

# **CRISIS MUNDIAL ELEMENTOS PARA SU ANÁLISIS**

Autores: Enrique Arceo  
Claudio Golonbek  
Romina Kupelian

**Documento de Trabajo Nº 26 - Julio de 2009**





DIRECTOR

GUILLERMO WIERZBA

INVESTIGADORES

CLAUDIO CASPARRINO

MARÍA JOSÉ CASTELLS

JORGE GAGGERO

CLAUDIO GOLONBEK

ROMINA KUPELIAN

RODRIGO LÓPEZ

MARÍA ANDREA URTURI

MARÍA AGUSTINA ZELADA

INVESTIGADORES INVITADOS

ENRIQUE ARCEO

ESTELA DEL PINO SUAREZ

CONSEJO ACADÉMICO

JUAN JOSÉ DEU PEYRES

ROBERTO FRENKEL

ALFREDO T. GARCÍA

MATÍAS KULFAS

*Las opiniones vertidas en el trabajo son exclusivas de los autores y no necesariamente coinciden con las de las entidades patrocinantes del Centro.*

*Para comentarios, favor dirigirse a: [informacion@cefid-ar.org.ar](mailto:informacion@cefid-ar.org.ar)*

<b>Introducción</b>	<b>4</b>
<b>I.- Acerca del abordaje del análisis de las causas de la crisis</b>	<b>6</b>
I.I.-La explicación ‘ortodoxa’ de la actual crisis	6
I.II.- Desequilibrios internacionales y el régimen de acumulación dominante a nivel mundial.	13
I.III.- La necesidad de un análisis alternativo	20
<b>II.- Origen y desarrollo de la crisis</b>	<b>29</b>
II.I-La economía norteamericana, de la burbuja del punto.com a la burbuja de las hipotecas <i>subprime</i> .	29
II.II.- Las finanzas y el desarrollo de la burbuja de las hipotecas <i>subprime</i>	44
II.III- De la crisis de las hipotecas <i>subprime</i> al colapso del sistema de crédito.	50
<b>III.- Las consecuencias de la crisis en el mediano plazo</b>	<b>54</b>
<b>Bibliografía Citada</b>	<b>63</b>

## Introducción

El mundo está experimentando una recesión global que ha tenido su desencadenante en Estados Unidos y que se ha propagado con una inusitada velocidad. Se trata, por su profundidad, generalidad y duración, de la recesión más importante desde los años treinta y su génesis, la eficacia de las medidas adoptadas para frenarla y su probable duración son hoy objetos de intensas discusiones.

El presente trabajo pretende aportar algunos elementos acerca de las causas de la crisis y analizar, en función de ellos, sus probables consecuencias de mediano plazo. No se abordan, en cambio, las medidas implementadas en los diversos países para contener y revertir la recesión, ni el impacto diferencial de la misma en las distintas regiones; existe una amplia bibliografía al respecto y pocos elementos, aún, para realizar una adecuada evaluación.

El texto, que se divide en tres secciones, contiene abundantes referencias empíricas que responden al propósito de enriquecer una discusión donde, a menudo, la atribución de una relación causal a la correlación de algunas variables sustituye el análisis detallado de los procesos y de las conexiones entre sus diversos elementos.

La *primera sección* parte del análisis 'ortodoxo' acerca del rol determinante, en la crisis, de los desequilibrios internacionales generados por los países periféricos; luego se examinan esos desequilibrios como un efecto del régimen dominante de acumulación a nivel mundial, en cuya estructuración juegan un rol esencial los estados centrales y las exigencias del capital transnacional. Se fundamenta en base a ello, la necesidad de partir, para el análisis de la crisis, de las contradicciones que enfrentó, en las últimas décadas, el proceso de acumulación en Estados Unidos, es decir, la economía hegemónica.

La *segunda sección* examina, partiendo de esta óptica y también en tres acápites, los elementos determinantes del estallido de la crisis. El primero está referido a las

características que ha revestido el proceso de acumulación en Estados Unidos -a partir del inicio en 1995/1996 de la burbuja del *punto.com*- y la necesidad que ella ha generado de recurrir a un acelerado e insostenible endeudamiento de los hogares para mantener la expansión y el empleo. La segunda se refiere a los mecanismos financieros que sostuvieron y estimularon el endeudamiento y que, finalmente, transformaron una inevitable recesión por contracción del sector construcción (*real estate*) en un virtual colapso del conjunto del sistema financiero norteamericano. La tercera sección hace una rápida revisión del encadenamiento de sucesos que detona la crisis mundial en 2007.

La *tercera sección*, finalmente, examina las probables consecuencias de la crisis, a mediano plazo, para los países periféricos y el orden económico internacional en su conjunto.

