económicos, ahora recurrían a este para garantizar los depósitos bancarios y restablecer la estabilidad financiera, y decidían programas de apoyo a la actividad económica para limitar los riesgos de depresión y el desarrollo del desempleo masivo. Pero, al mismo tiempo, la opinión pública pudo oponerse al rescate de las grandes instituciones financieras, cuya estrategia arriesgada ha llevado a la crisis. Mientras que en el mundo académico la tendencia era hacia una especialización extrema por disciplina, el entrelazamiento de los procesos financieros, económicos y, en última instancia, social y político, exige una mayor integración de las ciencias sociales. Este es el mensaje recurrente de los investigadores que se han centrado en la evolución de los bancos y los sistemas financieros nacionales (Bouvier, 1989) y en la intermediación financiera a nivel internacional (Flandreau, 2004; Cassis, 2008).

Una tercera característica interesante es que las crisis financieras plantean una vez más la cuestión de la relación entre las estrategias desplegadas por los actores en las distintas esferas y las consecuencias de su conjunción a nivel de la sociedad entera. De hecho, en retrospectiva, los analistas se dan cuenta de que, más allá de la aparición de acontecimientos macroeconómicos regulares y controlados, un sistema bancario fantasma ha desarrollado su actividad a un ritmo frenético, ha inundado la economía con productos financieros peligrosos y ha promovido la credibilidad y la legitimidad de los fondos de inversión, basados en esquemas fraudulentos como los esquemas Ponzi (Boyer, 2011b)⁷⁹. Estos financistas se encontraron con la adhesión de una nueva generación de especuladores. Así, en los Estados Unidos, ciertos grupos sociales previamente excluidos del crédito hipotecario pudieron acceder a él. Las crisis financieras muestran, por lo tanto, que la cuestión de

78 Reserva Federal de los Estados Unidos (N. de T.)

79 En referencia al estafador italiano Carlo Ponzi, se entiende al esquema como una operación de inversión piramidal que implica el pago de intereses a inversores de su propio dinero invertido, o de nuevos inversores. El circuito funciona mientras ingresen nuevos capitales, condición sine qua non para el pago de intereses de estas inversiones "de alta rentabilidad". (N. de T.)

la relación entre los análisis microeconómicos y las teorías macroeconómicas aún no han encontrado una solución satisfactoria (Caballero, 2010).

Por último, las grandes crisis económicas y financieras se constituyen como acontecimientos históricos. En la época dorada posterior a la Segunda Guerra Mundial, en la que el crecimiento fue fuerte y los ciclos económicos se suavizaron, algunos investigadores se preguntaron si la crisis de 1929 podría repetirse y tener consecuencias comparables (Minsky, 1982). Cuando, en diciembre de 1987, la bolsa estadounidense se derrumbó en una proporción equivalente a la del Jueves Negro de 1929, esta angustia afectó a todos los participantes del mercado financiero y a los líderes políticos. Pero fue solo una falsa alarma: el equivalente a un error informático relacionado con la introducción simultánea de *software* de cobertura de riesgos, sin que ninguna mala noticia de las empresas o de la economía nacional justificara tal caída. La especulación de 1929 reapareció cuando, en 2001, la burbuja de Internet estalló, pero la velocidad de reacción de las autoridades públicas limitó las consecuencias adversas de su estallido. Una vez más, durante la burbuja inmobiliaria estadounidense aparecieron temores que se repetirían las dramáticas consecuencias de los años de la posguerra, pero este pronóstico compitió con la posibilidad de un largo estancamiento de la economía estadounidense, en línea con la década perdida japonesa de los años noventa (Koo, 2000). Por último, durante las discusiones sobre las soluciones a la crisis de la deuda pública europea, parece significativo que los funcionarios alemanes estuvieran preocupados por los riesgos de un retorno de la inflación, temiendo la repetición de la hiperinflación de 1923, todavía tan frecuente en las representaciones sociales del país. Este episodio es crucial para comprender una de las cuestiones más fundamentales y difíciles de la teoría económica: ¿de dónde viene la confianza en una moneda? (Orléan, 2011).

En gran medida, las dificultades del economista para hacer frente a las crisis se deben a la consideración muy imperfecta del tiempo histórico. La temporalidad de los economistas no ha dado lugar, salvo en casos excepcionales (Robinson, 1966), a reflexiones equivalentes a las realizadas por los historiadores de la época (Hartog, 2007).

La trampa del tiempo del calendario frente a múltiples temporalidades

En aras de la claridad en los siguientes desarrollos, es importante recordar el tratamiento que le han dado al tiempo, los teóricos y los profesionales de la economía respectivamente.

En el corazón de la economía política está la cuestión de la mano invisible: ¿cómo explicar que la búsqueda de sus intereses por cada uno de los agentes no conduce al caos sino al equilibrio económico? La pregunta de Adam Smith (1776) encuentra una primera respuesta en *Elementos de economía pura* de Léon Walras (1987), y una solución elegante y rigurosa en la *Théorie moderne de l'équilibre général* de Gérard Debreu (1954). El equilibrio existe y alcanza un nivel óptimo, si y sólo si se cumplen unas condiciones muy restrictivas en relación con las características de las economías realmente existentes: atomicidad de la competencia, conocimiento común de la calidad de los bienes y servicios comercializados, ausencia de rendimientos crecientes, inexistencia de bienes públicos y total independencia entre eficiencia económica y equidad. Pero a menudo nos olvidamos de mencionar una hipótesis oculta, para muchos, de las más importantes: todas las transacciones, cualquiera sea su naturaleza (producto, servicio laboral, capital, etc.), ocurren simultáneamente, de modo que solo hay una temporalidad. De hecho, tan pronto como se introduce una secuencia de transacciones, el proceso correspondiente, conocido como ensayo y error, converge hacia un equilibrio sólo bajo condiciones aún más restrictivas. Así, implícitamente, León Walras había extrapolado las propiedades de los mercados de valores a la economía en su conjunto. En este mundo imaginario, ninguno de los mecanismos resaltados en este artículo puede manifestarse, por lo que las crisis se plantean como hipótesis de exclusión. ¿Pero no es irónico que la macroeconomía moderna se haya basado en modelos simplificados, directamente inspirados en la teoría del equilibrio general? Por lo tanto, las crisis sólo pueden ser monitoreadas como consecuencia de influencias externas al sistema económico, por ejemplo, como resultado de la caída de la productividad o de la pérdida de confianza en la solidez del sistema financiero. Todo lo que hace falta es que estas crisis desaparezcan para que la economía vuelva al equilibrio. De manera pictórica, los autores correspondientes suscriben una concepción

del tiempo estocástico y, por lo tanto, reversible. Pero su pronóstico estaba en realidad fuertemente contradicho por la llamada crisis de las hipotecas de alto riesgo. Muchos factores de irreversibilidad tienen que ver con la decisión de invertir, con la existencia de técnicas con rendimientos crecientes, o con la prevalencia de normas y organizaciones sociales. En este caso, las grandes crisis económicas atestiguan estas irreversibilidades: las políticas económicas no pueden volver a la configuración anterior de la economía, que es mucho más favorable pero que se ha vuelto inalcanzable.

