

# Los imaginarios de “inversores”, “mercados” y “valor” en la distribución del dinero por la industria financiera

Un estudio de caso sobre los derivados de crédito

*Imaginaires of “investors”, “markets” and “value” in the distribution of money by the financial industry*

*A case study about credit derivatives*

Horacio Ortiz\*

---

**Resumen:** Este texto se basa en una investigación por observación participante como asistente al análisis financiero en una multinacional de gestión de fondos de inversión en 2004, en Francia. La compra de derivados de crédito basados en créditos inmobiliarios en Estados Unidos por parte de empleados de una multinacional francesa a cuenta de sus clientes extendidos en otros puntos del planeta, integraba miles de personas en una serie de interdependencias financieras, cuyas jerarquías y violencias estaban administradas por otros empleados como los observados en el estudio de campo. El texto muestra que la distribución del dinero a través de estas prácticas debe ser entendida como el resultado de las lógicas organizacionales dentro de la empresa y dentro de la red comercial en la que se inscribe. Estas prácticas profesionales están coordinadas de manera global, de una empresa a otra, y de una jurisdicción a otra, a través de imaginarios comunes según los cuales los beneficios monetarios son una “creación de valor” que resulta del encuentro de “inversores” en “mercados eficientes”. Estos conceptos articulan no solo los discursos políticos que se utilizaron para justificar los cambios reglamentarios en la industria financiera en los últimos treinta años en Estados Unidos, Europa, y muchas otras jurisdicciones, sino que también se encuentran en los detalles de la definición de las fórmulas matemáticas, las metodologías y los organigramas de las empresas financieras. Por ello, los profesionales también movilizan estos discursos para darle sentido y justificación a su práctica cotidiana. El texto muestra la diferencia que existe entre estas prácticas profesionales y burocráticas y los conceptos teóricos a partir de los cuales se las justifica. De esta manera, el texto contribuye a una crítica de las reglamentaciones y de la organización de la distribución del dinero por la industria financiera en el espacio global de sus operaciones.

**Palabras clave:** Finanzas. Valor. Mercado. Crisis. Poder. Global.

---

\* Doctor en Antropología de la Ecole de Hautes Études en Sciences Sociales (EHESS, Paris, Francia). Associate professor, Research Institute of Anthropology, East China Normal University, Shanghai, China. Chargé de recherche, Université Paris-Dauphine, PSL Research University, CNRS/Irisso, Paris, Francia <[horacio.ortiz@free.fr](mailto:horacio.ortiz@free.fr)>.

**Abstract:** This text is based on participant observation research as an assistant financial analyst in a multinational asset management company based in France in 2004. The purchase of credit derivatives, based on US mortgages, by the employees of this French multinational on behalf of their clients situated around the world, integrated thousands of people in a series of financial interdependencies, the hierarchies and violence of which were managed by other employees like those observed in the fieldwork. The text shows that the distribution of the money through these practices must be understood as the result of organizational logics within the company and within the commercial network of which the company is part. These professional practices are coordinated globally, from one company to another, and from one jurisdiction to another, through shared imaginaries according to which monetary gains are “value creation” that results from the encounter of “investors” in “efficient markets”. These concepts do not only articulate political discourses that were used to justify regulatory changes in the financial industry in the last thirty years, in the US, Europe and many other jurisdictions, but they are also present in the details of the definition of financial formulas, in the methodologies and in the organization of financial companies. For these reasons, professionals also mobilize these discourses to make sense of and to justify their everyday practice. The text shows the difference there is between these professional and bureaucratic practices and the theoretical meanings of the concepts that are used to justify them. In this way, the text contributes to a critique of the regulations and of the organization of the distribution of money by the financial industry, in the global space of its operations.

**Keywords:** Finance. Value. Market. Crisis. Power. Global.

---

## Introducción

En los últimos treinta años, la industria financiera ha tomado un rol central en la distribución global del crédito a través de la emisión y el intercambio de bonos, acciones y productos derivados. Esto fue el producto, en parte, de una transformación de la reglamentación financiera que retomó los términos de una teoría financiera estandarizada desde los años 1950, según la cual había que darle a esta industria la responsabilidad de representar a “inversores” que se encontrarían en “mercados” cuya “eficiencia” permitiría una “creación de valor” a través de una adjudicación “óptima” del crédito (De Goede, 2005; MacKenzie, 2006; Whitley, 1986). El horizonte explícitamente político de la distribución social de los recursos se presentaba así como el resultado de la aplicación de metodologías cuyo carácter únicamente técnico sería la garantía de su buen resultado (Foucault, 2004). Esto ocurrió inicialmente en los Estados Unidos (Krippner, 2011) y en Europa del Oeste (Abdelal, 2007) en los años 1980, y se extendió luego a Japón (Amyx, 2004), China (Hertz, 1998), India (Reddy, 2009) y Brasil (Müller, 2006), entre otras jurisdicciones. De esta manera, los poderes públicos le otorgaron a la industria financiera una responsabilidad en la producción y la transformación de las jerarquías sociales

a través de la distribución desigual de los recursos monetarios. Atravesando la fragmentación de las jurisdicciones estatales, el rol político de la industria financiera se articula a nivel global a través de este imaginario financiero común, que se moviliza de manera estandarizada en la definición concreta de las actividades profesionales.

