

De las altas finanzas a la debacle: un relato sobre dos aspirantes a bancos

Robin KLIMECKI
University of Cardiff Business School
klimeckirp@cf.ac.uk

Hugh WILLMOTT*
University of Cardiff Business School
willmoth@cardiff.ac.uk

Recibido: 04-01-2012
Aceptado: 16-05-2012

RESUMEN

Este artículo tiene como objetivo examinar la influencia de la desregulación neoliberal en el brote de desmutualizaciones que tuvieron lugar en los años noventa. Explora hasta qué punto la desmutualización de dos sociedades de crédito o cajas de ahorros - Northern Rock y Bradford & Bingley- y su consiguiente desaparición, en la estela de la contracción del crédito, ejemplifican características clave del experimento neoliberal, con un énfasis particular en sus modelos de negocio posteriores a dicha desmutualización. En el artículo se argumenta que la desmutualización de Northern Rock y Bradford & Bingley formó parte de un movimiento neoliberal más amplio que tenía como centro a los procesos de financiarización. Al convertirlos en bancos, las antiguas cajas de ahorros consiguieron un acceso mayor a préstamos en los mercados financieros, a nuevos tipos de inversores y a un uso sin restricciones de instrumentos financieros como las titulizaciones. El colapso de Northern Rock y Bradford & Bingley será interpretado a la luz de su acceso a estas nuevas fuentes de financiación y su uso de unos instrumentos financieros que o bien no habían estado disponibles, o eran antitéticos para las operaciones de las cajas de ahorros.

Palabras clave: cajas de ahorros, bancos, deuda, impago de hipotecas, Reino Unido

From high finance to the debacle: a tale of two wannabe banks

ABSTRACT

This paper aims to examine the influence of neoliberalist deregulation on the rash of demutualisations of the 1990s. It explores the extent to which the demutualisation of two building societies – Northern Rock and Bradford & Bingley – and their subsequent demise in the wake of the credit crunch exemplify key features of the neoliberalist experiment, with a particular focus on their post-mutualisation business models. The paper argues that the demutualisation of Northern Rock and Bradford & Bingley was part of a broader neoliberal movement which had processes of financialisation at its centre. By converting into banks, former building societies gained greater access to wholesale borrowing, to new types of investors and to the unrestricted use of financial instruments such as securitisation. The collapse of Northern Rock and Bradford & Bingley is interpreted in the light of their access to these new sources of funding and their use of financial instruments which were either unavailable for, or antithetical to, the operation of mutual societies.

Keywords: building societies, banks, debt, mortgage default, United Kingdom

* University of Cardiff Business School, Cardiff (Reino Unido).

REFERENCIA NORMALIZADA

Klimecki, R. y Willmott, H. (2012). De las altas finanzas a la debacle: un relato sobre dos aspirantes a bancos. *Cuadernos de Relaciones Laborales* Vol. 30, núm.2, p. 305-325.

SUMARIO: Introducción. 1. ¿Por qué tantas cajas de ahorro se desmutualizaron?. 2. ¿Qué efectos tuvo la desmutualización sobre los modelos de negocio de las compañías desmutualizadas?. 3. ¿Cuáles han sido los elementos principales de este experimento neoliberal que ha concluido con la debacle financiera ejemplificada en la desaparición de estos bancos desmutualizados?. 4. Conclusión. 5. Referencias bibliográficas.

Introducción¹

La debacle financiera actual no puede entenderse sin el problema de las hipotecas y las entidades que las comercializan. En los Estados Unidos, Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) y Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) han sido puestos bajo la tutela de la Agencia Federal de la Planificación de la Vivienda (Federal Housing Planning Agency). En el Reino Unido, el gobierno ha intervenido para nacionalizar, de forma total o parcial, una serie de bancos, incluyendo dos especializados en la concesión de hipotecas: Northern Rock y Bradford & Bingley. Esta intervención es parte integral y significativa de un proceso más amplio, a escala no sólo nacional sino global. El 8 de octubre de 2008, el Ministro de Economía británico anunció que el gobierno colaboraría en solucionar los problemas de liquidez (y en último término de solvencia) que amenazaban la supervivencia del resto de los bancos británicos, poniendo 25.000 millones de libras esterlinas para la compra de acciones preferentes (en bancos) o bonos preferenciales que rinden interés (en cajas de ahorros²), y dejando otros 25.000

¹ Este texto es una versión algo distinta y más reducida del artículo “From demutualisation to meltdown: a tale of two wannabe banks”, publicado en la revista *Critical Perspectives on International Business*, 5 (1/2): 120-140 (2009). La traducción la ha realizado Carlos Jesús Fernández Rodríguez, que es además responsable de todas las notas aclaratorias a pie de página. Agradecemos a los autores y a la revista del grupo Emerald el permiso para publicarlo en castellano, en la versión presente, en Cuadernos de Relaciones Laborales. Han quedado fuera de esta traducción una serie de párrafos no esenciales dentro del argumento expuesto, localizados en las siguientes secciones del texto original: pp. 125-126; p. 129; y pp. 132-134. También se han eliminado las notas al pie originales.

² Aunque *building society* se suele traducir como sociedad de crédito o sociedad de crédito hipotecaria, se ha optado en este texto por el término *caja de ahorros* pues, pese a ciertas diferencias en la estructura de propiedad del capital, se trata de una institución equivalente a estas últimas tanto en fines como en funcionamiento y relación con los bancos (coinciden con las cajas españolas incluso en su trayectoria hacia la crisis). Las cajas de ahorros británicas cuentan con una estructura de carácter mutualista en la que sus miembros son propietarios de la misma, y se encuentran sometidas a una regulación estricta que favorece su gestión bajo principios de estricta prudencia. El proceso de desmutualización

millones en reserva. Adicionalmente, se pusieron a disposición de los bancos préstamos por valor de 200.000 millones de libras esterlinas, ofreciendo otros 250.000 millones en forma de deuda para permitir a estos la refinanciación de sus préstamos. En la fecha en que este texto se estaba redactando (octubre de 2008), las condiciones asociadas a estos préstamos, mal definidas más allá de peticiones a los bancos para que limitasen los *bonus* a sus ejecutivos y asesores, se han demostrado elásticas y difíciles de llevar a cabo. Existe la sospecha de que los bancos están utilizando dichos fondos para arreglar de forma provisional sus balances, más que para reabrir los flujos de crédito hacia los prestatarios –entre los que se incluyen tanto empresas como potenciales propietarios de viviendas.

Northern Rock y Bradford & Bingley eran, hasta mediados de la década de los noventa, sociedades de crédito que eran propiedad de sus mutualistas, ante los cuales debían rendir cuentas. En aquel momento, existían en torno a unas cien sociedades independientes. Durante los últimos quince años este número se ha reducido a cincuenta, a menudo como consecuencia más de fusiones entre entidades que de la propia desmutualización. Una minoría de estas sociedades, entre las que se encontraban las más grandes, transformó su estructura de propiedad tras una serie de cambios -iniciados a mediados de la década de los ochenta y continuados en la de los noventa- que supusieron una relajación de las regulaciones. Se convirtieron, así, en bancos en manos de accionistas, ante los que pasaban a contraer una responsabilidad. Entre estas sociedades se encontraba Abbey National, la primera en adoptar este cambio en 1989, que fue seguida por una serie de transformaciones similares en el año 1997, entre las que destacaron las de Halifax, Woolwich y Alliance and Leicester. Hoy, ninguna de estas instituciones existe. Northern Rock y Bradford & Bingley prosperaron entonces como aspirantes a bancos, al expandirse en una década de abundante crédito que alimentó un mercado inmobiliario alcista, donde la oferta de hipotecas sobrepasaba la demanda y se intensificaba la competencia entre bancos y cajas de ahorro.