Por su parte, los estudios empíricos aplicados se basan en series temporales obtenidas, por ejemplo, de los sistemas nacionales de contabilidad. En este caso, es la frecuencia de elaboración de estas cuentas (año, trimestre, a veces, mes) la que establece la base temporal: los graneros así agregados totalizan una multiplicidad de operaciones, reducidas a un sólo período. En cierto modo, la estrategia para construir datos estadísticos es la base de la unidad de tiempo. El usuario de esta obra puede entonces tener la ilusión de que todas las evoluciones son sincrónicas y solo se ven interrumpidas por los retrasos en los ajustes.

Por lo tanto, por diferentes razones, se anima a los teóricos y a los profesionales a postular una singularidad del tiempo económico. Esto introduce un sesgo muy perjudicial en el análisis de la dinámica económica. De hecho, las escalas de tiempo son telescópicas, desde los nanosegundos en los mercados financieros, que operan a través de autómatas computarizados, hasta varios siglos, cuando intentamos por ejemplo tener en cuenta los efectos del calentamiento global en las decisiones de inversión e innovación contemporáneas. Esto condujo a un retorno a la economía política inglesa de Alfred Marshall (1890), para el cual fueron primero las acciones las que ajustaron los desequilibrios en la oferta y la demanda, luego las decisiones de producción y contratación, y finalmente la expansión de la capacidad de producción a través de la inversión. Luego, pasamos de una escala de tiempo diaria a un período de unos cinco a siete años. Pero las decisiones de investigación y desarrollo tienen un horizonte aún más largo, ya que el tiempo que separa, por ejemplo, el diseño de un nuevo medicamento cuando se comercializa puede alcanzar entre los 15 y los 20 años de edad. Las instituciones económicas que supervisan la actividad de los agentes

privados tienen su propia temporalidad: ¿no han necesitado las difíciles reformas de la financiación de las pensiones más de una década de debate en países como Suecia y Alemania? Por último, la evolución demográfica está superando la dinámica económica con su propio ritmo, el de la renovación de las generaciones y los valores que encarnan.

En resumen, la observación de las variables económicas en una sola periodicidad refleja la conjunción e interacción de la pluralidad de temporalidades y su totalización en precios, salarios, tasas de interés e ingresos, mientras que la teoría económica más comúnmente aceptada apoya el ideal de una única temporalidad.

El tiempo corto de las finanzas frente a la temporalidad de la propia economía

Con la liberalización financiera, la inteligibilidad de las secuencias macroeconómicas asociadas a la sucesión de burbujas especulativas se vio comprometida. La transición de una economía en la que las finanzas operan a través de la mediación de los bancos a una financiarización de mercado, reduce el horizonte temporal de los actores financieros y, en consecuencia, de los decisores en la economía real. En un sistema económico dominado por los bancos, la decisión del crédito implica un horizonte de mediano o largo plazo que posibilita el reembolso de los gastos de inversión por la disminución de los beneficios. Como la inversión productiva es, por naturaleza, en gran medida irreversible, los prestamistas y los prestatarios comparten riesgos y tienen un interés común en el éxito de la inversión. En este caso, el tiempo de las finanzas se contraponen al tiempo de la economía. Sin embargo, existe el riesgo de que las pérdidas asociadas con el fracaso de demasiados créditos excedan el capital social del banco: esto es lo que sucede durante las crisis inmobiliarias, en las que observamos simultáneamente la suba de préstamos impagos y las quiebras de constructores de inmuebles. En esta configuración, la discrepancia entre el plazo de amortización de los créditos y la gestión de los depósitos de los clientes del banco introduce la posibilidad de pánico bancario. Estos se sucedieron a lo largo del siglo XIX y solo pudieron ser superados con la implementación de una serie de leyes referidas, en particular, a la seguridad de los depósitos bancarios y al control de la gestión de los bancos por una autoridad pública.

Este tipo de crisis volvió de forma dramática con la quiebra de Northern Rock en 1997: este banco inglés había financiado el rápido crecimiento de sus hipotecas a mediano y largo plazo con recursos financieros a corto plazo, depósitos de clientes y emisiones de bonos.

La naturaleza y las probabilidades de las crisis cambian cuando la intermediación de los bancos da paso a la financierización directa, es decir, a la emisión de acciones, bonos y múltiples productos derivados que cotizan permanentemente en los mercados internacionales. La estrategia de los actores financieros ya no puede ser la misma, puesto que ya no se trata de identificar los mejores proyectos a mediano plazo ni de evaluar el valor fundamental de una empresa, sino de anticiparse a aquellos activos financieros que más rápidamente se valorizarán. Como es posible comprar y vender en cualquier momento, lo único que cuenta es el tiempo corto de la especulación, literalmente: se compra un activo no por su valor intrínseco sino con la esperanza de revenderlo a un precio mayor mañana.

Este es el punto de partida de los comportamientos miméticos, que tienen la propiedad de alternar fases de optimismo y pesimismo, sin relación con la evolución de los rendimientos económicos. Sin embargo, el capital productivo y el gasto en innovación siguen siendo en gran medida irreversibles, por lo que surge un conflicto entre la impaciencia y el corto plazo de las finanzas de mercado y la permanencia de los proyectos empresariales productivos. Este dilema, que está en el corazón del capitalismo moderno, ya había sido diagnosticado en la *Théorie générale* de John Maynard Keynes, pero se ve agravado por las innovaciones tecnológicas institucionales que han ocurrido desde finales de la década de 1990 con el movimiento de desregulación financiera.

Por un lado, la automatización de las cotizaciones gracias a las tecnologías de la información y la comunicación permite el desarrollo de transacciones de muy alta frecuencia (en el rango de microsegundos y, potencialmente, de nanosegundos) que impulsan mercados tradicionales. La finanza alcanza por lo tanto, un poder sin precedentes, ya que es flexible (es decir, puede arbitrar en cualquier momento entre una multiplicidad de activos), oportunista (porque no está obligada por ninguna lealtad a un proyecto conjunto entre comprador y vendedor) y disfruta del privilegio de

ser la primera en reaccionar ante los acontecimientos y la nueva información, tanto de las empresas como de los gobiernos y bancos centrales. Los otros actores económicos se ven obligados a revisar sus estrategias en términos de producción, empleo, inversión, gobernanza y organización. Los ejemplos contemporáneos abundan en este sentido: los despidos bursátiles aumentan, al tiempo que la desconfianza de los agentes financieros conduce a una caída del precio de las acciones. Los Gobiernos de los Estados miembros de la Unión Europea están aplicando planes de austeridad para hacer frente a un aumento de los tipos de interés necesarios para renovar su deuda pública y, sobre todo, a los costes de los seguros en el caso de impago. Sin embargo, muy a menudo estos mercados financieros alternan entre el optimismo temerario (de 2003 a 2007, ¿se justificó considerar que los títulos del Estado griego tenían la misma calidad que los de Alemania?) y el pesimismo exagerado en comparación con un análisis ponderado de los riesgos reales de bancarrota. Así pues, no hubo acontecimientos importantes y desfavorables en Italia que distinguieran el período en el que el gobierno tenía la confianza de los agentes financieros internacionales del período en el que ya no la tenía. Pero, dado que los procesos políticos deliberativos llevan tiempo y no tienen una acción inmediata, la presión financiera puede llevar a una crisis autorrealizada. El telescopio de la época de las finanzas de mercado con la temporalidad de la política no es ajeno a la gravedad de la crisis de la deuda pública europea.