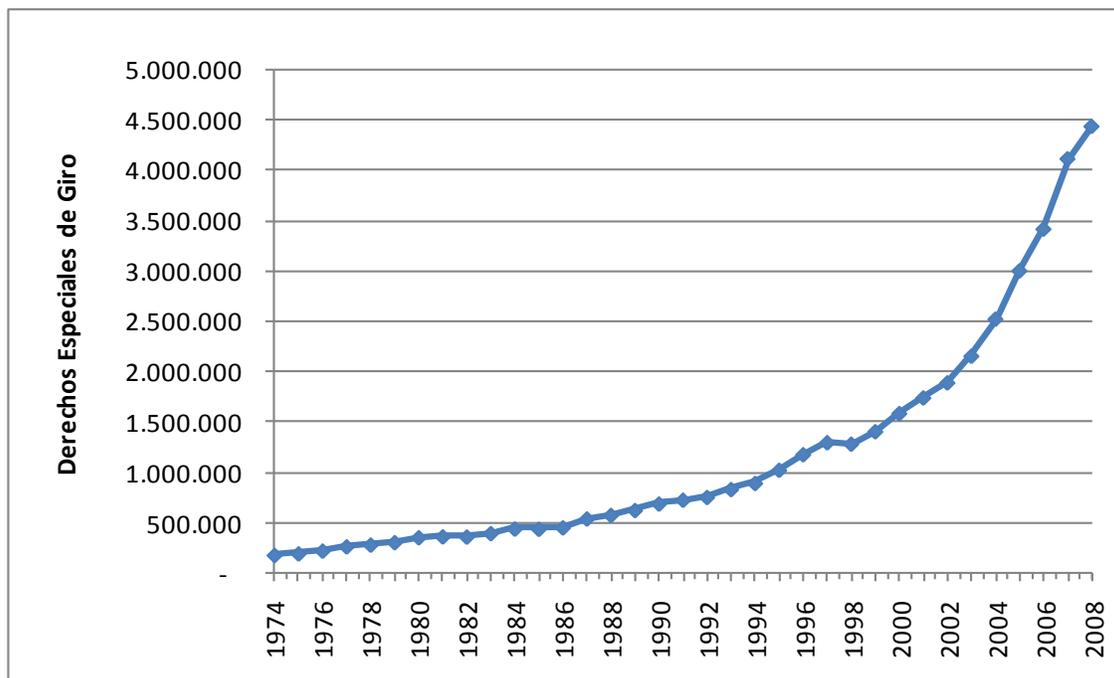
## I.- Acerca del abordaje del análisis de las causas de la crisis

### I.1.-La explicación 'ortodoxa' de la actual crisis

La burbuja de las hipotecas *subprime* en la economía norteamericana, cuyo estallido ha sido el detonante de la actual crisis mundial, no habría, sin duda, podido alcanzar la magnitud que efectivamente tuvo sin la existencia de una elevada liquidez internacional –medida tal como lo hace el FMI, por el monto de las reservas internacionales- (Gráfico N° 1) y de una persistente caída en las tasas de interés de corto y largo plazo, fenómenos estrechamente relacionados y que, por lo menos, facilitaron su desarrollo, o fueron, según algunos análisis, determinantes de éste .

Gráfico N° 1. Evolución de las Reservas Internacionales. Período 1974-2008.

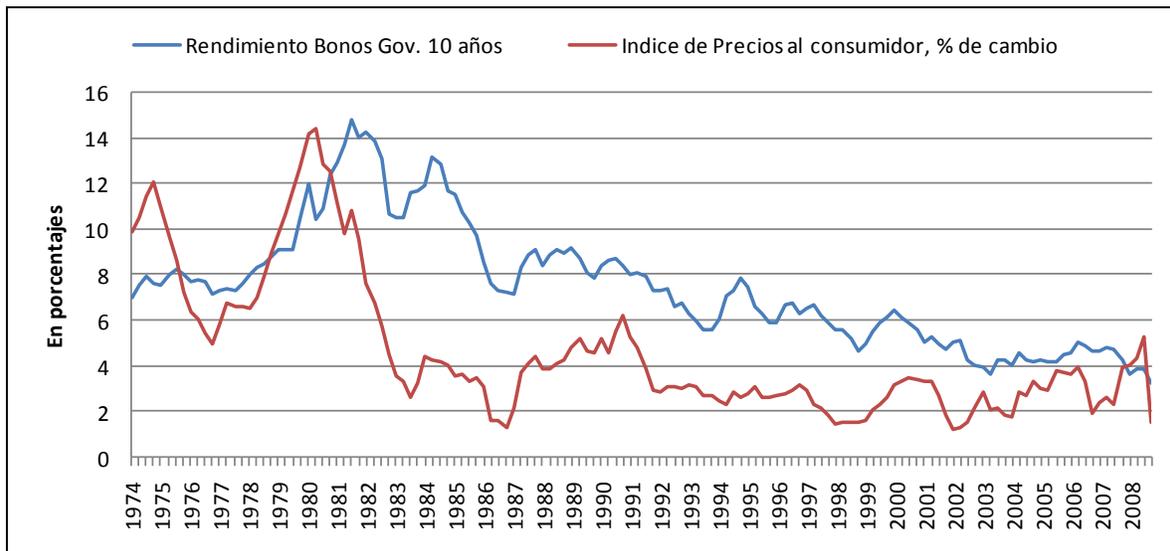
Millones de derechos especiales de giro.



Fuente: Fondo Monetario Internacional. International Financial Statistics

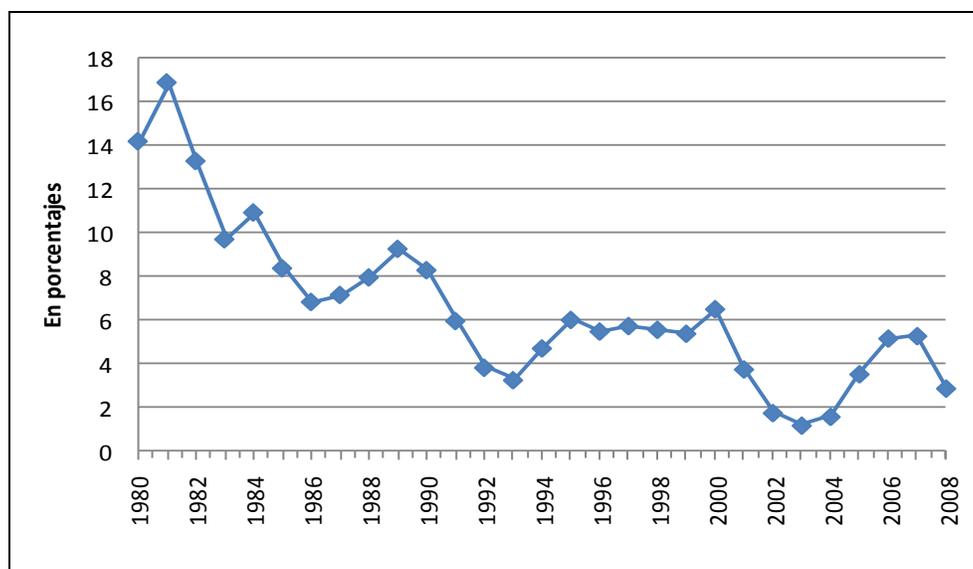
Las reservas internacionales crecieron entre 1980 y 1989 a una tasa anual del 7,1%; del 8% entre 1990 y 1999 y del 15% entre 2000 y 2008 (21% anual entre 2003 y 2007). A su vez, el rendimiento de los bonos del tesoro norteamericano a 10 años experimentó, desde 1986, una caída superior al 50% y en términos reales un descenso sustancialmente superior si se lo mide en relación a la evolución del índice de precios al consumidor (Gráfico N° 2). La tasa *LIBOR* por su parte, en términos nominales, experimentó una evolución similar, con una caída particularmente significativa entre 2000 y 2004 (Gráfico N° 3).