En el siguiente trabajo, vamos a explorar la conexión entre la desmutualización y la adopción de prácticas de préstamo insostenibles y modelos de negocio asociados que, vamos a demostrar, son sintomáticas tanto de un proceso de financiarización global frenético como de su consiguiente debacle, ejemplificados en el ascenso que parecía sin límites de las cajas de ahorro británicas y su posterior y dura caída. Interpretamos esta trayectoria como el resultado de un experimento neoliberal que, en el nombre de la libertad individual, fue construido para revivir un capitalismo algo decaído tras un largo período de escaso crecimiento durante la década de los

supone, fundamentalmente, favorecer la conversión de las participaciones en la mutualidad en acciones de una sociedad anónima, equiparándolas a un banco comercial y permitiéndose su acceso a los mercados financieros mundiales: no tiene grandes diferencias en relación al proceso de “bancarización” de las cajas de ahorro recientemente acometido por las autoridades españolas (N. del T.).

setenta. Lo que esto significó en términos de las prácticas comerciales posteriores a la desmutualización se pone de manifiesto, de forma concisa, en los comentarios realizados por un directivo de un banco comercial a principios del año 2007, período en el que mientras cajas de ahorros prudentes como Nationwide estaban reduciendo el volumen de sus préstamos, estos crecían a nivel récord en los balances de Northern Rock y Bradford & Bingley:

Ahora parece que haberse retirado del mercado hipotecario por aquel entonces hubiera sido un movimiento realmente inteligente. Sin embargo, nos habríamos sentido muy incómodos con una estrategia que se basara en la renuncia a una cuota del mercado al haber reducido el nivel de préstamos. Tal y como han ido las cosas al final, nuestros accionistas hubieran probablemente agradecido tomar tal decisión. Sin embargo, en aquel momento nunca nos hubiéramos arriesgado a enfurecerlos, pues esa habría sido su reacción –algo normal por otra parte– ya que las ventas de hipotecas habrían, por supuesto, disminuido (comentario de un miembro del equipo directivo en un banco comercial, reflexionando sobre las decisiones tomadas en el primer semestre de 2007; citado en Prosser, 2007).

El proyecto neoliberal fue defendido ante los electorados británico y estadounidense por las carismáticas figuras políticas de Reagan y Thatcher, siendo sostenido posteriormente por las administraciones de Clinton y Blair. El entonces Ministro de Economía de Blair se pavoneaba de ello, confiado, en noviembre de 1997:

Estoy satisfecho con los nuevos acuerdos sobre política monetaria porque proporcionarán una estabilidad en los precios a largo plazo, evitando un regreso a los ciclos de prosperidad y depresión (Gordon Brown, ex ministro de Economía, citado en Finkelstein, 2008).

La fórmula neoliberal para reforzar la acumulación de capital ha perseguido, de forma implacable, la disciplina de un mercado soberano y la adopción de ciertos mecanismos (por ejemplo las opciones sobre acciones o los bonus) como reemplazo de un corporativismo keynesiano y una regulación estatal fracasados. El objetivo ha sido el de asegurar la recuperación y reproducción sostenida de ciertas formas de negocio, algo que han conseguido en parte gracias a la formación de unas nuevas élites (Murphy, 2008); sobre todo en el sector financiero donde aquellos que Keynes denominaba “especuladores” han disfrutado, al menos hasta la debacle de 2007, de un espectacular resurgimiento. En este proceso, ha sido decisiva la transferencia de recursos públicos a manos privadas como condición y consecuencia de la rápida expansión de la actividad financiera:

Progresivamente liberada de los constreñimientos y barreras normativas que hasta entonces habían restringido su campo de actuación, la actividad financiera pudo florecer como nunca antes y, finalmente, en todas partes. Se produjo una ola de innovaciones en los servicios financieros para producir [...] nuevas formas de mercados financieros basados en la titulización, instrumentos financieros derivados y en toda una gran variedad de operaciones comerciales con títulos de futuros. En definitiva, la neoliberalización ha significado la *financiarización de todo* (Harvey, 2007: 39-40; énfasis añadido).

Con tantas voces señalando a los “préstamos temerarios” en el mercado de hipotecas *subprime* como la causa aparente de la debacle en los mercados financieros, es quizá innecesario añadir que ese “todo” incluye la vivienda. Lo que parece menos evidente es que las hipotecas, en forma de títulos respaldados por hipotecas (mortgage-backed securities, MBS), un tipo de obligaciones de deuda colateralizada (collateralised debt obligation, CDO) se convirtieron en un objetivo primario y altamente rentable de ingeniería financiera. No es solamente que se otorgasen préstamos a mucha gente a la que le costaría mucho devolverlos una vez que los tipos de interés subieran y el precio de las propiedades se estancase o cayera; más bien, es la forma en la que estos préstamos fueron empaquetados como MBSs como base para generar más préstamos, lo que, a su vez, creó un enorme mercado de derivados de incumplimiento crediticio (credit default swaps, CDS) para cubrir o apostar contra el riesgo de impago de dichos MBSs. En el Reino Unido, una condición que posibilitó tal ingeniería fue la relajación de las regulaciones, permitiendo a las cajas de ahorros primero desmutualizarse y, a partir de ahí, tener un acceso creciente a los mercados financieros. Los bancos, incluyendo las sociedades desmutualizadas, contaron desde entonces con un acceso más amplio a dichos mercados – además de una considerable presión por parte de sus accionistas para que los utilizaran – como un medio para la expansión de sus negocios, tanto en escala como en rentabilidad. Nuestra aportación buscará señalar la conexión de esta “financiarización de todo” que incluye préstamos hipotecarios, la desmutualización de las cajas de ahorros y los modelos de negocio basados en la disponibilidad y fiabilidad de instrumentos financieros sofisticados. Estará organizada en torno a tres cuestiones: (1) por qué tantas cajas de ahorro se desmutualizaron; (2) qué efectos tuvo esta desmutualización en los modelos de negocio de estas compañías; (3) cuáles han sido los elementos principales de este experimento neoliberal, que ha concluido con la debacle financiera ejemplificada en la desaparición de estos bancos desmutualizados.

1. ¿Por qué tantas cajas de ahorro se desmutualizaron?

La Ley de Cajas de Ahorros del Reino Unido (*UK Building Societies Act*) de 1986 formó parte de una serie de medidas neoliberales destinadas a estimular la actividad empresarial, incrementando la competencia a través de la desregulación de la economía. Esencialmente, lo que se esperaba de la desmutualización de las cajas de ahorros, que a su vez formaba parte de una desregulación más amplia de la industria de los servicios financieros, era que permitiera el abaratamiento de las hipotecas, haciéndolas más accesibles. Ello favorecería la ruptura del monopolio de las cajas de ahorros en el mercado hipotecario, contribuyendo de ese modo al desarrollo de una democracia de propietarios en la que, en principio, todo el mundo tendría una inversión de carácter personal dentro de una reproducción sin obstáculos del sistema capitalista. En el universo simbólico neoliberal, la promoción de los “derechos individuales” funciona como un punto nodal central, en torno al cual se

estructura la necesidad de preservar derechos de propiedad fuertes protegidos por el Estado (Harvey, 2007). El neoliberalismo promueve, además, el uso de planes de acciones como incentivo, con el fin de salvar la clásica división entre la propiedad y la gestión de las compañías, otorgando prioridad al capital financiero sobre el productivo. En este sentido, la campaña de desmutualización que tuvo lugar en la década de los noventa, facilitada por una expansión de las titulizaciones en el mercado hipotecario (en la cual estas sociedades desmutualizadas jugaron un papel clave), formó parte integral de un proceso de financiarización que, en su sentido más amplio, se ha caracterizado por un “rol creciente de los asuntos financieros, los mercados financieros, los actores financieros y las instituciones financieras” (Epstein, 2006: 3). De forma notable, las sociedades desmutualizadas se convierten en instituciones financieras de pleno derecho, capacitadas para asumir obligaciones financieras y participar, sin trabas, en los mercados de capitales.