Por otro lado, el uso masivo de la securitización [*titrisation*], es decir, la agrupación de una multitud de los créditos y su conversión en bonos vendidos a compradores que no tienen la capacidad de evaluar su calidad introduce una violación catastrófica de la responsabilidad del contrato de crédito. Si los bancos pueden transferir el riesgo de impago, ¿por qué deberían preocuparse por la calidad de los deudores? Este es el mecanismo perverso que transforma la burbuja inmobiliaria en un esquema Ponzi generalizado al conjunto de la sociedad, y que ya no se limita a la economía norteamericana. Bancos comerciales y de crédito hipotecario están involucrados en la estrategia de emulación de los bancos de inversión. En 1999, fue abolida la ley (*Glass Steagal Act*) que separaba los bancos comerciales de los bancos de inversión, en un contexto

donde la rentabilidad de las transacciones de activos era mucho más alta que la de las operaciones de los préstamos típicos. En los Estados Unidos, los testigos de la crisis de 1929 ya no están aquí para recordarnos que el tiempo de la economía es mucho más largo que el de las finanzas. Al contrario, en Canadá, el mantenimiento de estrictos controles de calidad en la concesión de préstamos hipotecarios previene el colapso del sistema financiero, como los observados en Estados Unidos en septiembre de 2008.

En el origen de las crisis, el conflicto de temporalidades

Esta es la hipótesis central que introduce el análisis de la crisis actual y que los desarrollos que siguen proponen confrontar. Por un lado, la discordancia de los tiempos en las diversas esferas de la sociedad es un factor específico de crisis. Por otro lado, la probabilidad y la severidad de estas crisis aumentan cuando el tiempo más corto, aquel de las finanzas, impone a la sociedad ajustes incompatibles con la inercia de la mayor parte de los otros subsistemas.

La observación retrospectiva de los cambios desde la Segunda Guerra Mundial ofrece una primera confirmación de ello (Aglietta, 1979). Al terminar la guerra, el imperativo de reconstrucción y de modernización fue considerado por las coaliciones políticas decididas a evitar la repetición de los dramáticos episodios que se desencadenaron desde 1929. Frente a la escasez de recursos y la ampliación de las necesidades, y tomando las enseñanzas de la inestabilidad política y económica del período de entreguerras, las finanzas fueron subordinadas a la economía gracias a la orientación pública del crédito y, en algunos casos, a la instauración de una planificación indicativa con el objetivo de asegurar la mejor eficacia de la inversión, tanto pública como privada. Contrariamente a los pronósticos formulados por los partidarios de un retorno al *laissez-faire*, el período de reconstrucción no desembocó en la estanflación⁸⁰ y la crisis, pues el crecimiento resultó duradero y particularmente vigoroso.

El éxito de este nuevo régimen puede interpretarse como la concurrencia de diversos tiempos sociales, debido en particular al hecho de que el sistema financiero fue puesto al servicio de la economía, de manera que las dos temporalidades tendieron a coincidir.

Sin embargo, a partir de los años setenta, esta configuración mostró sus límites a causa de la aceleración de la inflación, de la internacionalización de las economías nacionales, de la erosión de las instituciones económicas como efecto del aumento del desempleo y de la acentuación de la competencia que justificaron, para muchos gobiernos, el proceso de liberalización. Este último se impuso, primero, sobre el mercado de bienes y de servicios, y luego, en una segunda etapa, la desregulación y la liberalización de los sistemas financieros abrió una nueva fase, en el curso de la cual los agentes financieros adquirieron progresivamente una autonomía creciente (Krippner, 2011) y la posibilidad de desarrollar nuevos productos y de difundirlos al mundo entero. Al final de un proceso que se desplegó durante al menos dos décadas, las finanzas se convirtieron en el sector clave que condujo la transformación del modo de gestión de las firmas, los contratos de trabajo, la conducta de la política monetaria, e incluso la fiscalidad, ya que la movilidad internacional del capital dificulta el cobro de impuestos.

En el lenguaje de la teoría de la regulación, este movimiento se analiza como la instauración progresiva de una arquitectura de formas institucionales, en la que el régimen financiero ocupa un lugar jerárquico y dominante. En consecuencia, registramos una inversión de la causalidad entre el tiempo de la economía y el de las finanzas. Este último exige una flexibilización de los mercados de trabajo, una reducción de las intervenciones del Estado en la economía, para que la actividad real se pueda adaptar en la medida de lo posible a las variaciones de las previsiones y de los objetivos de los agentes financieros internacionales. No obstante, los distintos tiempos sociales no tienen esta plasticidad, puesto que dependen de características propias de cada esfera. Durante un tiempo, la abundancia de crédito y de liquidez, impulsa un crecimiento malinterpretado como el comienzo de una era de estabilidad garantizada y de prosperidad sin fin. Los fracasos de las principales instituciones financieras, la rápida contracción de la producción de empleo y el colapso del volumen del

80 Se traduce por estanflación al término *stagnation*. Hace referencia a un periodo prolongado de bajas tasas de crecimiento económico y altas tasas de desempleo. Otra forma de nombrar esta situación es el término estagnación. (N. de T.)

comercio mundial están a la altura de las tensiones que el corto plazo de las finanzas ha impuesto a las estructuras productivas y sociales, incapaces de seguir el ritmo frenético de la innovación y la especulación financiera.

Esta discordancia de tiempos como fuente de crisis no se refiere únicamente a las relaciones entre finanzas y economía, aun cuando estas son cruciales. Demos algunos ejemplos. ¿Por qué resulta tan difícil contener los efectos devastadores de la crisis de la deuda griega? Probablemente porque el tiempo de la deliberación política, particularmente a escala intergubernamental como es en Europa, no puede asimilarse al de las finanzas. ¿Por qué, de manera recurrente, el aumento de los precios del petróleo y de las materias primas detiene el crecimiento de los países consumidores de estos recursos? La razón se encuentra sin duda en el hecho de que el tiempo de la exploración, del descubrimiento y de la producción de nuevos yacimientos es muy superior al del ciclo de acumulación del capital productivo. Asimismo, cuando una recesión mundial invierte la dinámica de los precios de las materias primas, los compradores reducen sus esfuerzos de ahorro, por lo cual la siguiente expansión se enfrenta nuevamente al encarecimiento del precio de los recursos naturales. Esta brecha entre el horizonte temporal de decisiones de las empresas que producen bienes industriales y el de las empresas especializadas en la extracción de materias primas está en el origen de las crisis, a veces brutales, e incluso de las ondas largas del tipo Kondratieff (Kondratieff & Stolper, 1935).

Si extendemos todavía el horizonte temporal, claramente es preciso mencionar las consecuencias de otras dos temporalidades. En primer lugar, la evolución demográfica obedece a sus propios parámetros y constantes en el tiempo, que se inscriben en un horizonte mucho más largo que el de la sucesión de los ciclos económicos, desde que nos alejamos de la antigua regulación que prevalecía antes del florecimiento del capitalismo industrial y financiero (Labrousse, 1979). Como las generaciones futuras no están presentes en la mesa de negociaciones sobre la reforma de las jubilaciones, no hay que sorprenderse si, a la generación del *baby boom*, relativamente favorecida, le sucede otra generación que teme una condición menos envidiable cuando llegue a la edad de la jubilación, y que actúa en consecuencia en relación con el trabajo, el ahorro y el

consumo (Aglietta, 2002). En el mismo orden de ideas, la política china de limitación del tamaño de la familia a un solo niño apareció durante mucho tiempo como un factor favorable al mejoramiento del nivel de vida, pero el aumento esperado de la tasa de dependencia puede plantear enormes problemas a la economía en las próximas décadas.