Gráfico N° 2. Estados Unidos, rendimientos de los bonos del gobierno a 10 años y variación del índice de precios al consumidor. Datos trimestrales. Período 1974-2008. Porcentajes.



Fuente: Fondo Monetario Internacional. International Financial Statistics

Gráfico N° 3. Evolución de la Tasa LIBOR a 3 meses en dólares norteamericanos Período 1980-2008. Porcentajes.



Fuente: Fondo Monetario Internacional. International Financial Statistics

El incremento de las reservas y el descenso en la tasa de interés han estado ligados a crecientes desequilibrios en los intercambios internacionales. Los déficits de Estados Unidos representaron 5,8% de las exportaciones mundiales en el período 1996-98; 9,2% en 1999-2001; 9,4 % en 2002-2004 y 10,3% en 2005-07.<sup>1</sup>

Este incremento de los desequilibrios es considerado por la visión económica dominante como el elemento determinante, a nivel macroeconómico, de las modalidades adoptadas por el crecimiento de la economía norteamericana desde 1995 y de su reciente desenlace en una crisis financiera que deviene mundial. La opinión del BIS (*Bank for International Settlements*)<sup>2</sup> sistematiza las hipótesis más generalizadas acerca del origen de la crisis, sosteniendo que: "...podemos dividir las causas de la actual crisis en dos amplias categorías: macroeconómicas y microeconómicas. Las causas macroeconómicas caen dentro de dos grupos: problemas asociados con la acumulación de desequilibrios

<sup>1</sup> Cálculo propio en base a datos del Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics

<sup>2</sup> Bank for International Settlements, (2009), *79<sup>th</sup> Annual Report, 1 April 2008-31 March 2009*, Basilea, Junio.

*internacionales... y las dificultades creadas por el largo período de bajas tasas reales de interés. Las causas microeconómicas recaen en tres áreas: incentivos, medición del riesgo y regulación” Y, refiriéndose a las causas macroeconómicas señala que el origen de los desequilibrios fue intensamente debatido. “Una hipótesis ha sido que provienen de una superabundancia global de ahorro que, a su turno, fue consecuencia del crecimiento de la tasa de ahorro en los mercados emergentes. Otra proposición fue que deriva de la escasez mundial de oportunidades de inversión. Una tercera candidata fue el deseo de los países emergentes en rápido crecimiento de activos líquidos de bajo riesgo e internacionalmente diversificados. Y la cuarta posibilidad fue que las economías emergentes estaban acumulando reservas para combatir la apreciación de sus monedas que naturalmente debería haber acompañado los excedentes de cuenta corriente asociados con su crecimiento conducido por las exportaciones. Relacionada con esta última óptica está la posibilidad que los países emergentes vean esta acumulación de reservas como una bienvenida coraza para protegerlos contra una súbita reversión de los flujos de capital como la ocurrida durante la crisis de Asia.”<sup>3</sup>*

El razonamiento común que subyace a estas hipótesis está perfectamente explicitado en una conferencia pronunciada en el año 2005, Ben S. Bernanke (BSB) -en ese momento gobernador de la Reserva Federal de Estados Unidos-, quien sostuvo que el creciente déficit en la cuenta corriente en los Estados Unidos y la relativamente baja tasa de interés real prevaleciente en el mundo eran resultado de una sobreabundancia de ahorro global que impulsaba la inversión en viviendas en los Estados Unidos y el gasto en consumo de los hogares norteamericanos.<sup>4</sup>

La balanza comercial de Estados Unidos, afirmó BSB, ha estado pasivamente determinada por los ingresos externos e internos, los precios de los activos, las tasas de interés y los tipos de cambio, que son el producto de fuerzas más fundamentales.<sup>5</sup>

---

<sup>3</sup> *Idem*, pág. 5

<sup>4</sup> Ben S. Bernanke, (2005) “*The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*”, *The Federal Reserve Board*”, en *Sandridge Lecture*, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, Marzo (<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm>)

<sup>5</sup> *Idem* pág. 3. El texto ha sido traducido y resumido por los autores.

Sostiene que además ha existido en el mundo desde 1995/1997 una sobreabundancia de ahorro. Por una parte, esto es resultado del deseo, en muchos países avanzados, de incrementar el ahorro para hacer frente al aumento de las personas retiradas en relación a las activas y de la existencia, fuera de Estados Unidos, de bajas perspectivas de retorno de la inversión doméstica como consecuencia del lento crecimiento o declinación de la fuerza de trabajo y las altas relaciones capital/ trabajo.

Por otra parte, y éste es el factor fundamental a juicio de Bernanke, el mundo en desarrollo se ha transformado, en virtud de sus excedentes en cuenta corriente, en un oferente de fondos en los mercados internacionales de capital. Para este economista, la razón básica fueron la serie de crisis financieras experimentadas durante los años noventa como consecuencia de un uso no siempre productivo de las entradas de capitales y un pobre gobierno de los sistemas bancarios. En respuesta a estas crisis, los países emergentes eligieron o fueron forzados a adoptar una nueva estrategia de gestión de los flujos internacionales de capital consistente en la constitución de elevadas reservas. Esta acción fue reforzada por intervenciones en el mercado de cambios para impedir la apreciación de las monedas y por una política orientada a reducir el peso de la deuda externa mediante una combinación de reducción del déficit fiscal y de emisión de deuda interna. Estos factores, aunados al incremento del precio del petróleo, han determinado un fuerte aumento en el saldo de la cuenta corriente de los países en desarrollo, que necesariamente fue acompañado de un deterioro en el saldo de los países desarrollados, resultado de un ajuste endógeno facilitado por las modificaciones en los precios de los activos y las tasas de cambio.