La antropología del dinero ha demostrado en varios contextos que el sentido del dinero es múltiple, y varía según las prácticas, incluso para una misma persona, según repertorios cuyas combinaciones pueden ser variadas (Dodd, 2014; Guyer, 2016; Zelizer, 2009). Esto concierne tanto las relaciones monetarias íntimas (Zelizer, 2005), la noción de naturaleza utilizada para evaluar catástrofes naturales (Fourcade, 2011), la noción de ciudadanía establecida en las políticas monetarias (Hart, 1986; Holmes, 2013) o la integración en circuitos globales, por ejemplo en el marco de la historia colonial (Guyer, 2004). Este enfoque también ha sido desarrollado para el análisis de las prácticas en la industria financiera (Carruthers y Jeong-Chul, 2011; Maurer, 2012; Hart y Ortiz, 2014), mostrando, por ejemplo, cómo el sentido de las inversiones y evaluaciones que distribuyen el dinero de manera desigual dependen de las relaciones burocráticas de cooperación, competencia y jerarquía dentro de la industria financiera (Godechot, 2007; Ho, 2009; Montagne y Ortiz, 2013; Zaloom, 2006), y de imaginarios religiosos y filosóficos en las formulas (Maurer 2002; Ortiz, 2014a) y los conceptos jurídicos (Clark, 2000; Montagne, 2006; Riles, 2011) usados en las prácticas cotidianas.

Este texto analiza el sentido que cobran los conceptos de “inversor”, “mercado” y “valor” en las prácticas cotidianas de empleados de la industria financiera, a partir de una investigación por observación participante como asistente al análisis financiero en un equipo de gerentes de fondos de inversión que compraban derivados de crédito producidos en Estados Unidos para clientes de Acme, una multinacional de gestión de fondos francesa de la que eran empleados, en 2004.<sup>1</sup> El texto muestra la importancia de estos conceptos en la definición de las fórmulas de cálculo, de las estrategias de inversión, y en los otros procedimientos estandarizados que determinaban la selección de las actividades a las que se les atribuía el crédito de manera jerarquizada. La observación de la práctica cotidiana muestra que los sentidos de estos conceptos son múltiples, contradictorios y fragmentados, y que tienen aspectos morales y políticos, explícitos en las teorías liberales sobre las cuales se basó

---

<sup>1</sup> En acuerdo con la gente observada, y para preservar su anonimato, todos los nombres son ficticios.

la teoría financiera estándar, que son movilizados por los empleados para justificar y comprender su propia cotidianeidad. Esto permite entender cómo estos empleados legitiman en su espacio profesional los efectos distributivos de sus acciones, según imaginarios que se encuentran también fuera de este espacio, muchas veces de manera menos definida (Guyer, 2012). Al mismo tiempo, esto indica que conceptos como “inversor”, “mercado”, “valor” y “crisis” no pueden ser utilizados como conceptos analíticos en este tipo de investigación, sino que deben ser analizados como maneras de darle sentido a la práctica cotidiana por parte de las personas observadas.

El texto analizará cómo los empleados de Acme actuaban poniendo en práctica un concepto de “inversor” que debían encarnar a partir de la utilización de procedimientos estandarizados y de un registro de la “opinión personal”. Esto permitirá ver cómo los empleados utilizaban en sus procedimientos y cálculos el concepto de “mercado eficiente”, a la vez que reconocían su propio espacio profesional como el espacio social en que ese “mercado”, y su distribución óptima de los recursos, era realizado. Finalmente, el texto analiza cómo los empleados consideraban sus propias prácticas dentro de una dicotomía entre “creación de valor” y “crisis”, dándole a estos conceptos un significado a la vez técnico, moral y político.

### **La distribución del crédito como acto de un “inversor”**

La regulación financiera distingue, en la mayoría de las jurisdicciones, la figura del “inversor cualificado” o “sofisticado”, definido por el hecho de que conoce la metodología formalizada en la teoría financiera estándar, y que tiene los medios de aplicarla. Esto designa, de hecho, a los empleados de la industria financiera, que quedan como los responsables de llevar a cabo las transacciones que se concentran entre sus manos, tanto en número como en los volúmenes de dinero intercambiados. En los países de *common law*, esta figura se establece a través de la forma legal del *trust*, en la cual el legador, es decir el dueño legal del dinero, no tiene derecho de indicar al legatario, es decir aquí los empleados de la industria financiera que administran su dinero, lo que tiene que hacer con este último, ya que el legatario es considerado como más capaz de defender los intereses del primero que este mismo (Clark, 2000; Montagne, 2006). De esta manera, los empleados de la industria financiera solo son “inversores” porque representan a sus clientes, cuyos intereses son definidos según la metodología financiera estandarizada. Y los dueños del dinero, por ejemplo los suscriptores a un fondo de pensiones por capitalización, solo son “inversores” porque empleados de la industria financiera los representan a través de sus acciones. La figura del “inversor”, cuya mirada organiza todas

las actividades de evaluación e inversión financieras, se constituye así como el resultado de una relación de representación, cuya puesta en práctica está a cargo de empleados como los que observé en Acme. En sus prácticas profesionales, esta figura no está encarnada por una sola persona, sino que está diseminada en las prácticas de los empleados, en las cuales tiene sentidos múltiples, fragmentados y contradictorios, con componentes morales y políticos que se movilizan en momentos de justificación o conflicto, y que articulan los aspectos supuestamente únicamente técnicos del trabajo.