Finalmente, el conflicto entre el tiempo de la ecología y el de la economía es más evidente que nunca (Godard & Ponsard, 2011). Pudimos observar así, desde hace tiempo, que los incentivos económicos para explotar un yacimiento de peces podían poner en marcha una expansión abrupta del sector económico de la pesca, disimulando durante un tiempo el hecho que, de esta manera, se agotan las posibilidades de reproducción de este yacimiento. Cuando el agotamiento de los recursos se traduce en una subida de los precios, puede ser demasiado tarde para detener la desaparición de una especie o, al menos, su considerable reducción. Con el aumento de los problemas ambientales ligados al calentamiento climático, la economía mundial se enfrenta con el hecho que los mecanismos de mercado serán *a priori* incapaces de detectar a tiempo la entrada en una zona peligrosa para el ecosistema terrestre. En consecuencia, no podrán prevenir los graves problemas geopolíticos. De ahí la importancia de la diferencia entre las emisiones de CO2 relacionadas con la actividad de producción y de consumo y sus efectos sobre la viabilidad económica a largo plazo de los distintos países. Se trata de evocar la cuestión de la irreversibilidad de ciertos fenómenos físicos y el ideal de reversibilidad que postula una lógica puramente mercantil.

Una tensión que se repite en la larga historia del capitalismo

Como ya se indicó, la crisis abierta en 2008 se inscribe en el particular contexto de una larga fase de desregulación y de internacionalización de las finanzas. Los factores que contribuyeron a su emergencia no son nuevos para el historiador de las crisis financieras, pero los economistas tienden a considerar que los procesos [*enchainements*] que se manifiestan desde entonces no tienen precedente histórico. Así, la crisis contemporánea comparte con las crisis anteriores algunos trazos invariantes. Cuando aparece una innovación -se trate de un nuevo producto,

de técnicas más eficaces o de un instrumento financiero original-, se abren nuevas perspectivas de ganancia, sin duda inciertas, pero atractivas para los inversores. En un principio, son los agentes mejor informados los que intervienen en el mercado correspondiente, que pueden iniciar así un aumento del precio de los bienes y productos financieros recientemente creados. Otros agentes, atraídos por la perspectiva de una ganancia rápida se unen a los compradores y hacen subir los precios, sin percibir las ganancias esperadas una vez que la innovación está plenamente desarrollada. Como el aumento de los precios se confirma, los compradores no utilizan solamente sus ahorros, puesto que recurren al crédito y venden otros activos para intentar maximizar sus ganancias. Sin embargo, generalmente la elasticidad de la oferta de crédito es mucho más elevada que la rentabilidad de la innovación y su conversión en dinero en efectivo. La burbuja especulativa está condenada a estallar porque las ganancias extraídas de la actividad real no permiten reembolsar los préstamos y sostener los rendimientos anticipados, demasiado optimistas.

Esta secuencia se observa desde el siglo XVII con la fiebre de los tulipanes y se prolonga hasta la especulación sobre los brotes verdes de la nueva economía, para culminar con la crisis de las subprimes. Mientras tanto, se sucedieron las burbujas del mar del Sur, la burbuja de Mississippi, la aceleración suscitada por los ferrocarriles ingleses y, luego, por los ferrocarriles norteamericanos, el boom inmobiliario de Florida, el incumplimiento de los créditos otorgados a Argentina, sin olvidar la burbuja que condujo a la crisis de 1929 (ver Cuadro 1). Así, el soporte de la especulación varía en cada época, lo que confunde a los actores y los lleva a pensar que el período que viven no tiene precedentes y no es de ninguna manera una repetición de las burbujas del pasado. “Esta vez es diferente”, claman los especuladores (Reinhart & Rogoff, 2009).

En todos los casos, el crédito se desarrolla mucho más rápido que la valorización de la innovación y la crisis viene a sancionar la brecha entre las temporalidades reinantes: las finanzas y la actividad económica, respectivamente. Este parece ser un invariante de las sociedades regidas por la existencia del crédito y de la moneda. Esta repetición de generación en generación no implica tomar prestada sin cuestionar la teoría de la racionalidad del *homo oeconomicus*. Es el punto de partida de una

teoría alternativa del comportamiento de los individuos frente a las decisiones financieras (Shiller, 2000).

Memoria, aprendizaje y luego olvido de las crisis

¿Bajo qué modalidades son tomadas en cuenta las crisis en las estrategias que persiguen los actores de las finanzas? Inmediatamente después de una quiebra resonante o una crisis financiera sistémica, la amenaza se vuelve muy presente y es incorporada en el proceso de selección de pedidos de crédito y de compras de títulos financieros. Empero, las investigaciones experimentales, como los estudios estadísticos, confirman que, a medida que nos alejamos del momento de la crisis, la probabilidad subjetiva atribuida al riesgo de quiebra disminuye. Al punto que, si la coyuntura económica es favorable, todo sucede como si, después de un período de aproximadamente cinco o siete años, la quiebra desapareciera del campo de posibilidades (Boyer, Dehove & Plihon, 2004). En este contexto, las entidades financieras compiten concediendo condiciones muy ventajosas a sus clientes y relajando el rigor de sus procesos de selección de los proyectos y activos financieros. No sorprende que la calidad media de sus activos se deteriore. Desde entonces, basta con que la coyuntura general se invierta para que el aumento de los créditos dudosos amenace de nuevo con la quiebra a la entidad financiera.

Parecería, entonces, que la profundidad de la memoria de los actores no supera algunos años y que estos, salvo contadas excepciones, confían casi exclusivamente en su experiencia personal. Podríamos, por lo tanto, adelantar la hipótesis según la cual el retorno de las crisis financieras refleja el carácter limitado de la memoria histórica que tienen los actores, tanto más cuando se suceden de generación en generación. Algunos actores pueden ciertamente conservar esta memoria y aprovecharla para atravesar sin problema las crisis financieras, pero son muy pocos como para determinar la dirección del mercado sobre el que domina la amnesia de las crisis precedentes.

Ahora bien, ¿Cómo explicar la casi desaparición de las crisis bancarias y financieras en las décadas posteriores a la Segunda Guerra Mundial? La razón principal, sin lugar a dudas, apunta a una serie de consecuencias en

materia de organización y de regulación de los bancos que las autoridades públicas habían extraído de la crisis de 1929: había que evitar que los embates especulativos provocados por los bancos de inversión contaminaran los bancos comerciales; convenía generalizar el seguro sobre los depósitos bancarios para evitar los pánicos del pasado; el banco central debía intervenir como prestamista de última instancia, a fin de evitar el hundimiento en cadena de todo el sistema financiero. Todos estos objetivos fueron el objeto de dispositivos institucionales dotados de una notable permanencia que canalizaron y, en

cierto sentido, limitaron los comportamientos riesgosos de los agentes privados. De algún modo, la memoria incorporada en las instituciones económicas se instituyó como una salvaguardia contra el carácter limitado del retroceso temporal de los agentes privados. Esta forma de superioridad de lo colectivo sobre lo individual está en las antípodas de la *doxa* neoliberal, de acuerdo con la cual la potencia cognitiva es tal que llega a perforar la complejidad de los procesos económicos, sobrepasando la capacidad de las organizaciones y de las instituciones.