Antes de la Ley de 1986, el gobierno corporativo de las mutuas se basaba en una “identidad de intereses” entre prestamistas y prestatarios. La perspectiva de los defensores de la desmutualización era que ésta permitiría –y por supuesto fomentaría– reforzar esta conexión. ¿Por qué era una opción atractiva? Para los miembros de estas mutuas, existía el aliciente de una sustantiva ganancia inesperada que podría ascender a miles de libras, por firmar un formulario de votación que transformase a los mutualistas en accionistas. Para aquellos que hicieron campaña a favor de la desmutualización de las sociedades, existía la perspectiva de adquirir un control sobre recursos considerables. Consiguieron así el apoyo de “aventureros”, que invirtieron en una sociedad simplemente con el objetivo de poder votar a favor de su conversión y desde ahí obtener esas ganancias inesperadas. Las administraciones conservadora y laborista apoyaron activamente este proceso. Por poner un ejemplo, cuando los tribunales descubrieron la existencia de una vía para burlar el período de dos años que se exigía a un miembro para poder hacer reclamaciones sobre las acciones –previsto en la Ley de 1986 como una cláusula para hacer frente a los citados aventureros–, el por entonces gobierno conservador no promulgó ninguna legislación para corregir este problema (Tayler, 2003).

Pero la desmutualización de las sociedades no fue solo buscada por los titulares de cuentas, propagandistas, y aventureros políticos. Numerosos asesores e intermediarios –contables, abogados, bancos de inversión– se lanzaron a por las suculentas comisiones que proporcionaba el facilitar el proceso de desmutualización. Finalmente, y de manera crucial, los directores de las mutuas buscaron aumentar su estatus y sus emolumentos como consecuencia de la conversión. Para ellos, existía la expectativa de un cambio, pasando de ser ejecutivos de perfil bajo en una caja de ahorros a directores de bancos en forma de sociedad anónima, con un salario más cuantioso, *bonus*, opciones sobre acciones y un estatus elevado. Contaban además con la expectativa de ser adquiridos por otra institución financiera a cambio del correspondiente desembolso económico. Se ha señalado que Christopher Rodrigues, director ejecutivo de Bradford & Bingley en el período de la desmutualización, había comentado que cuando salimos a Bolsa somos responsables, obviamente, ante

los accionistas, y estudiaríamos cualquier oferta que fuese lo suficientemente suculta (citado en Ashton y Dey, 2008).

Realmente, los directores de Bradford & Bingley se resistieron en principio a la desmutualización, pero se demostró que estaban insuficientemente preparados y mal organizados para evitarla, al contrario que Nationwide o Britannia. En Nationwide, por ejemplo, el director ejecutivo lideró durante varios años con determinación una campaña para combatir la entrada de aventureros al consejo (Brian Davies, Director Ejecutivo, Nationwide; citado en Griffiths, 2001).

Los directivos que se enfrentaron a la conversión fueron ridiculizados por los medios de comunicación de masas. Su resistencia era interpretada como retrógrada, basada en una prudencia excesiva y poco atenta a los intereses de los mutualistas, los cuales se beneficiarían del acceso a servicios más diversificados, préstamos competitivos, etcétera. Como indicaba *The Times*, “se comparaba a los opositores con los “entusiastas de las locomotoras de vapor”, románticos sin futuro intentando salvar un modelo de negocio que no tenía sitio en el electrizante capitalismo moderno” (*The Times*, 2008).

En estas condiciones, lo que llama la atención no es tanto el número de transformaciones entre las grandes sociedades, sino que hubiese algunas que se resistieran al proceso, sobre todo cuando se tendía a ridiculizar a aquellos que expresaban dudas sobre los beneficios del cambio. Un analista de cajas de ahorros para el banco de inversión USB comentaba, en relación a la locura desmutualizadora, que

Utilizaban palabras como “libertad para competir” y “acceso a capitales”, pero los verdaderos motivos eran la posibilidad de sueldos excesivos y opciones sobre acciones, y la testosterona (John Wrigglesworth, analista de cajas de ahorros para el banco de inversión USB en los años noventa; citado en Pollock, 2008).

Este comentario subraya la existencia de una cierta atracción y excitación por el mercado de valores que no corresponde, de forma necesaria, a las demandas de una mayor eficiencia (ver Stäheli, 2007). Como han señalado otros autores, los procesos de financiarización son un medio y un resultado del universo simbólico neoliberal, en el que se asume que los mercados financieros son los mejores jueces a la hora de decidir qué es económicamente beneficioso. Como han sugerido Argitis y Pitelis (2008: 4), los mercados financieros pueden funcionar de una forma en la que “sus propias ‘creencias’ se impongan sobre la economía real actuando como una profecía autocumplida. [...]. Los mercados financieros [...] pueden crear sus propios ‘fundamentos’”. Las empresas y los gobiernos se ven, entonces, obligados a demostrar su credibilidad, que dependerá del grado de confianza que esos mercados financieros depositen en ellos. De este modo, cuando los primeros, tras ser evaluados, fracasan en garantizar tal confianza (ver Gill, 1995), existirá entonces una fuga de capital sin que a los mercados les importe el impacto que dicha fuga pueda tener sobre los consumidores y los ciudadanos. Si esta continúa, entonces o bien la compañía entra en quiebra una vez se drena su acceso al crédito, o es rescatada por los Estados como prestamistas en último término, como ha ocurrido en los casos de Bear Sterns y AIG, además de con Northern Rock y Bradford & Bingley.

2. ¿Qué efectos tuvo la desmutualización sobre los modelos de negocio de las compañías desmutualizadas?

...las cajas de ahorros más vulnerables son aquellas que tienen una mayor exposición a las hipotecas especializadas, a préstamos hipotecarios con cantidades elevadas respecto al valor de la residencia, mayor concentración del negocio en préstamos hipotecarios comerciales y un crecimiento rápido de los préstamos en un período reciente (Ferreira-Marques, 2008, en referencia al informe de la agencia de calificación Fitch sobre las cajas de ahorros británicas, julio 2008).

Tras el Big Bang de la desregulación y liberalización de las industrias de servicios financieros durante las décadas de los ochenta y los noventa, el mercado hipotecario británico sufrió un cambio de proporciones sísmicas. De una situación en la que cajas de ahorros un tanto aletargadas habían dominado el mercado, ofreciendo con prudencia productos simples bastante similares entre sí, la oferta de productos pasó a ser más diversa y compleja. Reflexionando sobre ese período, un comentario reciente en *Financial Times* recordaba cómo “los bancos hipotecarios británicos cambiaron su modelo de negocio y pasaron a depender de la banca financiera y de la titulización. Estaba lejísimos del modelo original de Sociedad Fraternal³ que prestaba sólo lo que los miembros han depositado” (Augar, 2008).