Durante los cuatro meses que pasé en Acme en 2004, trabajé para un equipo de siete personas, compuesto por dos gerentes de fondo *senior*, dos gerentes de fondo *junior*, y dos asistentes aparte de mí. Este equipo, llamado “equipo ABS” en el organigrama de la empresa, se especializaba en comprar derivados de crédito (ABS, del inglés *asset backed security*), en los que invertían 5,000 millones de los 300,000 millones de euros que Acme administraba para sus clientes. Los ABS eran producidos por bancos en Estados Unidos, que reunían alrededor de 10,000 créditos, la mayoría de las veces créditos hipotecarios, en un proceso llamado titrización, en el cuál el dinero pagado por estos deudores era transformado en el pago de un interés para el comprador del ABS. Una parte importante de mi trabajo consistió en asistir a Juliette, gerente de fondo *senior* bajo las órdenes de Marie, que dirigía el equipo. Juliette debía invertir 1500 millones de euros en ABS en el lapso de un año, evaluando, para cada título, cuánto se obtendría de ingresos en el futuro una evaluación considerada “fundamental”. Para esto, oficialmente, Juliette debía aplicar una serie de criterios formalizados, por ejemplo concerniendo el nivel de recursos de los deudores o su distribución geográfica, y a la vez formular una “opinión personal” sobre el valor del activo, basada en su larga experiencia con estos activos, primero trabajando para una agencia de notación que los evaluaba y luego en un banco que los producía. Thierry, uno de los asistentes encargado de supervisar el conjunto de los activos comprados, explicaba: “en el análisis, tienes dentro de todo una parte de valor agregado, un poco intelectual, entre comillas, no solo automatizada, así, si no, no emplearían analistas, se usaría un programa informático”. Al determinar el “valor” del ABS gracias a su experiencia desde el punto de vista de un inversor “cualificado”, se entendía que Juliette “agregaba valor” a la inversión.

La afirmación de la figura de un inversor definido por su saber sobre el valor fundamental de los ABS había legitimado organizacionalmente la constitución del equipo ABS, que había crecido progresivamente durante varios años, en los que Marie pasó de dirigir un fondo de 300 millones de euros a un equipo entero con 5000 millones bajo gestión. Este proceso no

estuvo desprovisto de conflictos entre diferentes departamentos, quienes querían guardar los fondos bajo su supervisión, y con otros gerentes, quienes no querían dejar que los ABS se desarrollaran, ya que esto derivaría fondos hacia un sector en el que no tenían experiencia. Presentando este proceso, Marie insistía en cada etapa sobre la centralidad de su saber profesional en la decisión de invertir cada vez más fondos en unos activos sobre los que pocos empleados tenían conocimiento, pero cuyos volúmenes aumentaban en la industria financiera, de finales de los años 90 hasta la época de mis observaciones.

Este tipo de evaluación se inscribía en una estrategia de inversión, llamada en inglés *buy and hold* (comprar y mantener), que consistía en escoger activos de poco riesgo, y mantenerlos en portafolio a largo plazo, con un rendimiento constante para los clientes, y del cual se deducía la comisión que cobraba Acme, con la que se pagaban los salarios y bonos del equipo, además de otros costos y beneficios de la empresa. En 2004, el aumento de la demanda por estos bonos y de la tasa de interés de referencia, el Libor (London Interbank Offered Rate), hacía que los bonos pagaran un interés cada vez menor, con lo cual la estrategia de *buy and hold* no permitiría generar suficientes beneficios para los clientes y Acme. Esto implicaba cambiar de estrategia, comprando bonos considerados más riesgosos que pagaban mayores intereses. Sin embargo, como el “riesgo” sería mayor, los gerentes debían comprarlos por corto plazo y venderlos antes de que la probabilidad de que cayeran en default se incrementara, lo que se traduciría en una pérdida de su precio, y por ende en una disminución del valor monetario de la inversión.

Este cambio, considerado como inevitable por todos los empleados, no solo contradecía el saber profesional oficial central del equipo, sino que planteaba problemas morales articulados en los términos de la teoría financiera. Ésta última afirma que si los inversores evalúan libremente lo que podrán obtener de una inversión, es decir si hacen una evaluación fundamental e intercambian en función de estas evaluaciones, el precio que resulte de este libre mercado “reflejará” toda la información acumulada por los participantes, y será la mejor señal posible para que los actores orienten su inversión. Esto permitiría una adjudicación “óptima” del crédito y una “creación de valor” para la sociedad en su conjunto. Comprar y vender a corto plazo implica, por el contrario, una “evaluación especulativa”, que se opone a la eficiencia, al afirmar que los precios varían sin conexión con la información disponible y, potencialmente, al acentuar esa desconexión apostando por variaciones más fuertes. Para los empleados del equipo ABS como para el resto de la profesión, pasar de una evaluación “fundamental” a una “especulativa”

implicaba poner en entredicho el horizonte moral y político de la actividad profesional.

Marie expresaba claramente en una entrevista:

*hay otras maneras de crear valor, acercándose a lo que para mi está muy opuesto a mi mentalidad, pero... empiezo a aceptar que tiene valor hacer trading, aceptar comprar y vender, jugar sobre las desconexiones, incluso si te importan un bledo los fundamentales [...] Toda es cosa, empiezo a entender que tiene sentido en otro tipo de estrategia y que... no hay que cortarse de eso. Pero quedo fundamentalmente apegada a mis creencias sobre el crédito.<sup>2</sup> [...] Acaso, cuando uno administra fondos para empresas de seguros ¡uno no puede ir a hacer Spiel!<sup>3</sup> Pero en eso también, evoluciono bastante sobre mis fuentes de valor. ¡Creo que esos tipos aportan valor! Aunque me parece que es un valor exagerado, pero es valor... así que tengo que lograr integrar ese tipo de funcionamiento en el equipo.*

Hacia el final de mis observaciones, un cambio en la dirección de Acme permitió a la directora del departamento Structured tomar la dirección del departamento Adjudicación, central para la empresa, ya que allí se decidían los montos globales dedicados a cada activo. Esto no cambiaría los contratos que Acme ya tenía con sus clientes, pero sí influenciaría los nuevos contratos. Implicaba que el equipo ABS tendría más apoyos para crecer y desarrollar la nueva estrategia de inversión. Marie finalmente decidió renunciar a la empresa para trabajar en una agencia de notación, donde seguiría llevando a cabo la evaluación fundamental que prefería moralmente y que constituía su saber profesional oficial. Juliette tomó su puesto, y desarrolló esta estrategia según líneas que ya había indicado en una entrevista conmigo poco antes del cambio:

*pienso que a partir del momento en el que tienes una visión fundamental, que para mí en este mercado es la visión sobre el crédito, nada te impide hacer trading. El trading es algo solamente técnico [...]. Lo que pienso, lo más importante, es que te quedas en un marco en el cual estás cómodo desde el punto de vista del crédito.*

<sup>2</sup> Con la palabra “crédito”, Marie se refiere a la evaluación de los ABS en función de los créditos bancarios sobre los cuales se basan los beneficios que proporcionan, es decir la evaluación “fundamental”, opuesta a la evaluación “especulativa” que se basa en las variaciones de precio del ABS a corto plazo, y que se entiende así como “desconectada” de lo que ocurre a nivel de los préstamos bancarios subyacentes.