1. Burbujas y crisis en la historia de largo plazo como resultado de las interacciones entre tiempo de innovación y tiempo de las finanzas.

Origen de las burbujas	Respuesta de los agentes informados	Mecanismos de propagación	Reconocimiento de las autoridades	Hundimiento	Reacción política / Reforma
Especulación sobre los tulipanes en los Países Bajos (1630-1636) Los virus permiten producir tulipanes atractivos; prosperidad del país.	Investigación del método de selección de tulipanes y compras en el mercado.	Auge de los contratos notariales relativos a los tulipanes; crecimiento de las transacciones.		1637	?
Burbuja del mar del Sur (1710-1720) Ganancias extraídas de la conversión de la deuda pública; anticipación de un monopolio sobre el comercio con los españoles.	Compra de la deuda antes de la conversión y ganancias, a partir de presentar los títulos de la conversión.	Desarrollo de la especulación a través de una red de tabernas.	Aprobación del gobierno; implicación del poder real.	1720	Sanción contra los directores, restricción al uso de la forma sociedad.
Burbuja de Mississippi (1717-1720) Crecimiento rápido del comercio con el Nuevo Mundo; éxito de Law como financiero.	Plan de Law para enriquecerse y acrecentar su poder convirtiendo la deuda pública francesa.	Apoyo del gobierno, fuerte expansión del crédito del banco de Law para sostener la ola de compra.	Apoyo oficial del duque de Orléans, sanción contra los críticos de Law.	1720	Caída de Law; detención (hasta 1787) de los esfuerzos en vistas de reformar las finanzas públicas francesas.
Boom de los ferrocarriles en Gran Bretaña (1845-1848) Fin de la depresión; entusiasmo por este nuevo medio de transporte.	Multiplicación de los proyectos ferroviarios.	Desarrollo de esquemas de financiamiento de tipo Ponzi (utilización del capital para pagar los dividendos).	Leyes para cada sistema, sugiriendo una aprobación gubernamental.	Sin hundimiento brutal, ajuste progresivo.	Reforma de normas contables; reglas que imponen el pago de dividendos solamente a partir de las ganancias y no del capital.
Boom de los ferrocarriles en Estados Unidos (1868-1873) Fin de la guerra civil; colonización del Oeste norteamericano.	Construcción de redes subvencionadas por el gobierno.	Multiplicación de los contratos de ferrocarriles; anticipación de la continuación de las subvenciones	Henry Varnum Poor y Charles Francés Adam.	1873, quiebra de Jay Cooke y Compañía.	?
Préstamos a la Argentina (1880) Fuerte demanda mundial de productos agrícolas argentinos; ganancias considerables de los primeros inversores.	Flujo de inversiones de Gran Bretaña hacia Argentina: extensión de las redes ferroviarias.	Nueva emisión de títulos en el mercado londinense; creación de compañías que especulan sobre el precio de los terrenos.	Declaraciones del presidente argentino; optimismo de Barrings con respecto al mejoramiento de la situación y las posibilidades de reembolso.	Quiebra de la compañía Baring (noviembre 1890).	Golpe de Estado en Argentina; leyes desfavorables a la inversión extranjera.

Origen de las burbujas	Respuesta de los agentes informados	Mecanismos de propagación	Reconocimiento de las autoridades	Hundimiento	Reacción política / Reforma
Boom inmobiliario en Florida (1920-1925) Clemencia del clima en invierno; proximidad de grandes centros poblacionales estadounidenses; prosperidad económica.	Construcción de ferrocarril; desarrollo de Miami; proyectos territoriales.	Creación de una red de agentes inmobiliarios que venden terrenos en Florida.	William Jennings Bryan alaba Florida; estrechez de relaciones entre los alcaldes y los desarrollistas.	1926	Procesamiento por fraude.
Burbuja bursátil estadounidense (1920-1929) Expansión rápida de la producción de masa; rapidez del crecimiento; fin del temor de deflación.	Crecimiento de la oferta de títulos; creación de nuevos fondos de inversión.	Crecimiento del margen de intermediarios financieros; auge del crédito.	Bendición por Coolidge; Hoover, Mellon e Irving Fisher.	Octubre de 1929 y años posteriores.	Fragmentación de las grandes sociedades; regulación financiera y bancaria; intervenciones multiformes del Estado.
Ola de fusión en Estados Unidos (1960-1969) Dos décadas de crecimiento de las cotizaciones bursátiles que entregaron una fuerte rentabilidad a las acciones.	Emergencia de conglomerados administrados profesionalmente: ITT, Textron, Teledyne, etc.	Intercambio de títulos para suscitar la apariencia de un crecimiento de las ganancias.	Los fondos de inversión de Harvard toman posiciones en el mercado; McGeorge Bundy incita a las instituciones financieras a invertir agresivamente.	1970-1971	Reforma de las prácticas contables, Williams Act.
Burbuja de Internet y ola de fusiones (1990-2000) Apertura a los grandes mercados financieros de economías en fuerte crecimiento; perspectivas abiertas por las TIC's.	Creación de nuevos instrumentos financieros; reorganización de carteras a escala internacional; utilización de las imperfecciones del mercado para las operaciones de recompra.	Abundancia del ahorro ligado al crecimiento de los fondos de pensión y auge de las inversiones de cartera; entrada en el mercado de nuevos agentes.	Alan Greenspan, después de haber denunciado la exuberancia irracional, comparte la opinión del mercado.	Marzo del 2000-Junio del 2003.	Ley Sabanes-Oxley que encuadra la compatibilidad, la responsabilidad de P.D.G., la comunicación de los resultados financieros; aumento de movimientos contra la mundialización financiera.

Fuente: tomado de Andrei Schleifer, *Inefficient Markets*, Oxford, Oxford University Press, 2002, pp. 170-171.

Es conveniente incluir también en el análisis el impacto de la sucesión de las generaciones sobre la concepción de las instituciones económicas. La generación que vivió la crisis de los años treinta y, después, la Segunda Guerra Mundial, intentó construir un orden económico susceptible de evitar la repetición, gracias a un marco colectivo de mecanismos de mercado y una intervención activa del Estado para regular una economía potencialmente inestable. Le siguió un período de crecimiento rápido y relativamente regular, en el curso del cual se formó una generación cuyas expectativas estaban modeladas por esta prosperidad que parecía ir de suyo. Cuando este régimen socioeconómico mostró sus límites a partir de fines de los años sesenta, resultó tentador incriminar el exceso de reglamentaciones y de intervenciones

públicas como causa de la inflación, del desempleo y de la ralentización de la progresión del nivel de vida. La mayoría de los gobiernos se acoplaron a la estrategia neoliberal y revisaron las bases institucionales del régimen de posguerra. En Estados Unidos fueron abolidas gran parte de las leyes heredadas del New Deal que segmentaban el sistema bancario y financiero. Algunos responsables de la protección financiera de los ciudadanos norteamericanos estuvieron a favor en 2003 de una reglamentación de los productos derivados, pero su proposición fue rechazada por la comisión del Senado: los mejores expertos afirmaban que la competencia del mercado era el mejor regulador de los nuevos productos financieros. Del mismo modo, se redujeron considerablemente los criterios de solvencia requeridos para tener acceso a los préstamos

hipotecarios, lo que dio origen a las *subprimes*. Así, se reconstituyó progresivamente el contexto institucional de *laisser-faire* financiero que condujo a la crisis abierta en septiembre de 2008.