Bajo las Leyes de Cajas de Ahorros de 1986 y 1997, se requirió a las mutuas obtener al menos un 50% de sus fondos de los depósitos de sus miembros y asegurar el 75% de sus activos en propiedad residencial (Heffernan, 2005). Esta restricción abrió una oportunidad para las sociedades desmutualizadas de incrementar su participación en este mercado a través de la concesión de créditos respaldados por préstamos de los mercados financieros, especialmente durante una época de abundante crédito barato, al que las mutuas, comparativamente, habían tenido un acceso limitado. Cuando el efecto del mercado empezó a notarse, las cajas de ahorros ya establecidas ganaron en agresividad para resistir a los nuevos competidores, básicamente bancos entre los que se encontraban ex-mutuas. Los productos fueron diseñados a menudo para arrebatarse una cuota de negocio a los competidores mediante la oferta de tipos fijos y/o bajando las tarifas del préstamo para el primer año o más. Así, además de la “rotación” asociada al uso de ofertas iniciales, desarrollado para incitar a prestatarios de “primera calidad” que abandonasen a sus prestamistas habituales, existía una presión para desarrollar vías de penetración en los sectores “subprime” —esto es, alcanzar clientes potenciales cuyo empleo, crédito o registro de negocio les había excluido, previamente, del acceso al mercado de la

³ Las sociedades fraternales o mutualistas (Friendly Societies) eran instituciones de carácter mutualista que proporcionaban servicios financieros y sociales a los individuos que formaban parte de las mismas. Fueron el precedente de precedentes de las actuales cajas de ahorro en un período en el que el Estado del bienestar ni siquiera había sido imaginado (N. del T.).

vivienda y, así, de poder acceder a la recompensa de participar en una democracia de propietarios. Al mismo tiempo, en el lado de la oferta existían tanto una presión como una oportunidad de suplementar las fuentes tradicionales de financiación (esto es, los depósitos de particulares) acudiendo a los mercados financieros que, durante este período, estaban a menudo inundados de dinero. Esto último estaba motivado, en buena medida, por el troceado, empaquetado y venta de hipotecas en forma de títulos respaldados por hipotecas (MBS), disponibles a bajos tipos de interés.

La competencia cada vez más intensa y un crecimiento sin precedentes alimentado por los bajos tipos de interés y productos innovadores fueron los hitos de la década que concluye en 2007. En respuesta a las presiones de los accionistas y la ambición de los ejecutivos, el crecimiento fue liderado por esas sociedades desmutualizadas especializadas en hipotecas, de forma notable Northern Rock y Bradford & Bingley, y por bancos que habían adquirido cajas de ahorro o se habían fusionado con ellas.

Northern Rock

En su apogeo, Northern Rock se convirtió en el octavo banco británico. A comienzos de 2007, parecía que los negocios seguían viento en popa, y en junio de ese año anunciaba que había vendido hipotecas por valor de 10.700 millones de libras, un 47% más que en el mismo período en 2006. Desde su desmutualización en 1997, Northern Rock había crecido rápidamente, hasta convertirse en el quinto prestamista hipotecario del Reino Unido. Financió su agresiva expansión con una fuerte dependencia de préstamos solventes y no tan solventes, procediendo un 50% de su financiación de la titulización gestionada a través de su entidad especializada Granite. La aportación de los depósitos de particulares y fondos de inversión destinados a estos había disminuido del 62,4% a fines de 1997 al 22,4% a finales de 2006. A pesar de esta dependencia del mercado al por mayor, y en contraste con otras entidades financieras, no se aseguró de forma suficiente ante una potencial pérdida de liquidez (House of Commons Treasury Select Committee, 2008a). A finales de junio de 2007, el ex-consejero delegado de Northern Rock Adam Applegarth explicaba su modelo de financiación, definido posteriormente como “un apuesta sobre los tipos de interés con un elevado apalancamiento” (House of Commons Treasury Select Committee, 2008b, Q401), de la siguiente forma:

La mayoría del dinero que pedimos prestado en los mercados financieros está referenciado al Libor (tasa de interés diaria interbancaria de Londres), pero la mayoría de lo que prestamos está referenciado a tipos de interés básicos. A lo largo de los últimos cinco meses la diferencia entre los dos se ha ampliado a ritmo constante, hasta llegar en un momento determinado a una diferencia de 69 puntos básicos. Esto implica que cuando los tipos de interés básicos aumentan, nuestros márgenes se ven recortados, y a la inversa, cuando los tipos caen, ello nos favorece (Adam Applegarth, ex-consejero delegado de Northern Rock, citado en Goodway, 2007).

En 2006, a partir de un acuerdo con Lehman Brothers, Northern Rock se incorporó al mercado *subprime* de préstamos pero, en contraste con Bradford & Bingley (ver a continuación), este no se convertiría en una sección fundamental en sus actividades. Una característica clave que distinguió al modelo de negocio de Northern Rock fue su nivel de dependencia excepcionalmente elevado y su exposición a los mercados financieros, particularmente en el terreno de la titulización de sus hipotecas. Durante la primera mitad de 2007, expandió su negocio a gran velocidad una vez que los préstamos netos a sus clientes se incrementaron en 10.700 millones de libras durante ese período (House of Commons Treasury Select Committee, 2008b). Después de un incremento de los tipos de interés y la desaceleración de la inflación de precios de la vivienda, Northern Rock avisó, en una nota el 27 de junio de 2007, de una tendencia negativa en los beneficios. En relación a este aviso, Adam Applegarth anticipaba que el crecimiento de los beneficios de la compañía se encontraría, no obstante, dentro del objetivo marcado para la segunda mitad de 2007 -entre un 15% y un 25%-, si bien sería probable que se encontrase más cerca del límite inferior señalado. Se mostraba lo suficientemente confiado como para aumentar de nuevo el alcance de los objetivos a medio plazo (Wearden, 2007; Attwood, 2007). En esto, recibiría el apoyo de la mayoría de los analistas como Goldman Sachs que, en aquel entonces, hacía recomendaciones en torno a “comprar” o “mantener” (Fletcher, 2007).

A principios de agosto, tras la decisión el día 9 de BNP Paribas de suspender los fondos que tenían exposición al mercado *subprime* estadounidense, los mercados monetarios empezaron a secarse. En ese momento, la exposición de Northern Rock a dichos mercados (sobre todo en los conceptos de titulización, cédulas hipotecarias y financiación al por mayor no garantizada) era de un 73%, mientras que la exposición a los mercados financieros de Bradford & Bingley o HBOS era de un 42% y un 43% respectivamente (*The Telegraph*, 2007).

Conforme la contracción del crédito se agudizaba, sólo los grandes bancos con una cierta diversificación eran capaces de captar financiación en los mercados, siendo esta cada vez más cara y difícil. En una semana, funcionarios de la Agencia de Servicios Financieros y del Tesoro advirtieron al gobernador del Banco de Inglaterra de los efectos de la contracción del crédito en Northern Rock. El 4 de septiembre, la severidad de la sequía crediticia se hizo evidente una vez que el Libor alcanzó su tasa más alta de los últimos nueve años. En circunstancias similares, tanto el Banco Central Europeo como la Reserva Federal habían actuado para facilitar la liquidez inyectando grandes cantidades de dinero en el sistema bancario. En el Reino Unido, en cambio, el gobernador se concentró en enfatizar los riesgos morales que suponía el salvar a prestamistas imprudentes, más que en los potenciales riesgos sistémicos asociados a la renuencia a facilitar la liquidez. Esta visión se moderó posteriormente, pero sin llegar a cambiar de forma radical, el día 13 de septiembre, cuando garantizó a Northern Rock ayuda financiera urgente.