<sup>3</sup> Del alemán, “juego”, indica la actividad especulativa.

El crecimiento del equipo incluyó emplear a cuatro analistas financieros suplementarios para mostrar a los clientes y a los superiores de Acme que el saber principal del equipo, y en cierta manera el respeto del horizonte de la eficiencia de los mercados, seguían siendo la base sobre la cual se desarrollaría la inversión especulativa – una base que no era algo “solamente técnico”.

De esta manera, el equipo ABS pasó a poner en práctica una figura del inversor diferente de la anterior, que incluía de manera parcialmente contradictoria diferentes elementos de la teoría financiera estándar. Esta decisión estaba diseminada en la empresa desde la cúpula del departamento de Adjudicación hasta el equipo ABS, donde Juliette y luego Bastien, que subió a un rol de gerente *senior*, tenían más poder de decisión que los otros empleados. La figura del inversor– múltiple, contradictoria y fragmentada, con sus componentes morales y políticos– se constituía así como un elemento central en la definición de los procedimientos, en la justificación de las luchas de poder dentro de Acme, y en la distribución de recursos que resultaba de su aplicación. Esta figura sólo cobraba todo su sentido con relación al concepto de “mercados eficientes”.

### **La distribución del crédito como resultado de “mercados eficientes”**

La noción de “mercado eficiente” no solo justifica, a nivel de la reglamentación y de los discursos políticos que la apoyan, la idea de que la actividad de la industria financiera contribuye a acercarse a una adjudicación óptima de los recursos monetarios. Esta idea ha sido formalizada en la teoría financiera estándar, y es fundamental en la definición de las fórmulas de cálculo y los procedimientos a través de los cuales los empleados como los del equipo ABS evalúan activos y les atribuyen el dinero de sus clientes. De esta manera, los empleados presuponen la eficiencia de los mercados en los procedimientos que llevan a cabo, y se reconocen por ende a sí mismos, a sus colegas y la industria financiera en general como los actores sociales que hacen esta eficiencia posible.

En la metodología financiera estandarizada, la cual la reglamentación y las normas profesionales retoman de una jurisdicción a otra, la noción de “mercados eficientes” está marcada por al menos dos corrientes intelectuales en parte contradictorias (De Goede, 2005; LiPuma y Lee, 2004; MacKenzie, 2006; Muniesa, 2007; Preda, 2009; Ortiz, 2014a). Por un lado, la noción es producto de las teorías liberales del mercado, según las cuales, como vimos más arriba, el encuentro de inversores libres permite al precio reflejar toda la información disponible. Esto implica que, alcanzada la eficiencia, cada

inversor debe aceptar el precio de mercado, el cual refleja el valor mejor que cualquier evaluación personal. Para esto, siempre debe haber inversores que busquen información, creyendo que aún no fue reflejada de manera eficiente, e inversores que acepten la eficiencia y sigan los precios como señal. Por otro lado, esta teoría liberal fue combinada, a partir de principios del siglo XX, con el estudio de probabilidades. En particular, se consideró que los precios varían de manera aleatoria, como lo hace la información que reflejan según el principio de la eficiencia de los mercados, con lo cual podían ser tratados por la estadística. En este marco, dado que el valor de la inversión varía según el valor de los precios de los activos comprados, cuando la diversificación de la inversión es mayor, por construcción estadística, disminuye la desviación estándar de su valor, considerada como el “riesgo”. Por ello, se debe diversificar al máximo, comprando “todo el mercado”, atribuyendo a cada activo una parte de la inversión que corresponde a su peso en el mercado al que pertenece. Esta es la base teórica y práctica de los cálculos y razonamientos utilizados en la estrategia de inversión de *buy and hold*. Sin embargo, esta estrategia combina esto con la idea de que se puede “vencer al mercado”, al invertir en todos los activos, pero dando una ponderación mayor a aquellos cuyo precio debería subir más, y una ponderación menor a aquellos cuyo precio debería subir menos o bajar. Esto implica, de manera contradictoria, que se considera que el mercado al mismo tiempo es y no es eficiente (LiPuma y Lee, 2004; Ortiz, 2014a).

Esta es la estrategia más común en la gestión de fondos de inversión para las acciones, los bonos y otros productos financieros y, como lo afirmaba Juliette, era la base de la estrategia de inversión del equipo Acme, que justificaba que se diversificara al máximo, presuponiendo la eficiencia del mercado, pero que se hiciera al mismo tiempo una evaluación fundamental para descartar algunos activos y dar más peso a otros. Los ABS estaban contruidos con el objetivo explícito de diversificar al máximo la inversión, con alrededor de 10,000 créditos hipotecarios distribuidos por todos los Estados Unidos. Juliette escogía alrededor de 150 ABS distintos, de los cuales solo compraba una fracción de alrededor de 10 millones de dólares, que se estructuraban a su vez en un nuevo activo financiero, un CDO (*collateralized debt obligation*, obligación con colateral compuesto de deuda), de los cuales los clientes de Acme compraban diferentes fracciones. Los ABS y los CDO eran también evaluados por agencias de notación, quienes utilizaban los mismos cálculos estadísticos para calcular el “riesgo”. La enorme diversificación en un ABS y en un CDO hacía que fácilmente aparecieran como poco riesgosos (MacKenzie, 2011). La estrategia de inversión seguida por Juliette y sus

colegas correspondía así a las normas de la profesión, basadas en la teoría de la eficiencia de los mercados y las metodologías que fundamenta.