En esta misma línea argumental, el ajuste estuvo a cargo fundamentalmente, de los Estados Unidos y entre los años 1996 y 2000 el precio ascendente de las acciones jugó un rol central. El desarrollo y la adopción de nuevas tecnologías y el rápido incremento de la productividad tornaron a la economía de Estados Unidos extraordinariamente atractiva para los inversores internacionales, impulsando la apreciación de las acciones y del valor del dólar. El alto precio de las acciones aumentó la inclinación de los consumidores norteamericanos a gastar en bienes y servicios, incluidos

productos importados y el dólar 'fuerte' hizo las importaciones más baratas, generando un creciente desequilibrio en la cuenta corriente. *“Así el rápido incremento del déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos entre 1996 y 2000 fue alimentado en una medida significativa por el creciente ahorro global y el más fuerte interés de parte de los extranjeros por invertir en Estados Unidos”*.<sup>6</sup>

El debilitamiento de la inversión luego de la caída en el precio de las acciones, agrega Bernanke, no generó muchos cambios, aunque sí modificó el mecanismo de transmisión. La causa principal del bajo ahorro norteamericano fue, en vez del alto precio de las acciones, la baja tasa de interés. El efecto clave de la superabundancia global de ahorro ocurrió en el mercado de inversión residencial, donde la baja tasa de interés de las hipotecas posibilitó niveles records y fuertes ganancias en el precio de las viviendas.

Sin duda, afirmaba el actual Presidente de la FED, los efectos de los cambios globales en las cuentas corrientes tuvieron un efecto desproporcionado sobre Estados Unidos en relación a otros países industrializados. Ello es imputable a su atractivo como destino de la inversión durante el 'boom' tecnológico de los noventa; a la sofisticación de su mercado financiero y a que el rol del dólar como moneda de reserva determina que muchas economías emergentes usen el dólar como punto de referencia para la gestión del valor de sus monedas y dirijan sus flujos de capital hacia activos en dólares, tales como las obligaciones del tesoro norteamericano. Por otra parte, continúa expresando, la experiencia de Estados Unidos no ha sido única entre los países industrializados. Un número importante de ellos han visto incrementado su déficit en cuenta corriente. Las principales excepciones son Alemania y Japón, cuyas economías han crecido lentamente a pesar de tasas de interés muy bajas y no han experimentado una sustancial apreciación en el precio de las viviendas, ni en el patrimonio de los hogares.

La recomendación, en 2005 era básicamente estimular que los países en desarrollo volvieran a su más natural rol de demandantes de capital mediante la

---

<sup>6</sup> *Idem* pág. 7.

liberalización financiera y la adopción de políticas susceptibles de mejorar el clima para la inversión.

Las hipótesis indicadas por el BIS pueden fácilmente insertarse en esta explicación global, a la que, por ejemplo, los trabajos de Ricardo Caballero<sup>7</sup>, recogidos en la tercera hipótesis que presentamos en el campo de la 'ortodoxia' aportan matices diferenciales en cuanto a las causas de los flujos de capitales de la periferia al centro, sin alterar el esquema de análisis de sus efectos sobre los Estados Unidos. Este autor presta especial atención, a diferencia de lo que ocurre con Bernanke, a las burbujas financieras y desplaza el énfasis del exceso de ahorro a la insuficiencia de activos financieros susceptibles de servir de reserva de valor y de colateral para los hogares, los gobiernos, las corporaciones y los intermediarios financieros. Esta insuficiencia, sostiene, es esencialmente atribuible a los países en desarrollo y deriva de una variedad de deficiencias macroeconómicas, microeconómicas y políticas. Los inadecuados procesos de quiebra, la volatilidad macroeconómica crónica y los riesgos de expropiación reducen el valor y la seguridad de los activos locales y generan un flujo de capital hacia Estados Unidos, donde la expansión de las hipotecas *subprime* son, afirma, un intento fallido por parte del mercado para cerrar la brecha entre demanda y oferta de activos financieros.

El elemento central en todas estas explicaciones es la existencia de un desequilibrio en nivel mundial generado por los países en desarrollo, cuyo impacto ha determinado una evolución de la economía y las finanzas de los países centrales y en especial de los Estados Unidos, que culminó, finalmente, en la crisis, aunque no sin que interviniesen en su desarrollo y amplitud errores en materia de incentivos, medición del riesgo y regulación. Los debates están referidos, básicamente, a los factores por los cuales los países periféricos generan este desequilibrio.

---

<sup>7</sup> Caballero, Ricardo J., (2006), "On the Macroeconomica of Asset Shortages"; BEA (National Bureau of Economica Research), Diciembre (working paper 12573, <http://www.nber.org/papers/w12573>). Caballero, Ricardo J, Farbi, Emmanuel, Gourinchas, Pierre-Olivier, (2008) "Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances". Cabe señalar que con ocasión de la crisis argentina de los años 2001-2002, Ricardo Caballero y Rudi Dornbusch, profesores de la Universidad de Harvard y del MIT, respectivamente, publicaron un documento 'Argentina: un plan de rescate' que sugería "ceder transitoriamente la soberanía en el manejo de los asuntos financieros".

## I.II.- Desequilibrios internacionales y el régimen de acumulación dominante a nivel mundial.

Cabe observar, sin embargo, que el aporte efectuado por los países emergentes a la liquidez internacional está fundamentalmente determinado por las modalidades que asume el proceso de acumulación a nivel mundial y el papel que desempeñan en el mismo estos países. Es decir, por factores estructurales ligados al régimen mundial de acumulación que condiciona el accionar de estos países.