El director de comunicaciones de Northern Rock, Brian Giles, había señalado ya, en agosto de 2007, las posibles limitaciones de un modelo de negocio basado en el recurso a los mercados financieros cuando informaba de las condiciones cada vez

más difíciles para la realización de operaciones, si bien añadía que “ha sido un momento difícil en los mercados de crédito, pero conseguimos bastante liquidez a lo largo de este turbulento período” (Brian Giles, director de comunicaciones de Northern Rock; citado en BBC Business, 2007). Un mes después, justo un día después de que el Banco de Inglaterra le hubiese garantizado ayuda de emergencia, las acciones de Northern Rock se hundieron un 32%. En respuesta a esta situación, los expertos opinaron entonces que “Northern Rock, con activos por valor de 113.000 millones de libras, no corre riesgo alguno de quiebra”. Sin embargo, los clientes tuvieron claramente dudas, lanzándose a la carrera a las oficinas del banco para, en desbandada, retirar sus depósitos (BBC News, 2007). Seis meses después, en febrero de 2008, se produjo el colapso de la entidad una vez que se rechazaron, por parte del gobierno, las ofertas de adquisición procedentes del sector privado (por ejemplo las de Virgin y Olivant), pasando a ser a partir de entonces de propiedad pública.

Bradford & Bingley

Bradford & Bingley, creado a mediados de la década de los sesenta a partir de las cajas de ahorros Bradford Equitable y Bingley Permanent, era en tamaño la segunda caja de ahorros del Reino Unido antes de su desmutualización en el año 2000. En marzo de 2006, el banco fue valorado en 320.000 millones de libras. El 20 de septiembre de 2008, su valor había caído a 256.000 millones de libras y, como Northern Rock, fue nacionalizado: el gobierno se hizo cargo de los 50.000 millones de libras en hipotecas, mientras su servicio de ahorros y sucursales, valorado en 20.000 millones de libras, fue vendido al banco español Santander, que había adquirido previamente Abbey e Alliance & Leicester. Se estima que los costes estimados de las nacionalizaciones de Bradford & Bingley y Northern Rock han tenido como resultado que cada ciudadano británico que paga impuestos ha tenido que echarse al hombro una carga equivalente a 5.500 libras esterlinas en deuda hipotecaria (Davies, 2007).

En una sesión informativa el 21 de junio de 2007, el consejero delegado de Bradford & Bingley, Stephen Crawshaw, informaba que

Hemos tenido un excelente inicio de año marcado por un crecimiento muy fuerte. Las perspectivas para la segunda mitad del ejercicio se mantienen positivas una vez que la demanda continúa impulsando los mercados de compra y alquiler de vivienda. Para el resto de 2007, nos centraremos en incrementar el valor para nuestros accionistas a través de un crecimiento orgánico, la ampliación de la cartera de proyectos y la gestión del capital (Bradford & Bingley, 2007a).

Una semana antes, Standard & Poor había señalado que Bradford & Bingley se encontraba expuesta a un riesgo elevado ante posibles subidas de tipos de interés, pues había prestado mucho dinero en el mercado *subprime* (Ram, 2007). En noviembre de 2007, sólo dos meses después de la retirada de fondos de Northern Rock, se informó de que Crawshaw había afirmado que, a pesar de las turbulencias del mercado, el banco “mantenía su capacidad de recuperación y versatilidad” y se encontraba “ahora incluso mejor colocado para aprovechar las oportunidades exis-

tentes en el mercado, vendiendo sus carteras comerciales en línea con un enfoque basado en hipotecas personales y ahorros” (citado en Murchie, 2007). Se anunció además que el volumen de préstamos neto, aunque menor que en junio, era superior al de hacía un año y que se mantenía la confianza en el mercado de compra y alquiler de vivienda (Bradford & Bingley, 2007b). Menos de doce meses después, se produjo el colapso del banco y se nacionalizó su cartera de hipotecas.

El modelo de negocio de Bradford & Bingley consistía en un conjunto de peculiaridades muy especiales, casi únicas en su género. Era único en su papel de intermediario independiente en la asesoría y venta de hipotecas de otros proveedores, además de las propias. Otra característica era su propensión a la diversificación a través de la compra de otros negocios (por ejemplo agencias inmobiliarias) vendiéndolos posteriormente tras unos pocos años, a menudo con pérdidas sustanciales. De forma destacada, la entidad pagó, en el año 2000, 100 millones de libras por la correduría independiente de hipotecas John Charcol; cuatro años después, negociaba la venta de esta por sólo 10 millones. A diferencia de Northern Rock, Bradford & Bingley se había ido especializando en el mercado de compra y alquiler de viviendas y en hipotecas *subprime*, concedidas a través de su negocio en Internet, Mortgage Express, que había comprado a Lloyds TSB en 1997. Además, había adquirido carteras de préstamos de alto rendimiento de General Motors, enormes pero a la vez de alto riesgo, con el fin de intentar elevar la rentabilidad. Y en un esfuerzo adicional por satisfacer a sus inversores, Bradford & Bingley rebajó drásticamente los costes recortando las nóminas (UK Business Park, 2008).

Tras Northern Rock y HBOS, Bradford & Bingley era la entidad más dependiente y expuesta a los mercados financieros para su financiación, la cual solía utilizar para involucrarse en fórmulas de préstamo más arriesgadas: por ejemplo, las *subprime* (Aldrick, 2008). Antes de 2007, cuando estaba haciendo esfuerzos para reducir dicha dependencia, cerca del 60% de sus negocios estaban financiados a través de estos mercados (*The Economist*, 2008). Esta parecía una fórmula ganadora cuando los tipos de interés eran bajos y los precios de las viviendas subían de una forma aparentemente irreversible. A principios de 2006, las acciones de la compañía subieron a 500 peniques. En la primera mitad del año 2007, los préstamos netos en Bradford & Bingley se incrementaron en un 92% hasta alcanzar un máximo record de 4.500 millones de libras, crecimiento que estaba financiado ya por entonces en mayor medida por los mercados financieros, más que por depósitos de particulares (*Yorkshire Post*, 2007). Presionado por las exigencias de sus accionistas y las ambiciones de sus directivos, particularmente las de su director general, esta estrategia fue adoptada de forma inequívoca como “una ruta convincente [una vez que] los grandes bancos han monopolizado el mercado de los prestatarios fiables al ofrecer a estos los mejores acuerdos” (Ashton y Dey, 2008).

Desde mediados de 2007, el mercado de compra y alquiler de viviendas, financiado habitualmente con deuda, fue afectado de forma estrepitosa por la sequía crediticia, con su consiguiente estancamiento y desplome, ya que la actividad en este segmento se basa en un presupuesto de valores de mercado crecientes tanto de las propiedades como de los alquileres. Por supuesto, a principios de junio de 2007

desde Bradford & Bingley se avisó en una nota de que el sector se encontraba en crisis (Property Wire, 2008). Conforme el acceso al crédito se hacía más estricto y el coste de los préstamos aumentaba, los propietarios empezaron a retrasarse en sus pagos. Los beneficios de Bradford & Bingley, capitalizados por un incremento del fraude hipotecario en el sector *subprime*, cayeron desde 108 millones de libras en los primeros meses de 2007 a sólo 56 en el mismo período de 2008 (Atkinson, 2008). En junio de 2008, el valor de sus acciones cayó en un 30%. Para incrementar su liquidez, Bradford & Bingley acudió a los mercados con una emisión de derechos de suscripción preferente con el objetivo de recaudar 300 millones de libras. Estos derechos se valoraron en 82 peniques por acción pero se redujeron a 55, el nivel al cual era posible conseguir que una firma de capital riesgo, TPG, apostase por hacer frente al déficit de financiación haciéndose con un 23% de la emisión. El acuerdo con TPG se vino abajo al deteriorarse todavía más la situación de Bradford & Bingley, y Moody's degradó su calificación crediticia. A pesar de todo, en el viernes anterior al colapso del banco y su nacionalización al lunes siguiente ante su incapacidad de continuar financiando sus operaciones, un portavoz de la entidad seguía insistiendo en que:

Contamos con fondos suficientes y somos uno de los bancos con mayor capitalización del Reino Unido. Más allá de estas especulaciones sin fundamento, no hacemos declaraciones en relación a rumores de los mercados (Wallop y Griffiths, 2008).