Presuponiendo la eficiencia de los mercados en su estrategia, los empleados del equipo ABS se reconocían a sí mismos, a sus colegas y a la industria financiera como los productores de los precios que resultaban de la eficiencia. Juliette y Marie se habían conocido cuando la primera evaluaba, para una agencia de notación, un ABS producido por el banco donde trabajaba la segunda. Las dos insistían en el respeto que se tenían mutuamente desde el punto de vista del conocimiento de las metodologías de evaluación, y consideraban que la mayoría de los empleados de las agencias de notación y de los bancos que producían los ABS y los vendían, tenían también ese saber profesional. En ese marco, se entendía que este grupo social era el que producía la eficiencia del mercado de los ABS, excluyendo de esta actividad a los que no eran expertos. Cada CDO gestionado por el equipo ABS contenían fracciones de alrededor de 150 ABS, que a su vez recibían flujos monetarios de alrededor de 10,000 créditos inmobiliarios cada uno. Esto ponía en contacto a más de un millón de personas en los Estados Unidos con los compradores del CDO de Acme: un gran banco británico, el GBB, empresas de seguros europeas, y AIG, la mayor empresa de seguros de Estados Unidos.<sup>4</sup> De esta manera, millones de personas, en Estados Unidos, diversos países de Europa y del resto del mundo, tenían una relación de interdependencia financiera, ya que el dinero de los clientes de Acme permitía a los bancos en Estados Unidos emitir más créditos hipotecarios, y a su vez el pago de los intereses de estos créditos permitía a las empresas de seguros y al GBB obtener beneficios y responder a sus compromisos con sus clientes, compradores de pólizas de seguros o depositadores de dinero en el banco. Esta conexión atravesaba diferentes jurisdicciones, con diferentes reglamentaciones, por ejemplo sobre los contratos de trabajo, y con agencias de reglamentación con atribuciones diferentes según la historia jurídica y financiera de cada estado. Dentro de esta fragmentación reglamentaria, la presuposición de la eficiencia de los mercados, presente en las fórmulas, las identidades profesionales y las justificaciones de los empleados, se basaban en el reconocimiento institucional, por parte de la reglamentación, y personal y social, dentro del espacio social de los profesionales, de que eran estos últimos los que hacían esa eficiencia posible, y por ende contribuían a una adjudicación óptima de los recursos sociales en un espacio global.

---

<sup>4</sup> Su rol fue central en el desarrollo de los derivados de crédito, y su presencia en la mayoría de los ABS y CDO hace imposible mantenerla en el anonimato, pero, por la misma razón, mencionar su nombre no rompe el anonimato de los actores descritos aquí.

La metodología de diversificación utilizada por el equipo ABS retomaba la que utilizaban la mayoría de los otros equipos de gestión de fondo, en Acme y en la industria financiera en general. En grandes empresas como Acme, que no era una excepción, esta metodología también organizaba la distribución general de los fondos en el mundo entero, considerado como un único mercado eficiente. Esta era la tarea del departamento de Adjudicación, en el cual equipos de analistas financieros establecían datos estadísticos sobre la mayor parte de los activos financieros disponibles en el mundo. Las comisiones recibidas por cada departamento, cada equipo y cada gerente de fondos dependían en buena parte del monto de fondos que gestionaban, según la idea de que si este monto subía, era porque su trabajo había satisfecho a los clientes y estos habían decidido confiarle más dinero. Al mismo tiempo, el monto bajo gestión destinado a cada tipo de activo era también trabajo del departamento de Adjudicación, que negociaba los contratos con los clientes más importantes. Para aumentar su salario y su bono, los empleados tenían que convencer a sus clientes y negociar la subida de fondos con la dirección de este departamento.

Un matemático que había trabajado en el departamento de Adjudicación me explicaba que regularmente venían gerentes a presionarlo para que orientara los cálculos de manera que sus activos obtuvieran mayor peso en la adjudicación general. El cambio de poder en Acme al final de mis observaciones activó el mismo tipo de lógicas. Todos los empleados que entrevisté entendían que los equipos que habían trabajado en el departamento Structured recibirían más fondos para administrar, con sus aumentos de personal, de salarios y de bonos correspondientes. La justificación oficial de esta transformación era que este departamento era de los que más habían crecido, con lo cual du directora, Nicole, tenía que tomar el mando de la Adjudicación para responder a una demanda creciente de los clientes. Los productos derivados y estructurados habían crecido efectivamente en toda la industria financiera durante los años 90 (LiPuma y Lee, 2004), con lo cual este cambio de poder en la empresa podía ser presentado por Acme como su adaptación a la eficiencia de los mercados realizada por la industria financiera. El equipo ABS se inscribía de manera explícita en esta lógica. En una entrevista, sin que yo supiera que tomaría la dirección del equipo, Juliette me explicaba sobre el ascenso de Nicole: “para nosotros, espero, tendría que ser positivo, tendría que hacer entrar algunas ideas, decir que en vez de tener 3% de ABS en el portafolio, tal vez que la adjudicación óptima, habría que trabajarlo, pero nosotros hicimos nuestros calculitos en nuestro rincón de la mesa, y llegábamos al 15-20%”. En una sola frase, Juliette movilizaba el sentido técnico del cálculo de diversificación de

activos, considerando que los ABS constituían una parte mayor del total de los activos disponibles que lo que la dirección del departamento de Adjudicación había determinado, pero también su sentido político, al utilizar la expresión “adjudicación óptima”, que tiene un lazo directo con el objetivo político que la reglamentación financiera y la teoría financiera que moviliza dan a la industria financiera, dentro del marco de la teoría de la eficiencia de los mercados. Juliette podía así movilizar esta teoría para impulsar el crecimiento de su equipo, y el suyo propio, dentro de la empresa, en nombre de consideraciones técnicas y políticas que no necesitaban ser distinguidas entre sí, y que se reforzaban la una a la otra. La insistencia de utilizar analistas para seguir haciendo la evaluación fundamental en la nueva estrategia de inversión “especulativa” se inscribía en este movimiento.