Nadie duda que la nueva generación, que va a enfrentar una o varias décadas de estanflación, de incertidumbre y de dificultades de acceso a un empleo estable, no dejará de desarrollar un enfoque de intervención y de regulación económica, susceptible de corregir los excesos del período de liberalización financiera en todos los sentidos. Reencontramos así una larga onda que tiene sus orígenes en el proceso de constitución de las instituciones económicas, depositarias de una memoria colectiva de más largo alcance que la de los individuos.

Las crisis se suceden, pero cambian de forma

El desarrollo anterior puede dar la impresión de un retorno cíclico de las grandes crisis, más aún en tanto prevalece una cierta invariante de los procesos que presiden la emergencia y el posterior estallido de las burbujas financieras y de las crisis económicas que se derivan de ellas. De hecho, a través de la sucesión de estos episodios, las estructuras productivas y las técnicas de producción cambian, las relaciones sociales se transforman al punto de definir nuevos regímenes socioeconómicos, las actividades económicas se extienden a nuevos espacios y tienden a constituir una economía mundial vinculada por el comercio, la inversión, las migraciones y la transferencia de conocimiento. Más generalmente, cada uno de estos regímenes desencadena mecanismos que transforman progresivamente sus bases técnicas, económicas y sociales, al punto de desembocar finalmente en una crisis mayor. En términos teóricos, se puede caracterizar este proceso como endometabolismo (Boyer, 2011a); diferentes formalizaciones pueden dar cuenta de ellos al oponer el tiempo corto del ciclo económico al tiempo largo de transformación de las técnicas, de las organizaciones y de las instituciones. Las crisis aparecen entonces como los indicadores de los grandes períodos históricos que se suceden desde la emergencia de las economías monetarias y mercantiles.

2. Crisis a la antigua, ciclo del capitalismo competitivo y la gran crisis de 1929: de la escuela de los Anales a la teoría de la regulación.

Época / Características	Siglo XVIII	Primera mitad del siglo XIX	Segunda mitad del siglo XIX	Período de entreguerras
Régimen socio-económico	Rural; culminación del feudalismo.	Emergencia de un capitalismo comercial.	Afirmación del capitalismo industrial.	Capitalismo monopolista y capitalismo financiero.
Dinámica económica	Impulsado por las contingencias agrícolas.	Atenuación de la regulación a la antigua.	Dinámica de acumulación y de crédito.	Concentración del capital y desequilibrio internacional.
Naturaleza de las crisis	Rol de las malas cosechas, de las guerras.	Primeras crisis comerciales de sobreproducción.	Crisis industriales de sobreproducción.	Gran Depresión, desempleo duradero; conflictos internacionales.
Teoría de las crisis	Insuficiencia alimentaria frente a la presión demográfica.	Primeras teorías del ciclo industrial.	Teoría marxista. Teoría monetaria del ciclo.	Bloqueo de mecanismos del mercado. Error de políticas monetarias y presupuestarias.
Autores	Thomas Malthus	Clément Juglar	Karl Marx	Arthur Pigou
Análisis contemporáneo	"Regulación a la antigua", escuela de los Anales.	Período de transición de las crisis a la antigua hacia las crisis industriales.	Regulación competitiva.	Crisis de la producción en masa sin consumo masivo.

Fuente: síntesis del conjunto de investigaciones inspiradas en la teoría de la regulación, particularmente Jean-Pascal Benassy, Robert Boyer, Rosa Maria Gelpi, Alain Lipietz, Jacques Mistral, Juan Munoz y Carlos Ominami, "Approches de l'inflation: l'exemple français", Convention de recherche n° 22, diciembre 1976, Paris, Cerepremap-Cordes, 1977.

Estas transformaciones operan en escala casi secular, ya que esta es la temporalidad que rige las transformaciones de las relaciones sociales y políticas, la constitución de los sistemas técnicos y la emergencia de arreglos institucionales que permiten asegurar la reproducción económica de las sociedades correspondientes. Según el adagio de la escuela de los Annales, "cada sociedad tiene la coyuntura y las crisis de su estructura" (Labrousse, 1932). A grandes rasgos, a las crisis de subproducción, que tienen su origen en el mundo rural les siguen las crisis del capitalismo competitivo, signadas, al contrario, por la dinámica de la acumulación del sector industrial que se enfrenta periódicamente con la insuficiencia de oportunidades. Aquella interviene después de una larga fase de transición, en el curso de la cual las crisis antiguas⁸¹ tienden a desaparecer y se afirman progresivamente los ciclos y las crisis ampliamente endógenas al sistema económico emergente: el del capitalismo comercial y, luego, industrial.

81 Hace referencia a crisis del antiguo régimen (N. de T.).

3. Virtual desaparición y resurgimiento de las crisis económicas y financieras entre 1945 y 2012.

Época / Características	La edad de oro (1945-1967)	La edad de las rupturas (1968-1989)	El retorno de las crisis financieras (1990-2012)
Régimen socio económico	Capitalismo negociado/ economía mixta.	Internacionalización.	Globalización de la producción y de las finanzas.
Dinámica económica	Sincronización de la producción/ consumo de masa.	Acumulación impulsada por la competitividad.	Impulsada por las innovaciones productivas y sobre todo financieras.
Naturaleza de las crisis	Desaparición de las grandes crisis, atenuación de los ciclos.	Estagnación, déficits públicos y externos, desempleo duradero.	Recurrencia de crisis bancarias, cambiarias y bursátiles.
Teoría de las crisis	Ciclo ligado a la política económica.	Errores de las políticas monetarias y presupuestarias.	Shocks negativos de productividad/ confianza; burbujas especulativas; respuestas a la innovación financiera.
Autores claves del período	John Maynard Keynes; William Beveridge.	Milton Friedman; Friedrich Hayek.	Robert Lucas; Hyman Minsky.
Análisis contemporáneo	Crecimiento fordista/ Regulación monopolista.	Estancamiento y erosión de las instituciones del fordismo.	Crecimiento impulsado por las finanzas.

Fuente: síntesis a partir de Jean-Pascal Benassy, Robert Boyer, Rosa María Gelpi, Alain Lipietz, Jacques Mistral, Juan Muñoz y Carlos Ominami, *op. cit.*; Robert Boyer, "Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis", *Economy and Society*, 29 (1), février 2000, p. 111-145; Robert Boyer: *Les Financiers ... Op. cit.*

La economía política procura ofrecer una interpretación de estos nuevos fenómenos pero, a lo largo de todo el período, se oponen teorizaciones que contrastan. Por un lado, los pensadores clásicos ingleses consideran que las crisis son meras perturbaciones de la economía dotada de mecanismos estabilizadores. Por otro lado, aquellos que siguen el enfoque inaugurado por Karl Marx -que pone en evidencia las contradicciones propias del capitalismo-, hacen de las crisis una característica intrínseca de este régimen económico. Así, la Gran Depresión de los años treinta, marca una novedad: las economías conocen una caída acumulativa de la producción y una deflación, sin que por otro lado se observe una recuperación que permita retomar el fuerte crecimiento de los años veinte.