Los depositantes de fondos parecieron creer otra cosa, pues retiraron 200 millones de libras de sus cuentas el sábado por la mañana y otros 200 más de sus cuentas de Internet antes del lunes siguiente.

3. ¿Cuáles han sido los elementos principales de este experimento neoliberal que ha concluido con la debacle financiera ejemplificada en la desaparición de estos bancos desmutualizados?

Y entonces llegó el gran negocio de la vivienda [...] los títulos respaldados por hipotecas se convirtieron en la nueva inversión de moda. Los préstamos hipotecarios fueron agrupados en un fondo, rebanados y cortados en bonos que fueron comprados por prácticamente toda institución financiera imaginable. Para protegerse de posibles incumplimientos de pago, se contrataron seguros contra el impago de deuda para muchos de los títulos respaldados por hipotecas (Philips, 2008).

Una condición que posibilitó la debacle financiera, importante pero a la que a menudo no se la ha prestado atención, ha sido la política del gobierno chino de aumentar sus reservas de divisas, particularmente en dólares. Esto ha mantenido los tipos de interés bajos una vez que esos dólares eran prestados de nuevo en los mercados globales de capitales. Esta oferta de capital barato alimentó los créditos *subprime* que, junto a otros préstamos (por ejemplo tarjetas de crédito y la financiación de artículos de gran valor como automóviles), fueron los que inflaron la burbuja de la deuda. Pero no fue solamente el dinero barato el que desencadenó la juerga

crediticia, sino la financiarización de la deuda, esto es, el uso de instrumentos financieros. Sobre todo, obligaciones de deuda colateralizada (CDOs) en forma de títulos respaldados por hipotecas (MBSs), que convierten y apalancan activos aparentemente fijos en liquidez de forma que pueden ser utilizados para la realización de nuevos préstamos, que serían a su vez titulizados y así hasta el infinito. La ingeniería financiera creó, además, nuevos riesgos asociados con la incertidumbre de si las obligaciones de pago se satisfacerían, dando así lugar al desarrollo de una nueva hilera de instrumentos denominada seguros contra el impago de deuda (CDSs). Su carácter de negociación privada, la ausencia de regulación y la falta de un mecanismo de información central que calcule sus valores son características comunes a ambos tipos de instrumentos.

Los CDOs implican el empaquetamiento de activos que son vendidos como títulos a través de entidades para fines especiales (special purpose vehicles, SPV). Un total del 50% de la financiación de Northern Rock tenía como fuente la titulación generada a través de su SPV Granite (House of Commons Treasury Select Committee, 2008a). Los SPVs permitían a los bancos explotar los mercados de capitales a través de la titulación de un fondo de activos (en el caso de Northern Rock y Bradford & Bingley, primordialmente MBSs) juntando, en un paquete, derechos sobre obligaciones futuras de cuotas hipotecarias, incluyendo tanto principal como intereses (Langley, 2006). El atractivo de los CDOs se encuentra en la eliminación de los activos ilíquidos de los balances. Al efectuar la venta de estos activos a otras instituciones financieras, como compañías de seguros y fondos de pensiones u otros bancos, las entidades pueden restablecer su liquidez. Esto ha sido descrito como una “torre de deuda”, que está

...compuesta de los préstamos *subprime* originales que han sido agrupados juntos en unos fondos hipotecarios [en la cima de esta torre se encuentra el tramo AAA⁴, justo por debajo el tramo AA, y así sucesivamente hasta llegar al tramo con riesgo más elevado, el BBB... Los bancos habían utilizado estos tramos BBB] –lo peor de lo peor- para todavía construir otra torre de bonos: unas “particularmente atroces” obligaciones de deuda colateralizada (CDO). La razón por la que tomaron estas decisiones fue que las agencias de calificación, cuando se les presentaba estos bonos respaldados por préstamos dudosos, declaraban a la mayoría de ellos AAA. Estos bonos podían así ser vendidos a inversores –fondos de pensiones, compañías de seguros- a los que sólo se les permitía invertir en títulos con calificación muy elevada.

Steve Eisman, un especulador que anticipó la debacle y ha hecho una gran fortuna mediante la venta de CDOs o apostando contra ellas, ha comentado que los bancos “no estaban satisfechos atrayendo a numerosos clientes dudosos a los que prestaban dinero para comprarse una casa que no podían permitirse. [...] Las

⁴ Los acrónimos aquí utilizados se refieren a las notas que conceden las agencias de calificación a distintos productos financieros (AAA es la triple A, máxima calificación) (N. del T.).

creaban de la nada, ¡cien veces! Ese es el motivo por el que las pérdidas son tan superiores al valor de los préstamos” (Lewis, 2008).

Los Acuerdos de Basilea I (1998) y II (2004), emitidos por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, tenían como objetivo fortalecer los balances bancarios al requerirles la valoración de sus activos de acuerdo con sus riesgos asociados (FSA, 2008). Este requerimiento, sin embargo, había tenido la consecuencia no intencionada de incentivar a los bancos a concebir medios para eliminar riesgos de los balances, más que introducir transparencia. En lugar de conseguir la mayoría de sus ingresos de la diferencia existente entre el coste de pedir prestado (por ejemplo a sus depositantes) y lo que prestaban (a los demandantes de crédito), los gastos y comisiones procedentes de la titulización van a ir teniendo un papel cada vez más importante. En relación a este cambio, Chick (2008: 121) ha observado que “a) los bancos dejan de tener un interés continuado o una capacidad de supervisión sobre los préstamos que realizan y b) con el empaquetado, se hace muy difícil evaluar el riesgo de los derechos asociados a esos préstamos”.

Mientras que antes los bancos tenían buenos motivos para prestar una atención minuciosa a los riesgos asociados a sus propios activos, la titulización implica que este riesgo se traspa a aquellos que compran los CDOs (ver Mian y Sufi, 2008). En principio, las agencias de calificación eran las que evaluaban estos activos, pero siendo pagadas por los propios bancos y no teniendo, además, que asumir coste alguno si la puntuación otorgada era considerada excesivamente optimista. Por ejemplo, Standard and Poor calificó a Bradford & Bingley como “una institución fuerte con activos de gran calidad” en septiembre de 2007.

Es la dificultad de evaluar el riesgo asociado a los derechos sobre los CDOs la que ha estimulado la creación de un mercado de seguros en forma de CDSs. Para protegerse frente a CDOs que pierden valor (es decir, produciendo un patrimonio negativo para los prestatarios comerciales, como por ejemplo los propietarios de las viviendas o las instituciones financieras que adquieren los préstamos titulizados), o para apostar por ellos, la ingeniería financiera ha desarrollado instrumentos para mitigar este riesgo. JP Morgan fue el primer banco en presentar, en 1994, una sección de CDSs; en 2008, se estimaba que la cifra que movía este mercado se aproximaba a los 50 ó 60 billones de dólares, y al igual que los CDO, están sujetos a una infinita reventa. Los CDS han sido célebremente descritos por Warren Buffet como “armas financieras de destrucción masiva” porque si el asegurador carece de los recursos para pagar al comprador, este último no está cubierto ante cualquier tipo de pérdida que puedan sufrir los CDOs.