La noción de “mercados eficientes”, contradictoria y diseminada en la profesión y la reglamentación, como repertorio común con aspectos morales y políticos, es así central en la distribución de recursos globales efectuada por la industria financiera. Esta noción articula los límites del imaginario financiero oficial, según el cual si la eficiencia se realiza, la industria financiera “crea valor”, y en caso contrario, está en una “crisis” de la que solo se puede salir volviendo a las condiciones de eficiencia.

### **La distribución del crédito entre “creación de valor” y “crisis”**

Según las teorías liberales de las que deriva la teoría financiera estándar, el funcionamiento correcto de los mercados, cuya eficiencia permitiría que los precios reflejen toda la información disponible y sirvan de señal para la adjudicación óptima de recursos sociales, conlleva a una “creación de valor”, que Adam Smith llamaba “creación de riqueza” (Smith, 1991 [1776]). En la práctica cotidiana de los empleados como los del equipo ABS, la expresión “creación de valor” se utilizaba para designar tanto los beneficios de su empleador, Acme, como de los clientes de la empresa. Estos beneficios se traducían generalmente en bonos para los empleados, y suponían a la vez, que la sociedad en su conjunto se beneficiaba de la actividad de la industria financiera, cuyos beneficios serían la prueba de su buen funcionamiento. Estos cuatro objetivos de la “creación de valor” suelen implicarse los unos a los otros a través de la noción de eficiencia de los mercados (Ortiz, 2013). Es dentro de este marco que la reglamentación financiera, la teoría financiera estándar, y los empleados de la industria financiera, utilizan la noción de “crisis”, para designar una ruptura de la “creación de valor”, cuya “solución” solo podría pasar por la reafirmación del marco de la eficiencia de los mercados (Ortiz, 2012; 2014b). Los conceptos de “creación de valor” y “crisis” eran movilizados por los

empleados para justificar sus prácticas cotidianas en diferentes situaciones, como contenido de material publicitario, y como manera de darle sentido a lo que, en la época en que fueron realizadas estas observaciones, se consideraba como la “mayor crisis financiera desde 1929”, es decir la “burbuja Internet”. La noción de “burbuja”, en sí misma ligada a la idea de una “normalidad” en la que los precios representarían correctamente el valor, designaba la fuerte subida de los precios de las acciones ligadas a Internet, en el momento de la expansión de este sistema de comunicación, a partir de mediados de los años 90, y su caída a partir de 2000, hasta el año 2003.

Poco antes del cambio de poder en la cima de Acme, Fernand, el director del departamento de Adjudicación, en una entrevista, sin que yo supiera que iba a ser remplazado, desarrolló una visión de la “crisis de Internet” dentro del marco de la teoría de los mercados eficientes.

*Uno ve bien toda la fuerza del sistema, es decir su capacidad de jerarquizar la rentabilidad y por ende imponer una verdadera disciplina, un verdadero rigor [...] Fuimos capaces de jerarquizar, pero al mismo tiempo fuimos capaces de equivocarnos colectivamente en proporciones, yo diría, que con la distancia parecen inverosímiles, por la ceguera, la estupidez, la sobrereacción, todo lo que usted quiera [...] La industria financiera, por su globalización y por su apuesta en auto-competencia, exageró. Y pienso que es una lógica fundamental de esta actividad. Es decir que creo que en sus tendencias no se equivoca, pero por otro lado, siempre exagera [...] Los mercados aumentaron el nivel de exigencia, obligaron a movimientos de transparencia más importante, provocaron una mejor eficacia del capital, como se dice, pero efectivamente hubo situaciones de exceso.*

Según Fernand, la “crisis”, definida por una variación “excesiva” de los precios, se inscribía en el movimiento de largo plazo de la eficacia de los mercados, y según el, la única solución mientras la industria financiera se reponía de sus pérdidas, era bajar los costos de funcionamiento, a la espera de que la actividad, sin cambio fundamental, retomara el camino de la eficacia de la adjudicación del capital. Nicole, que lo remplazaría poco después de esta entrevista, me había dado otra entrevista en la que movilizaba otra noción de la eficiencia de los mercados para fortalecer su propia estrategia. Retomando la idea de que los precios evolucionan de manera “aleatoria”, afirmaba que los gerentes de fondos están en una situación en la que no “controlan nada”, con lo cual, la única manera de responder a variaciones de precios como la de la “crisis” era desarrollar productos con base estadística

para mitigar estos movimientos, es decir “desarrollar el uso de productos derivados”.

En los dos casos, diferentes maneras de utilizar la noción de “eficacia de los mercados” y su consiguiente “creación de valor” eran movilizadas como única respuesta a la “crisis”, cuya característica fundamental se limitaba a una variación de los precios que se desviaba demasiado de los “fundamentales” y por ende no permitía que llevaran a cabo su función política de “señal” para la adjudicación de los recursos. El aumento de los beneficios en el sector de los derivados de crédito a principios de los años 2000 aparecía por ende como la respuesta del “mercado eficiente” compuesto por la industria financiera a su propia “crisis”. Acme llegó a esta situación más tarde que otros grandes actores globales, lo que le permitió sobrevivir a la siguiente “crisis” de 2007-2008. Entre 2004 y 2007, los fondos gestionados por el equipo ABS subieron de 5,000 millones a 7,000 millones de euros. En los dos años después de la “crisis”, el valor de mercado de esos activos había caído a 5,000 millones. Acme tomó esa pérdida en sus propias cuentas, para guardar sus clientes grandes, poniendo así en evidencia que su actividad como “representante” de los intereses de sus clientes, en tanto que actividad comercial, iba más allá que la simple relación legal establecida en los contratos, y se inscribía en un negocio de largo plazo.