En 2005-2007 el 60% de la suma de los déficits en cuenta corriente (6.2% de las exportaciones mundiales) es imputable a los Estados Unidos (Cuadro N° 1). Para este mismo período, deben sumarse los excedentes (superávits) de China 2.2%, Alemania 1.6%, Japón 1.5% y Arabia Saudita 0.8% para alcanzar una proporción similar en las exportaciones mundiales (Cuadro N° 2).

Cuadro N° 1. Promedio de los déficits en cuenta corriente de los 10 principales países deficitarios como porcentaje de la suma de los déficits y de las exportaciones mundiales. Períodos 1996-1998; 1999-2001; 2002-2004 y 2005-2007.

	Déficit como % de las exportaciones mundiales	Déficit como % de la suma total de los déficits		Déficit como % de las exportaciones mundiales	Déficit como % de la suma total de los déficits		Déficit como % de las exportaciones mundiales	Déficit como % de la suma total de los déficits		Déficit como % de las exportaciones mundiales	Déficit como % de la suma total de los déficits
	1996-1998			1999-2001			2002-2004			2005-2007	
Grecia	-0,1	1,5	Hungría	-0,1	0,7	Hungría	-0,1	0,9	Rumania	-0,1	1,2
Colombia	-0,1	1,6	Grecia	-0,1	1,6	Polonia	-0,1	1,0	Sudáfrica	-0,1	1,3
India	-0,1	1,7	Polonia	-0,2	1,7	Turquía	-0,1	1,0	Portugal	-0,2	1,6
Polonia	-0,1	1,7	Portugal	-0,2	2,0	México	-0,1	1,2	Francia	-0,2	1,6
Reino Unido	-0,1	1,8	Alemania	-0,3	3,0	Portugal	-0,1	1,6	Turquía	-0,3	2,5
Portugal	-0,1	2,1	México	-0,3	3,0	Grecia	-0,2	1,7	Grecia	-0,3	2,5
México	-0,2	2,8	España	-0,4	3,9	Italia	-0,2	2,1	Italia	-0,4	3,5
Alemania	-0,2	3,5	Brasil	-0,4	4,4	Reino Unido	-0,5	4,8	Reino Unido	-0,6	5,9
Brasil	-0,5	9,3	Reino Unido	-0,6	6,3	España	-0,5	5,0	España	-0,9	9,1
EE.UU.	-3,0	50,8	EE.UU.	-6,1	66,1	EE.UU.	-7,0	74,7	EE.UU.	-6,2	60,4

Fuente: Fondo Monetario Internacional. International Financial Statistics

Cuadro N° 2. Promedio de los Superávits en cuenta corriente de los 10 principales países superavitarios como porcentaje de la suma de los superávits y de las exportaciones mundiales. Períodos 1996-1998; 1999-2001; 2002-2004 y 2005-2007.

	Exce-dente % expor-tacio-nes mun-diales	Exce-dente % déficit total mun-dial		Exce-dente % expor-tacio-nes mun-diales	Exce-dente % déficit total mun-dial		Exce-dente % expor-tacio-nes mun-diales	Exce-dente % déficit total mun-dial		Exce-dente % expor-tacio-nes mun-diales	Exce-dente % déficit total mun-dial
	1996-1998			1999-2001			2002-2004			2005-2007	
Japon	1,7	-29,8	Japon	1,8	-19,3	Japón	1,8	-19,5	China	2,2	-21,1
Francia	0,6	-10,2	Rusia	0,6	-6,3	Alemania	0,9	-10,1	Alemania	1,6	-15,5
Italia	0,6	-9,8	Francia	0,5	-5,6	China	0,7	-7,0	Japón	1,5	-14,7
China	0,5	-8,0	Suiza	0,5	-5,0	Rusia	0,5	-5,8	Arabia Saudita	0,8	-7,6
Suiza	0,4	-7,4	Noruega	0,3	-3,7	Suiza	0,5	-5,7	Rusia	0,7	-6,9
Holanda	0,4	-6,3	China	0,3	-3,5	Arabia Saudi	0,4	-4,3	Holanda	0,5	-4,5
Singapur	0,3	-5,0	Corea	0,2	-2,7	Holanda	0,4	-4,0	Noruega	0,5	-4,5
Noruega	0,1	-2,2	Canada	0,2	-2,3	Noruega	0,4	-3,9	Suiza	0,4	-4,1
Finlandia	0,1	-2,0	Singapur	0,2	-2,1	Suiza	0,3	-2,8	Kuwait	0,4	-3,6
Suecia	0,1	-1,9	Holanda	0,2	-2,0	Singapur	0,2	-2,4	Suecia	0,3	-2,6

Fuente: Fondo Monetario Internacional. International Financial Statistics

Las únicas economías excedentarias no son, por consiguiente, las de los países emergentes. Pero si se consideran, en vez de los resultados en cuenta corriente, los balances globales (cuenta corriente, más errores y omisiones, más balance financiero), queda claro que los países desarrollados excedentarios, aunque en medida muy diferente, utilizan su excedente en cuenta corriente (que está lejos de ser poco significativo) para realizar inversiones netas en el exterior; lo mismo pasa con algunos países periféricos petroleros, cuya participación en el mercado mundial no depende de su nivel de salarios (Cuadro N° 3). Los excedentes en cuenta corriente de Alemania, Arabia Saudita, Holanda o Noruega no se traducen, por consiguiente en un aumento significativo de su nivel de reservas (Cuadro N° 4)<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> En algunos casos los excedentes se destinaron a la conformación de *Fondos Soberanos* como vehículos específicos de inversión.

Cuadro N° 3. Promedio de los saldos en cuenta corriente y del Balance Global de los 10 principales países superavitarios en los períodos 1996-1998; 1999-2001; 2002-2004 y 2005-2007. Miles de millones de dólares.