Más aún, la existencia y tamaño del mercado de CDSs atraen a especuladores como Steve Eisman (citado anteriormente). Estos compran CDSs de compañías que valoran que cuentan con posibilidades reales de no poder hacer frente al pago de sus CDOs. A la inversa, un especulador podría calcular que el impago es muy improbable y, por tanto, obtener y vender un CDS con la expectativa de recoger unas primas, con muy escasas posibilidades de que tenga que hacer efectivas las reclamaciones de pago asociadas. Bear Sterns y AIG tenían billones de dólares en CDSs en sus libros, dejando a sus socios comerciales expuestos a sus posibles impagos –que es

lo que explica la veloz intervención de la Reserva Federal para limitar los daños, emitiendo préstamos para que estas compañías pudieran atender sus compromisos adquiridos bajo unas tarifas especiales. Esto podría parecer bastante irrelevante en relación a las peripecias de las cajas de ahorros británicas desmutualizadas, pero los CDSs están vinculados a títulos sobre hipotecas dudosas. Como ha señalado Shah Gilani:

Ya es bastante negativo que estos fondos hipotecarios subprime, que adquirieron bancos comerciales, bancos de inversión, compañías de seguros, fondos de alto riesgo y otros, fuesen sobrevalorados y su valor terminase desmoronándose una vez que las ejecuciones hipotecarias aumentaron entre las hipotecas existentes en dichos fondos. Sin embargo, lo que es incluso peor es que los especuladores vendieron y compraron billones de dólares en seguros frente a la posibilidad de que estos fondos hipotecarios entrasen, o no, en situación de impago. A los vendedores de estos seguros (por ejemplo AIG) los están asfixiando una vez que los impagos continúan creciendo sin que se aviste un final a esta situación (Gilani, 2008).

El destino de los bancos británicos desmutualizados quedó sellado por la pérdida de confianza de los mercados en los CDOs y CDSs, provocado por un giro de 180 grados en los bancos. Éstos, en un esfuerzo por fortalecer sus balances, han acaparado dinero en efectivo, incluyendo el que los bancos centrales les han facilitado. Se ha priorizado la preocupación por contar con liquidez suficiente por encima de realizar préstamos a entidades como Northern Rock, cuyo modelo de negocio, con una excesiva dependencia de la titulización, pasó a ser valorado como insuficiente para poder superar una coyuntura descendente. Cuando, siguiendo los pasos de la denominada “crisis subprime” –una crisis que, como se ha sugerido aquí, se puede entender mejor como una crisis de la financiarización dominada por el crecimiento explosivo de los (ahora tóxicos) CDOs y CDSs-, se secó el mercado de la titulización, la exposición a los riesgos asociados a estos instrumentos ha provocado que los bancos retengan sus activos, con el fin de preservar la liquidez y evitar la insolvencia. Los aspirantes a bancos que hemos mencionado -Northern Rock, Bradford & Bingley y también, en menor medida, HBOS- han sido incapaces de transformar sus activos altamente ilíquidos en el efectivo requerido para financiar sus negocios cotidianos. Cuando no han colapsado y han tenido que ser nacionalizados, han sido rescatados y apuntalados mediante préstamos gubernamentales en forma de acciones preferenciales. En contraste, los modelos de negocio por los que apostaron estaban simplemente prohibidos para las cajas de ahorros, que están sujetas a las directrices y vigilancia por parte de la FSA⁵ para cumplir con objetivos de liquidez.

⁵ Se refiere a la Financial Services Authority, que se ocupa de la regulación de los servicios financieros en el Reino Unido (N. del T.).

4. Conclusión

El mejor argumento a favor del sistema de mutualidades es abrumadoramente simple: una caja de ahorros es propiedad de sus ahorradores y sus prestatarios, con el único fin de proporcionarles servicio. Ese objetivo no se complica por el conflicto de tener que satisfacer a Square Mile⁶ (Sutherland, 2008).

Nuestra tesis central ha sido que la clave para comprender la actual debacle financiera no es la rápida evaporación de los créditos baratos, conocida popularmente como la “crisis del crédito” (credit crunch), sino la aparición de instrumentos financieros como los CDOs o los CDSs. Éstos han sido utilizados para sobrecargar los procesos de préstamo: por ejemplo, los préstamos *subprime*, de alto riesgo, y concedidos sobre bienes de gran valor como hogares, han sido titulizados de forma que pueden ser eliminados de los balances de los prestamistas. Mian y Sufi (2008: 22-23), en un muy detallado análisis del papel de la titulización en el crecimiento de los préstamos a los hogares en el período 2001-2005, concluían que:

El proceso por el que los corredores de hipotecas venden y titulizan préstamos llevó a un brusco cambio en la oferta de crédito hipotecario. La expansión de la oferta afectó a clientes *subprime* que habían sido, tradicionalmente, prestatarios marginales, incapaces de acceder al mercado hipotecario. [...]. Los cambios causaron el consiguiente aumento de las tasas de impago que, por su parte, han llevado a la depresión del mercado de la vivienda y causado turbulencias en los mercados financieros.

La rápida expansión de los derivados (por ejemplo títulos respaldados por hipotecas) han marcado un cambio hacia “el beneficio resultante de apostar por una oportunidad en el mercado, en lugar del que procede del crecimiento del negocio. Ello ha provocado que la ingeniería financiera se haya convertido en un factor fundamental en la expansión de la financiarización, penetrando en áreas cada vez más amplias de la organización social” (Montgomery, 2006: 305). El modelo de negocio de Northern Rock, como se mencionó anteriormente, se caracterizaba por “una apuesta sobre los tipos de interés fuertemente apalancada”. Los instrumentos financieros derivados han aumentado en volumen hasta convertirse en un elemento central de una economía global financiarizada, en la que “es probable que el declive del mercado sea, en la actualidad, el resultado de una pérdida de confianza dentro del mercado de valores –más que por una inflación en el mercado de bienes-, el rápido crecimiento del crédito barato por encima de la inversión y los desequilibrios financieros: todos ellos van a convertirse en factores importantes” (Aglietta y Breton, 2001: 434). La crisis económica surge, hoy en día, de deudas impagadas, en buena medida porque el capital acumulado no requiere de una previa liquidación de las deudas. Los modelos de negocio de Bradford & Bingley y especialmente de

⁶ Square Mile es el nombre que recibe en el Reino Unido el distrito financiero londinense, también conocido como la City (N. del T.).

Northern Rock, muy orientados en esta dirección, ilustran bien este punto. Así, la crisis financiera actual es, esencialmente, una crisis de la financiarización, consecuencia del propio modelo de financiarización como tal.

5. Referencias bibliográficas

- Aglietta, M., Breton, R. (2001). Financial systems, corporate control, and capital accumulation. *Economy and Society*, 30 (4): 41-90.
- Aldrick, P. (2008). Bradford & Bingley's problems blamed on funding model. www.telegraph.co.uk/finance/financetopics/financialcrisis/3088607/Bradford-and-Bingleys-problems-blamed-on-funding-model.html (acceso 29 octubre 2008).
- Argitis, G., Pitelis, C. (2008). Global finance and systemic instability. *Contributions to Political Economy*, 27 (1): 1-11.
- Ashton, J., Dey, I. (2008). Bradford & Bingley's final moments. http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry_sectors/banking_and_finance/article4837596.ece (acceso 28 septiembre 2008).
- Atkinson, R. (2008). Bradford & Bingley announcement sparks share plunge. www.moneywise.co.uk/news-views/2008/06/02/bradford-bingleys-unveils-finance-plan (acceso 31 octubre 2008).
- Attwood, K. (2007). Northern Rock hit by housing slowdown. www.independent.co.uk/news/business/news/northern-rock-hit-by-housing-slowdown-458768.html (acceso 31 octubre 2008).
- Augar, P. (2008). The big bang model that blew up in our faces. www.ft.com/cms/s/0/247923f8-8d8e-11dd-83d5-0000779fd18c.html?nclick_check=1 (acceso 28 septiembre 2008).
- BBC Business (2007). Northern Rock ups sub-prime rate. <http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/6961620.stm> (acceso 27 octubre 2008).
- BBC News (2007). Northern Rock shares plunge 32%. <http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/6994328.stm> (acceso 27 octubre 2008).
- Bradford & Bingley (2007a). Pre-close briefing 21 June. www.bbg.co.uk/bbg/ir/publications/rp2007/trading2007/2007-06-21/2007-06-21.pdf (acceso 27 octubre 2008).
- Bradford & Bingley (2007b). Pre-close briefing 29 November.