Algo similar ocurrió cuando los estados salvaron a los bancos que quedaron en bancarota por sus inversiones en derivados de crédito (Campbell, 2011; Guillén y Suárez, 2010; Holmes, 2009; Ortiz, 2012, Underhill y Blom, 2012). El cambio temporal de dueño no indujo ninguna transformación fundamental de los métodos de evaluación e inversión, y luego los bancos fueron reprivatizados para seguir con su misma actividad. Una vez que los beneficios habían vuelto, la “crisis” había pasado y se podía considerar que la industria financiera retomaba con la eficiencia de los mercados y su adjudicación óptima de los recursos monetarios a nivel global. Esto silenciaba las fuertes desigualdades en la distribución de los recursos antes de la “crisis”, considerada como el resultado deseado de los “mercados eficientes” y su “creación de valor”, y el hecho de que esta desigualdad continuó una vez la “crisis” terminada. De esta manera, las nociones de “inversor”, “mercado eficiente”, “valor” y “crisis” constituyen balizas que limitan la imaginación financiera producida por la industria y la reglamentación financiera, y que tienden a legitimar, con un discurso que conjuga los repertorios de lo técnico, lo moral y lo político, una producción de violentas jerarquías sociales a través de una distribución desigual de recursos monetarios a nivel global.

## Conclusión

Este artículo muestra que los conceptos de “inversor”, “mercado”, “valor” y “crisis” son fundamentales en los procedimientos y razonamientos de la actividad cotidiana de los empleados de la industria financiera encargados de distribuir recursos monetarios en un espacio global. Estos conceptos tienen múltiples sentidos contradictorios y parcialmente desconectados, que se articulan según las lógicas organizacionales y comerciales de las empresas de la industria financiera, con componentes políticos y morales ligados a las filosofías liberales de las cuales derivan. Más allá de la sinceridad o el uso táctico de estos conceptos, constituyen las referencias narrativas, pero también prácticas, que demarcan los límites de lo legítimo en la práctica profesional.

A través de su utilización, los empleados de la industria financiera son erigidos por la reglamentación, y se comprenden a sí mismos, como los expertos que representan los intereses de las personas que les delegan su dinero, y cuyas actividades profesionales deben orientar el crédito de manera óptima para la sociedad global. La aplicación estandarizada, burocrática, en torno a luchas de poder por posiciones, salarios, bonos y prestigio dentro del espacio social cerrado de la industria financiera dista mucho de la utopía liberal de mercados en los cuales se encuentran propietarios de capital libres de actuar con su propio dinero. Sin embargo, estos conceptos limitan los debates sobre la legitimidad de la desigualdad que resulta de su aplicación por la industria financiera, perpetuando así jerarquías sociales con su carga de violencia.

Esto implica que estos conceptos no pueden ser utilizados por los investigadores en ciencias sociales cuando analizan la industria financiera, sino que deben ser comprendidos como las maneras, múltiples, lábiles y contradictorias, en que los empleados de esta industria le dan sentido a sus prácticas profesionales. Retomar estos conceptos como útiles analíticos hace correr el riesgo a la investigación de reproducir sus límites y las legitimidades implícitas que llevan consigo. Este texto espera poder contribuir a esa reflexividad.

## Referencias

- ABDELAL, Rawi. *Capital rules: the construction of global finance*. Cambridge: Harvard University Press, 2007.
- AMYX, Jennifer. A. *Japan's financial crisis: institutional rigidity and reluctant change*. Princeton: Princeton University Press, 2004.

- CAMPBELL, John L. The US financial crisis: lessons for theories of institutional complementarity. *Socio-economic Review*, v. 9, n. 2, p. 211-234, 2011 <[10.1093/ser/mwq034](https://doi.org/10.1093/ser/mwq034)>.
- CARRUTHERS, Bruce. G.; JEONG-CHUL, Kim. The sociology of finance. *Annual Review of Sociology*, v. 37, p. 239-259, 2011.
- CLARK, Gordon. L. *Pension fund capitalism*. Oxford: Oxford University Press, 2000.
- DE GOEDE, Marieke. *Virtue, fortune and faith: a genealogy of finance*. Minneapolis, London: University of Minnesota Press, 2005.
- DODD, Nigel. *The social life of money*. Princeton: Princeton University Press, 2014.
- FOUCAULT, Michel. *Naissance de la biopolitique: cours au Collège de France, 1978-1979*. Paris: Gallimard, 2004.
- FOURCADE, Marion. Cents and sensibility: economic valuation and the nature of “Nature”. *American Journal of Sociology*, v. 116, n. 6, p. 1721-1777, 2011 <[10.1086/659640](https://doi.org/10.1086/659640)>.
- GODECHOT, Olivier. *Working rich, salaires, bonus et appropriation du profit dans l'industrie financière*. Paris: Editions La Découverte, 2007.
- GUILLÉN, Mauro F.; SUÁREZ, Sandra L. The global crisis of 2007-2009: markets, politics, and organizations. *Research in the Sociology of Organizations*, v. 30A, p. 257-279, 2010 <[10.1108/S0733-558X\(2010\)000030A012](https://doi.org/10.1108/S0733-558X(2010)000030A012)>.
- GUYER, Jane, I. *Marginal Gains. Monetary transactions in Atlantic Africa*. Chicago: The University of Chicago Press, 2004.
- GUYER, Jane. I. Terms of debate versus words in circulation: some rhetorics of the crisis. In: James G. Carrier (org.). *A handbook of economic anthropology*. 2. ed. Cheltenham: Edward Elgar, 2012. p. 612-625.
- GUYER, Jane. I. *Legacies, logics, logistics: essays in the anthropology of the platform economy*. Chicago: The University of Chicago Press, 2016.
- KRIPPNER, Greta R. *Capitalizing on crisis: the political origins of the rise of finance*. Cambridge: Harvard University Press, 2011.
- HART, Keith. Heads or Tails? The two sides of the coin. *Man*, v. 21, n. 4, p. 637-656, 1986 <[10.2307/2802901](https://doi.org/10.2307/2802901)>.
- HART, Keith; ORTIZ, Horacio. The anthropology of money and finance: between ethnography and world history. *Annual Review of Anthropology*. n. 43, p. 465-482, 2014 <[10.1146/annurev-anthro-102313-025814](https://doi.org/10.1146/annurev-anthro-102313-025814)>.
- HERTZ, Ellen. *The trading crowd: an ethnography of the Shanghai Stock Market*. Cambridge UK: Cambridge University Press, 1998.
- HO, Karen. *Liquidated: an ethnography of Wall Street*. Durham: Duke University Press, 2009.
- HOLMES, Douglas R. Economy of words. *Cultural Anthropology*, v. 24, n. 3, p. 381-419, 2009.
- HOLMES, Douglas R. *Economy of words: communicative imperatives in central banks*. Chicago: The University of Chicago Press, 2013.