	Promedio saldo cuenta corriente	Promedio Balance global		Promedio saldo cuenta corriente	Promedio Balance global		Promedio saldo cuenta corriente	Promedio Balance global		Promedio saldo cuenta corriente	Promedio Balance global
	1996-1998			1999-2001			2002-2004			2005-2007	
Japón	93,8	11,9	Japón	107,4	55,2	Japón	140,2	131,4	China	261,97	305,30
Francia	32,0	8,7	Rusia	35,1	7,8	Alemania	72,8	0,0	Alemania	192,15	0,00
Italia	30,8	1,2	Francia	31,5	-3,2	China	50,0	132,7	Japón	182,26	30,28
China	25,2	24,6	Suiza	27,8	-2,1	Rusia	41,4	27,5	Arabia Saudita	94,74	2,20
Suiza	23,5	2,0	Noruega	20,5	2,4	Suiza	41,0	2,5	Rusia	85,00	107,12
Holanda	19,9	-3,6	China	19,7	22,3	Arabia Saudita	30,6	2,9	Holanda	56,42	-0,81
Singapur	15,7	6,2	Corea	14,9	23,4	Holanda	29,0	-0,5	Noruega	55,93	3,68
Noruega	7,0	-0,4	Canada	12,6	3,9	Noruega	28,3	4,1	Suiza	50,43	-4,79
Finlandia	6,3	-0,1	Singapur	11,9	3,4	Suecia	19,9	0,5	Kuwait	44,45	2,47
Suecia	6,0	-3,3	Holanda	10,9	-1,6	Singapur	17,0	6,7	Suecia	32,37	0,36

Fuente: Fondo Monetario Internacional. International Financial Statistics

Cuadro N° 4.- Reservas en porcentaje de las exportaciones mundiales en los países desarrollados, periféricos, petroleros y 10 principales países en cuanto al monto de sus reservas. Períodos 1996-98; 1999-2001; 2002-2004 y 2005-2007

	1996-1998		1999-2001		2002-2004		2005-2007
Mundo	23,3	Mundo	26,1	Mundo	56,0	Mundo	43,3
Economías avanzadas	14,9	Economías avanzadas	16,4	Economías avanzadas	32,2	Economías avanzadas	18,7
Países en desarrollo y emergentes	8,4	Países en desarrollo y emergentes	9,7	Países en desarrollo y emergentes	23,8	Países en desarrollo y emergentes	24,6
Países petroleros	1,3	Países petroleros	1,7	Países petroleros	4,3	Países petroleros	5,6
Japón	2,9	Japón	4,4	Japón	11,4	China	9,3
China	1,8	China	2,3	China,	7,7	Japón	7,3
Taiwan	1,2	Taiwan	1,4	Taiwan	3,5	CIS y Mongolia	2,9
Alemania	1,1	Hong Kong	1,3	Corea	2,8	Taiwan	2,2
Hong Kong	1,1	Corea	1,2	Hong Kong	2,0	Corea	1,9
EE.UU	1,0	Singapur	1,0	India	1,7	India	1,6
Singapur	1,0	EE.UU	0,9	Singapur	1,7	Singapur	1,1
España	0,8	Alemania	0,8	CIS y Mongolia	1,7	Hong Kong	1,1
Brasil	0,7	Francia	0,5	EE.UU	1,5	Brasil	0,9
Italia	0,6	India	0,5	Mexico	1,0	Malasia	0,7

Fuente: Fondo Monetario Internacional. International Financial Statistics

La mayoría de los países periféricos excedentarios, en cambio, son, además, receptores netos de capital y revisten la calidad de “*acreedores inmaduros*”.<sup>9</sup> Su sector privado no ha alcanzado el grado de concentración y centralización del capital necesario para su expansión en el exterior mediante inversiones directas y cuando la inversión está a cargo de empresas de propiedad pública, éstas suelen enfrentar, en especial en el caso de China, el veto del país receptor.<sup>10</sup> Tampoco pueden los capitalistas locales invertir con su propia moneda, debiendo asumir, si lo hacen en valores extranjeros, el riesgo, no improbable, dada la situación superavitaria del país, de una revaluación de la moneda local. Esto determina que el flujo excedentario de divisas se traduzca en una tendencia a la apreciación de la tasa de cambio que procura ser neutralizada por las autoridades mediante la compra de divisas y la posterior esterilización del flujo de moneda local resultante de esta intervención, a fin de preservar la contribución al crecimiento que realiza el sector exportador.<sup>11</sup> Lo cual resulta imprescindible en un marco institucional internacional donde los múltiples condicionamientos impuestos por la *Organización Mundial de Comercio* (OMC) tornan altamente dificultosas las políticas orientadas a impulsar el crecimiento y la diversificación de la estructura productiva en base a la expansión del mercado interno.

Rodrik señala que el crecimiento está ligado, hasta una fase relativamente elevada de desarrollo, a la diversificación de la estructura productiva<sup>12</sup>, lo cual indica que el mismo no está esencialmente sustentado en las ventajas comparativas estáticas y la especialización derivada de ellas. Sin embargo, esta diversificación es particularmente

---

<sup>9</sup> McKinnon, Ronald; Schnabl, Ghunter, (2009) “*China’s financial conundrum and global imbalances*”. Working Papers N° 277 Bank for International Settlements, Marzo

<sup>10</sup> Es el caso, por ejemplo, del intento, en 2005, por parte de la China Nacional Offshore Oil Corporation, de adquirir la firma norteamericana Unocal, determinando la incorporación en la Ley de Energía de cláusulas destinadas a bloquear la venta. En 2006, un intento similar por parte de la compañía de Emiratos Árabes Unidos, Dubái Ports World, de gestionar seis importantes puertos norteamericanos, debió también quedar sin efecto a fin de salvaguardar las relaciones entre la compañía y los Estados Unidos.

<sup>11</sup> Frenkel, Roberto (2007) “*La sostenibilidad de la política de esterilización*”, CEFID-AR, Documento de Trabajo N° 17, Agosto; También se puede mencionar Frenkel y Rappeti (2008).