- www.bbg.co.uk/bbg/ir/publications/rp2007/trading2007/2007-11-29/2007-11-29.pdf (acceso 27 octubre 2008).
- Chick, V. (2008). Could the crisis at Northern Rock have been predicted? An evolutionary approach. *Contributions to Political Economy*, 27 (1): 115-27.
- Davies, G. (2007). The roots of moral hazard.
www.guardian.co.uk/commentisfree/2007/sep/15/comment.comment (acceso 30 octubre 2008).
- (The) Economist (2008). Death of a one trick pony.
[www.economist.com/world/britain/displaystory.cfm?story_id = 12342543](http://www.economist.com/world/britain/displaystory.cfm?story_id=12342543) (acceso 28 octubre 2008).
- Epstein, G.A. (2006). Financialization and the world economy: introduction, en Epstein, G.A. (Ed.), *Financialization and the World Economy*. Bodmin: MPG.
- Ferreira-Marques, C. (2008). Fitch warns on outlook for UK mutual lenders.
www.reuters.com/article/rbssBanks/idUSL2299083120080722 (acceso 30 octubre 2008).
- Finkelstein, D. (2008). No return to boom and bust, eh?
<http://timesonline.typepad.com/comment/2008/09/boom-and-bust.html> (acceso 19 septiembre 2008).
- Fletcher, N. (2007). Shining knight of Wall Street lifts the gloom.
www.guardian.co.uk/business/2007/jun/30/marketforces (acceso 31 octubre 2008).
- FSA (2008). Capital Requirements Directive/Basel 2.
www.fsa.gov.uk/Pages/About/What/International/basel/index.shtml (acceso 30 octubre 2008).
- Gilani, S. (2008). The real reason for the global financial crisis . . . the story no one's talking about. www.moneymorning.com/2008/09/18/credit-default-swaps/ (acceso 28 octubre 2008).
- Gill, S. (1995). Globalization, market civilization, and disciplinary neo-liberalism. *Millennium: Journal of International Studies*, 24 (3): 399-423.
- Goodway, N. (2007). Northern Rock profit warning hits shares.
[www.thisismoney.co.uk/investing-and-markets/article.html?in_article_id = 421767&in_page_id = 3](http://www.thisismoney.co.uk/investing-and-markets/article.html?in_article_id=421767&in_page_id=3) (acceso 31 octubre 2008).
- Griffiths, K. (2001). The Monday Interview: The consumer's champion seeks his next battleground. www.independent.co.uk/news/business/comment/the-monday-interview-

- the-consumers-champion-seeks-his-next-battleground-752992.html (acceso 30 octubre 2008).
- Harvey, D. (2007). *Breve historia del neoliberalismo*. Madrid: Akal. [En el texto original se citaba la segunda edición en inglés: *A Brief History of Neo-Liberalism*, Oxford University Press, Oxford].
- Heffernan, S. (2005). The effect of UK building society conversion on pricing behaviour. *Journal of Banking and Finance*, 29 (3): 779-797.
- House of Commons Treasury Select Committee (2008a). The run on the Rock. 5th Report on Session 2007-08: Volume I, Report together with Formal Minutes, 24 de enero.
- House of Commons Treasury Select Committee (2008b). The run on the Rock. 5th Report on Session 2007-08: Volume II, Written and Oral Evidence, 24 de enero.
- Langley, P. (2006). Securitizing suburbia: the transformation of Anglo-American mortgage finance. *Competition and Change*, 10 (3): 283-299.
- Lewis, M. (2008). The End. www.portfolio.com/news-markets/national-news/portfolio/2008/11/11/The-End-of-Wall-Streets-Boom (acceso 30 octubre 2008).
- Mian, A. R., Sufi, A. (2008). The consequences of mortgage credit expansion: evidence from the 2007 mortgage default crisis. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1072304.
- Montgomery, J. (2006). The financialization of the American credit card industry. *Competition and Change*, 10 (3): 301-319.
- Murchie, K. (2007). Bradford & Bingley have headstart on credit crunch. www.investmentmarkets.co.uk/20071130-1297.html (acceso 26 octubre 2008).
- Murphy, J. (2008). *The World Bank and Global Managerialism*. Londres: Routledge.
- Philips, M. (2008). The monster that ate Wall Street. www.newsweek.com/id/161199 (acceso 31 octubre 2008).
- Pollock, I. (2008). Not such a good idea after all? <http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/7641925.stm> (acceso 30 octubre 2008).
- Property Wire (2008). No crisis in UK buy-to-let industry, experts claim. www.propertywire.com/news/europe/no-crisis-in-uk-buy-to-let-industry-200806141143.html (acceso 31 octubre 2008).

- Prosser, D. (2007). The return of the building society: credit crisis, what credit crisis? www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/the-return-of-thebuilding-society-credit-crisis-what-credit-crisis-760127.html (acceso 30 octubre 2008).
- Ram, V. (2007). Bradford & Bingley hurt by higher rates. www.forbes.com/markets/2007/06/21/bradford-bingley-mortgage-markets-equity-cx_vr_0621markets19.html (acceso 28 octubre 2008).
- Stäheli, U. (2007). *Spektakuläre Spekulation: Das Populäre der Ökonomie*. Frankfurt: Suhrkamp.
- Sutherland, R. (2008). Were our mutual friends a safer bet? www.guardian.co.uk/business/2008/jun/08/banking.demutualisation (acceso 30 octubre 2008).
- Taylor, G. (2003). UK building society demutualization motives. *Journal of Business Ethics*, 12 (4): 309-311.
- (The) Telegraph (2007). Is Northern Rock rocked or still rock steady to grow profits? www.telegraph.co.uk/finance/markets/2814223/Is-Northern-rocked-or-still-rocksteady-to-grow-profits.html (acceso 31 octubre 2008).
- (The) Times (2008). Home truths. www.timesonline.co.uk/tol/comment/leading_article/article4143964.ece (acceso 30 octubre 2008).
- UK Business Park (2008). Bradford & Bingley. www.ukbusinesspark.co.uk/bry87488.htm (acceso 30 octubre 2008).
- Wallop, H. and Griffiths, K. (2008). Financial crisis: Bradford & Bingley to become latest victim. www.telegraph.co.uk/finance/financetopics/financialcrisis/3088687/Financial-crisis-Bradford-and-Bingley-to-become-latest-victim.html (acceso 29 octubre 2008).
- Wearden, G. (2007). Northern Rock says higher rates will hamper profit growth. www.guardian.co.uk/business/2007/jul/25/northernrock.banking (acceso 31 octubre 2008).
- Yorkshire Post (2007). Bradford & Bingley beats the slowdown. *Yorkshire Post*, 27 de julio.