- LIPUMA, Edward; LEE, Bernard. *Financial derivatives and the globalization of risk*. Durham: Duke University Press, 2004.
- MACKENZIE, Donald. *An engine not a camera: how financial models shape markets*. Cambridge: The MIT Press, 2006.
- MACKENZIE, Donald. The credit crisis as a problem in the sociology of knowledge. *American Journal of Sociology*, v. 116, n. 6, p. 1778-1841, 2011 <[10.1086/659639](https://doi.org/10.1086/659639)>.
- MAURER, Bill. Repressed futures: financial derivative's theological unconscious. *Economy and Society*, v. 31, n. 1, p. 15-36, 2002 <[10.1080/03085140120109231](https://doi.org/10.1080/03085140120109231)>.
- MAURER, Bill. Finance 2.0. In: James C. Carrier (org.). *A handbook of economic anthropology*. 2. ed. Cheltenham: Edward Elgar, 2012. p. 183-201.
- MONTAGNE, Sabine. *Les fonds de pension: entre protection sociale et spéculation financière*. Paris: Editions Odile Jacob, 2006.
- MONTAGNE, Sabine; ORTIZ, Horacio. Sociologie de l'agence financière: enjeux et perspectives. *Sociétés Contemporaines*, n. 92, p. 7-33, 2013 <[10.3917/soco.092.0007](https://doi.org/10.3917/soco.092.0007)>.
- MÜLLER, Lúcia. *Mercado exemplar: um estudo antropológico sobre a Bolsa de Valores*. Porto Alegre: Editora Zouk, 2006.
- MUNIESA, Fabián. Market technologies and the pragmatics of prices. *Economy and society*, v. 36, n. 3, p. 377-395, 2007 <[10.1080/03085140701428340](https://doi.org/10.1080/03085140701428340)>.
- ORTIZ, Horacio. Anthropology – of the financial crisis. In: James Carrier (org.). *A handbook of economic anthropology*. 2. ed. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2012. p. 585-596.
- ORTIZ, Horacio. Financial value: economic, moral, political, global. *HAU Journal of Ethnographic Theory*, v. 3, n. 1, p. 64-79, 2013 <[10.14318/hau3.1.005](https://doi.org/10.14318/hau3.1.005)>.
- ORTIZ, Horacio. *Valeur financière et vérité: enquête d'anthropologie politique sur l'évaluation des entreprises cotées en bourse*. Paris: Presses de Science Po, 2014a.
- ORTIZ, Horacio. The limits of financial imagination: free investors, efficient markets and crisis. *American Anthropologist*, v. 116, n. 1, p. 38-50, 2014b <[10.1111/aman.12071](https://doi.org/10.1111/aman.12071)>.
- REDDY, Yaga Venugopal. *India and the global financial crisis: managing money and finance*. London: Anthem Press, 2009.
- PREDAL, Alex. *Framing Finance: the boundaries of markets and modern capitalism*. Chicago: University of Chicago Press, 2009.
- RILES, Anelise. *Collateral knowledge: legal reasoning in the global financial markets*. Chicago: The University of Chicago Press, 2011.
- SMITH, Adam. *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. New York: Prometheus Books, 1991 [1776].
- UNDERHILL, Geoffrey R. D.; BLOM, Jasper. The international financial architecture: plus ça change...? In: Renate Mayntz (org.). *Crisis and control: institutional change in financial market regulation*. Frankfurt am Main: Campus Verlag, 2012. p. 279-293.

WHITLEY, Richard. The transformation of business finance into financial economics: the roles of academic expansion and changes in U.S. capital markets. *Accounting, Organizations and Society*, v. 11, n. 2, p. 171-192, 1986.

ZALOOM, Caitlin. *Out of the pits, traders and technology from Chicago to London*. Chicago: The University of Chicago Press, 2006.

ZELIZER, Viviana. *The purchase of intimacy*. Princeton: Princeton University Press, 2005.

ZELIZER, Viviana. *Economic lives: how culture shapes the economy*. Princeton: Princeton University Press, 2009.

Recibido el: 31 ago. 2016

Aprobado el: 15 dic. 2016

Autor correspondiente:

Horacio Ortiz

Fahuazhen lu 457, Bld. 8, Apt. 502

Shanghai 200052, China