<sup>12</sup> Rodrik, Dani, (2007), “*One Economics. Many Recipes. Globalization, Institutions and Economic Growth*”, Princeton University Press, USA, en base a datos aportados por un artículo de Jeans Imbs y Romain Wacziarg (2003, Stages of diversification, American Economy Review, 93.1:63-86), pág. 103.

difícil con aranceles varias veces menores que los aplicados, en similar fase de desarrollo, por los países actualmente industrializados<sup>13</sup> y con normas internacionales que “*forzaron a eliminar subsidios necesarios para la creación de nuevas industrias.*”<sup>14</sup> Esto refuerza la dependencia de los países periféricos respecto al crecimiento conducido por las exportaciones. El mismo deviene, en los casos más exitosos de desarrollo periférico, del recurso privilegiado para impulsar, con el apoyo de adecuados niveles de tipo de cambio y muy activas políticas industriales, la diversificación de la estructura productiva.

La acumulación de reservas por parte de los países periféricos excedentarios no es, por consiguiente, fundamentalmente, un resultado de las políticas aplicadas tras la reiteración de las crisis financieras, relacionadas, de forma estrecha, con la volatilidad de los flujos internacionales de capital. Se trata de un rasgo necesariamente ligado -en la medida que prosigan políticas de desarrollo-, a sus modalidades de inserción en la economía mundial. La atribución a éstos de los desequilibrios mundiales supone, implícitamente, en ausencia de propuestas de cambios sustantivos en el actual orden económico internacional, la pretensión de imponerles un veto adicional a sus posibilidades de desarrollo. Lo que no excluye señalar que, efectivamente, la muy desafortunada intervención del FMI en la crisis asiática de 1997 y la utilización por su parte de las condicionalidades para poner fin al modelo en que Corea del Sur había basado hasta entonces su extraordinaria expansión, determinó la adopción adicional, por la mayoría de los países en desarrollo, de una política precautoria de constitución de reservas a fin de evitar, en caso de una especulación contra su moneda, tener que recurrir a ese organismo.

Debe observarse, además, que los movimientos internacionales de capital no están necesariamente limitados por la magnitud de los desequilibrios en cuenta corriente. Las burbujas sobrevenidas en la economía norteamericana no son un caso excepcional. Constituyen, desde los años ochenta un fenómeno recurrente en la economía mundial y remiten, al proceso de internacionalización de los procesos productivos impulsado por los países centrales, pero también, y en una medida muy significativa, al predominio en éstos de un modo de acumulación donde coexiste una tendencia al incremento de la participación de los beneficios en el producto neto con un nivel de inversión relativamente

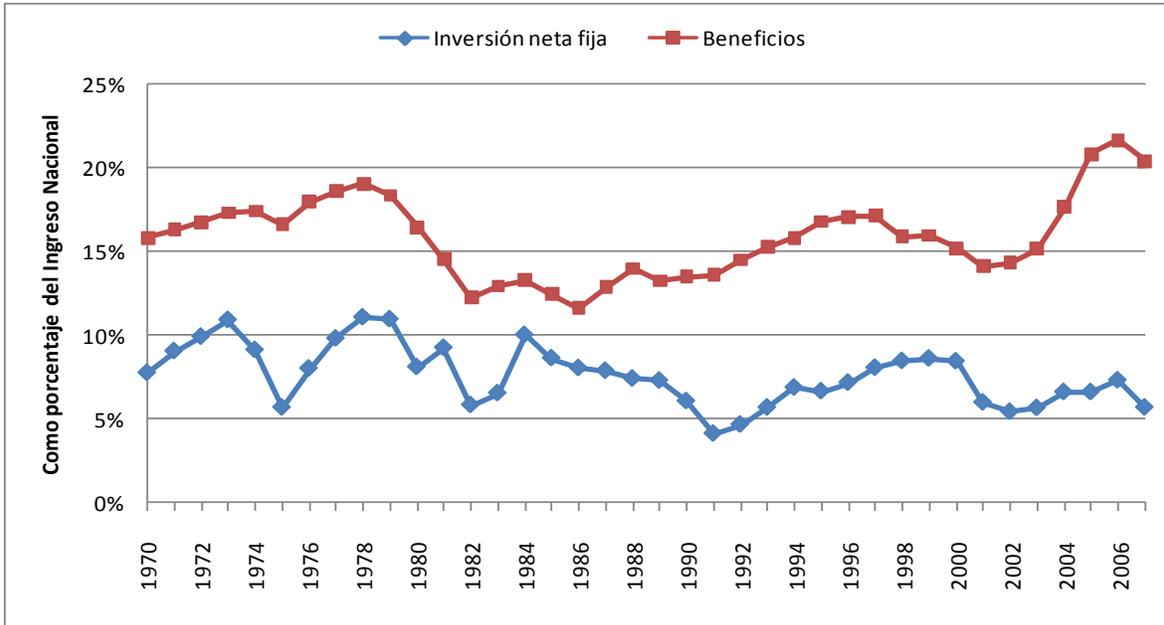
---

<sup>13</sup> Chang, Ha-Joon, (2002), “*Kicking away the Ladder. Development Strategy in Historical Perspective*” Anthem Press, London.

<sup>14</sup> Stiglitz, Joseph, (2009) “*Los mensajes tóxicos de Wall Street*”.

bajo, resultado, como indica Bernanke, de las limitadas oportunidades de inversión en esos países (Gráfico N°4, para el caso de los Estados Unidos).