Esta crisis es, por lo tanto, de una naturaleza muy distinta que las precedentes: es sistémica, pues sólo unas reformas relativas al conjunto de las instituciones

económicas permiten la estabilización de un régimen de crecimiento después de la Segunda Guerra Mundial. Este es el resultado central de los enfoques, en términos de regulación, que han intentado prolongar la problemática braudeliana (Braudel, 1984) hasta el período contemporáneo, con el objetivo de historizar la economía política (Boyer & Saillard, 1998). Después de 1945, observamos un *aggiornamento* de las teorías económicas que, con John Maynard Keynes, exploran el equivalente de una tercera vía: la creencia en la autorregulación de una economía de mercado fue invalidada, pero el pronóstico marxista de un hundimiento final del capitalismo no se concretó tampoco, incluso con la Unión Soviética pretendiendo en esta época romper con el capitalismo (ver Cuadro 2).

Como ya subrayamos, fue grande la sorpresa de los años cincuenta y sesenta: mientras que los expertos temían que se repitiera la secuencia económica observada después de la Primera Guerra Mundial, asistimos al establecimiento de la producción de masa, ahora acompañada del dinamismo del consumo permitido por la maduración de reformas en materia de formación de salarios, de cobertura social y de conducta de la política económica. Los bancos centrales y los ministros de finanzas consiguieron domesticar los ciclos económicos e impedir que desembocaran en una crisis mayor.

Sin embargo, la fuerte historicidad de los regímenes económicos se manifiesta de nuevo: su mismo éxito hace aparecer tensiones que minan la viabilidad a largo plazo de una configuración que tenía el gran mérito de conciliar las diversas demandas sociales a través de la modernización productiva y del crecimiento. Le siguieron dos décadas de búsqueda a tientas de estrategias alternativas, sin que ninguna de ellas lograra establecer un régimen de crecimiento viable. El tercer período es el del ascenso de las finanzas como régimen (ver Cuadro 3).

La comparación de las crisis de 2008 y de 1929 no es más que el punto de partida de un análisis de las propiedades específicas de los regímenes de crecimiento impulsados por las finanzas. Casi la totalidad de las formas institucionales son diferentes. Los responsables políticos, habiendo extraído

las consecuencias de los errores del período de entreguerras, procedieron a un salvataje del sistema financiero y decidieron programas de apoyo a la economía. Los asalariados y los ciudadanos fueron cubiertos por sistemas de protección social que ejercían un rol contracíclico, pero a costa de un deterioro de las finanzas públicas. La autonomía nacional parecía estar coartada por las limitaciones de la competencia entre territorios nacionales por parte de las grandes empresas y el juicio de los agentes financieros internacionales.

Cada gran crisis conlleva innovaciones que los historiadores y los economistas deben identificar, incluso si ciertos mecanismos genéricos atraviesan los períodos. El desarrollo y el resultado de estas grandes crisis muestran muchos rasgos idiosincráticos que son importantes en los análisis de las ciencias sociales.

De esta historia demasiado breve surge que las pequeñas y las grandes crisis juegan un rol determinante en la periodización de los regímenes socioeconómicos. Esta es otra razón para seguir construyendo periódicamente la historia y la teoría de las crisis.

El presente artículo ha revisitado la abundante literatura sobre las crisis, procedentes tanto de historiadores como de economistas, a la luz de la coexistencia y de la competencia de los tiempos. De estas se destacan las siguientes enseñanzas.

Los dos enfoques canónicos de la disciplina económica son respectivamente la teoría del equilibrio general y los análisis econométricos sobre los datos temporales. Ambos tienen en común el hecho que postulan implícita o explícitamente una unicidad de las temporalidades a través de las cuales se ajusta la actividad económica. En consecuencia, difícilmente logran dar cuenta de la dinámica de las economías modernas. El tiempo cinematográfico de la teoría aparece ortogonal al tiempo histórico, es decir, el de la transformación de las técnicas, de los modos de vida, de las instituciones y de las organizaciones. El diálogo con el historiador no se encuentra facilitado.

Avancemos en una hipótesis central: en gran medida, las crisis tienen su origen en el conflicto de temporalidades propio del campo económico en sí mismo y de su articulación con las otras esferas de la sociedad, se trate del tiempo de los paradigmas

tecnológicos, del que rige el surgimiento de los compromisos institucionales o, inclusive, del tiempo que regula la sucesión de las generaciones y la inserción de la economía en su ambiente natural. De esta manera, las crisis financieras resultan de la gran brecha que aparece en los períodos de especulación entre el tiempo afiebrado de las finanzas y las exigencias de continuidad de la actividad productiva.

Por lo tanto, es posible caracterizar los diferentes regímenes socioeconómicos que se sucedieron después del siglo XVII a partir de la explicitación de la esfera que tiende a imponer su propia temporalidad al resto de la economía y de la sociedad. El tiempo de la escasez de los recursos agrícolas desaparece para dar lugar al tiempo de la acumulación, cuyo hogar es la industria. La gran crisis de los años treinta desemboca, después de la Segunda Guerra Mundial, en el tiempo de la negociación y de los compromisos institucionalizados. Sin embargo, cuando este régimen a su vez entra en crisis, la instantaneidad de la transacción financiera intenta ritmar el conjunto de la economía. El carácter irreconciliable de estas temporalidades conduce a la crisis abierta en 2008.

Si el conflicto entre dos temporalidades es una constante en la historia de las crisis, cada gran época las colorea de las características del régimen socioeconómico en vigor. Las grandes crisis son episodios en el curso de los cuales la viabilidad de la arquitectura institucional heredada del pasado está en juego; desencadenan en general un reajuste de la jerarquía de temporalidades que rige las diferentes esferas. La mayoría de las veces es el tiempo de la negociación de nuevos compromisos políticos el que elimina las incertidumbres nacidas de la destrucción del antiguo orden y el que determina la duración de las grandes crisis. Aunque no hay nada mecánico en los procesos sociales correspondientes, lo que explica la tan variable duración de las salidas a las crisis.

Las crisis suscitan generalmente un fenómeno de aprendizaje, tanto en la práctica de los actores como en materia de teorización. Son algunas instituciones, principalmente nacionales pero también internacionales, las que incorporan en sus objetivos e instrumentos, la memoria de los episodios

pasados. *Le mort saisit le vif*⁸². Cuando el origen de las grandes crisis es completamente olvidado, aparece el riesgo de su recurrencia. El movimiento general de desregulación financiera que condujo a la crisis de 2008 no tuvo en cuenta las razones por las cuales los sistemas financieros habían sido puestos bajo control de la colectividad pública luego de la Segunda Guerra Mundial. La memoria, el olvido y el redescubrimiento de experiencias pasadas marcan la evolución a largo plazo de la economía.

Las crisis permiten, de esta manera, una periodización de las sociedades; recuerdan que existen puntos de bifurcación entre el posible hundimiento de un régimen socioeconómico y una recomposición laboriosa del lazo social, y que los determinismos anteriores no aseguran más la reproducción y la compatibilidad de los arreglos institucionales heredados del pasado. A la luz de esta observación, podemos arriesgar la hipótesis que la crisis actual marca de ahora en adelante una fecha clave en la historia moderna. Es posible que una aproximación a ella por el conflicto de temporalidades se revele fructífera, en vistas de una mejor integración de las ciencias sociales en torno a un objeto común. Este ambicioso programa de investigación podría ser la ocasión de una nueva alianza entre economistas e historiadores. Si bien se ha vuelto difícil debido a la especialización y la rehabilitación contemporánea de las barreras disciplinarias vinculadas con los procesos de profesionalización en el seno de las ciencias sociales contemporáneas, este proyecto sobre el tratamiento del tiempo aparece sin lugar a dudas potencialmente rico.

Referencias

Aglietta, M. (1979). *Regulación y crisis del capitalismo*. Distrito Federal, México: Siglo XXI Editores.

Aglietta, M., Blanchet, D., & Héran, F. (2002). *Démographie et Economie*, volume~35 de Rapport CAE. Paris, France: Conseil d'Analyse Economique.

Backhouse, R. (2011). Responding to Economic Crisis. *Macroeconomic Revolutions in the 1930s and 1970s*. Working paper, Birmingham.

82 Expresión que aparece en el prólogo a la primera edición alemana del primer volumen de *El Capital*: "Además de las miserias modernas, nos oprime toda una serie de miserias heredadas, procedentes del hecho de seguir vegetando entre nosotros formas de producción antiguas y ya caducas que acarrear un conjunto de relaciones sociales y políticas anacrónicas. No sufrimos solo a causa de los vivos, sino a causa de los muertos. *Le mort saisit le vif!*" (N. de T.).

Bernanke, B. (2005). *Essays on the Great Depression*. Princeton, Estados Unidos: Princeton University Press.

Bernanke, B. (2000). Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?. In R.Mikitani et A.. Posen (dir.), *Japan's Financial Crisis and its Parallels to US Experience* (pp. 149-166). Washington, USA: Peterson Institute for International Economics.

Bouvier, J. (1989). *L'Historien sur son métier: études économiques, XIXe-XXe siècles*. París, Francia: EAC.

Boyer, R. (2012). La discipline économique des années 1930 à nos jours: d'un espoir prométhéen à une dramatique révision. *Le Débat*, 169,148-166.

Boyer, R. (2011a). Poskeynesianos y regulacionistas: ¿Una alternativa a la crisis de la economía estándar?. *Economía: Teoría y Práctica*, 35, 11-43.

Boyer, R. (2011b). *Los financieros ¿destruirán el capitalismo?*. Buenos Aires, Argentina: Miño y Dávila y CEIL-CONICET.

Boyer, R., Dehove, M., & Plihon, D. (2004). *Les crises financières*. Paris, France: La documentation française.

Boyer, R. & Saillard, Y. (1998). *Teoría de la regulación. El estado de los conocimientos*. Buenos Aires, Argentina: Eudeba.

Braudel, F. (1984). *Civilización material, economía y capitalismo, siglos XV-XVIII*. Madrid, España: Alianza Editorial.

Bruner, R. & Carr, S. (2007). *The Panic of 1907: Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*. Hoboken, Estados Unidos: John Wiley.

Caballero, R. (2010). Macroeconomics after the Crisis: Time so Deal with the Present-of-Knowledge Syndrome. *Economic Perspectives*, 24 (4), 85-102.

Cassidy, Y. (2008). *Les Capitales du capital: histoire des places financières internationales, 1780-2005*. Paris, France: Éd. Champion/ Éd. du Seuil.

Debreu, G. (1954). *Théorie de la valeur*. París, Francia: Dunod.

Eichengreen, B., & Bordo, M. (2003). Crises now and then: what lessons from the last era of financial globalization?. *Monetary History, Exchange Rate and Financial Markets: Essays in Honor of Charles Goodhart*, Cheltenham: Edward Elgar, 2, 52-91.

Eichengreen, B., & O'Rourke, K. H. (2009). A tale of two depressions. *VoxEU.org*, 1.

Flandreau, M. & Zumer, F. (2004). *The Making of International Finance*. Paris, France: OECD.

Galbraith, J.K. (1976). *El crack de 1929*. Barcelona, España: Ariel.

Godard, O. & Ponsard, J.P. (dir.) (2011). *Économie du climat: pistes pour l'après Kyoto*. París, Francia: Éditions de l'École polytechnique.

Hartog, F. (2007). *Regímenes de historicidad: presentismo y experiencias del tiempo*. Distrito Federal, México: Universidad Iberoamericana.

Keynes, J.M. (1943). *Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero*. Distrito Federal, México: Fondo de cultura económica.

Keynes, J.M. (2010). *Tratado sobre el dinero*. Madrid, España: Editorial Síntesis.

Kindleberger, C.P. (1985). *La crisis económica, 1929-1939*. Barcelona, España: Editorial Crítica.

Kindleberger, C.P. (1994). *Histoire mondiale de la spéculation financière*. París, Francia: PAU.

Kondratieff, N. & Stolper, W. (1935). *The Long Waves in Economic Life*. *Review of Economics and Statistics*, 17 (6), 105-115.

Koo, R. (2008). *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japans Great Recession*. Hoboken, Estados Unidos: John Wiley and son.

Krippner, G.R. (2011). *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*. Cambridge, Reino Unido: Harvard University Press.

Labrousse, E. (1932). *Esquisse du mouvement des prix et des revenus en France au xviiiè siècle*. Paris, Francia: Dalloz.

Labrousse, E. (1979). *Histoire économique et sociale de la France*. Paris, Francia: Presses Universitaires de France.

Minsky, H. (1982). *Can it Happen Again? Essays on Instability and Finance*. New York, Estados Unidos: M. E. Sharpe.

Orléan, A. (2011). *L'Empire de la valeur: refonder l'économie*. Paris, Francia: Éditions du Seuil.

Perez, C. (2004). *Revoluciones tecnológicas y capital financiero: la dinámica de las grandes burbujas financieras y las épocas de bonanza*. Distrito Federal, México: Siglo XXI Editores.

Pigou, A.C. (1993). *La teoría del desempleo*. Londres, Reino Unido: Editorial MacMillan.

Reinhart, C. & Rogoff, K. (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, Reino Unido: Princeton University Press.

Robinson, J.V. (1966). *Filosofía económica*. Madrid, España: Gredos.

Schumpeter, J. (1978). *Teoría del desarrollo económico*. Distrito Federal, México: Fondo de Cultura Económica.

Shiller, R.J. (2000). *Exuberancia Irracional*. Madrid, España: Turner.

Solow, R. (1956). *A Contribution to the Theory of Economic Growth*. Quarterly Journal of Economics, 70 (1), 65-94.

Stock, J. H., & Watson, M. W. (2002). *Has the business cycle changed and why?*. NBER macroeconomics annual, 17, 159-218.

Wieland, V. (2010). *Model Comparison and Robustness: A Proposal for Policy Analysis after the Financial Crisis*. Working paper, Université Goethe de Francfort-sur-le-Main.

Walras, L. (1987). *Elementos de economía pura (o Teoría de la riqueza social)*. Madrid, España: Alianza Universidad.