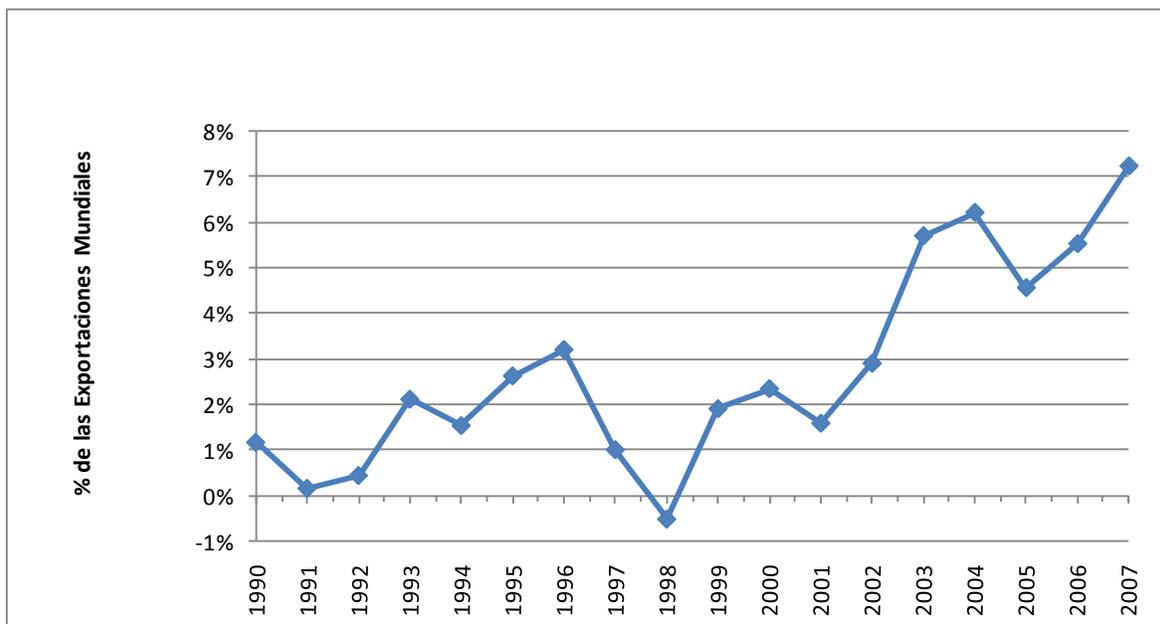
Gráfico 4.- Inversión neta fija y beneficios del sector privado en los Estados Unidos como porcentaje del ingreso nacional, en dólares corrientes. Período 1970-2007.



Fuente: cálculos propios en base a datos del Bureau of Economic Analysis

Esto último determina una plétora de capitales en busca de oportunidades de inversión en la esfera financiera, tanto en el plano interno como en el internacional. Los movimientos internacionales de capital serían igual a cero si se limitasen a transferir el excedente en cuenta corriente de los países superavitarios a los deficitarios y lo mismo ocurriría si el flujo de salida de capitales de algunos países por encima de su excedente en cuenta corriente fuese compensado, en otros, por la entrada de capital en exceso de su déficit. Pero el saldo neto de los balances globales es ampliamente positivo (Gráfico N° 5) y sólo algo menor, medido en porcentaje de las exportaciones mundiales, a la suma de los déficits en cuenta corriente (7% contra 9% de las exportaciones mundiales).

Gráfico N° 5. Suma de los balances globales de la totalidad de los países como porcentaje de las exportaciones mundiales. Período 1990-2007



Fuente: Fondo Monetario Internacional. International Financial Statistics

Se trata de un flujo de singular importancia, en su mayor parte proveniente de los países centrales, que ha estado ligado al desarrollo de múltiples burbujas en la economía mundial y que tiene similares efectos sobre la liquidez internacional<sup>15</sup> que los excedentes en cuenta corriente. Debiéndose subrayar que entre 1995 y 2000, pese al *boom* bursátil norteamericano, el saldo global de Estados Unidos fue de sólo 2380 millones de dólares (menos de 0,024 % del PBI del año 2000) y entre 2001 y 2007 resulta negativo en 12.070 millones de dólares. La abundante liquidez internacional permitió cubrir buena parte del déficit en cuenta corriente y posibilitó una tasa de interés relativamente reducida, pero, más allá de ello, los flujos internacionales de capital no pueden explicar un incremento en el valor de los activos financieros, entre 1995 y 2000, de 36.477 miles de millones de dólares, es decir, de 3,7 veces el PBI norteamericano del año 2000. La masa de capitales internos en busca de oportunidades rentables de inversión jugó, sin duda, un rol decisivo.

<sup>15</sup> La liquidez internacional puede ser objeto de múltiples definiciones. Ver, por ejemplo, la revisión de algunas de ellas que realizan Borja, Daniel Vincent; Goyeau, Daniel, (2005), “*Internacional Liquidity, Monetary Spillovers and Asset Prices, Asia*” (Link Programme. Asialink/Asie/B7-3010/2005/105-139) .

Hacer abstracción de la plétora de capitales a que da lugar, a partir de 1985, una recuperación de la tasa de ganancia en los países centrales asentada en el lento crecimiento del stock de capital fijo y la elevación de la participación de los beneficios<sup>16</sup> parece particularmente inadecuado. Especialmente, si la evolución de las economías centrales es atribuida a una acomodación pasiva a la superabundancia global de ahorro y la experimentada por múltiples economías periféricas a deficiencias en su regulación macroeconómica.

### **I.III.- La necesidad de un análisis alternativo**

Los desequilibrios globales pueden ser examinados desde la óptica del comercio o del ahorro. En definitiva lo único que indican las cuentas nacionales es que el déficit en cuenta corriente es idéntico al requerimiento de ahorro externo; la existencia del déficit puede entonces ser atribuida a una insuficiencia del ahorro local o a un declive en la competitividad internacional o la suma de ambos. A su vez, los nexos causales en nivel global pueden hacerse recaer en los déficits o en los excedentes. La elección depende de la perspectiva analítica que se elija. Y el empleo de una única perspectiva, lo cual no es imprescindible, lleva a interpretaciones elegantes, pero que descansan en supuestos difícilmente defendibles y que son incapaces de rendir cuenta de los múltiples factores determinantes del movimiento del conjunto de la economía mundial.

El crecimiento de esta última ha estado liderado, en las recientes décadas, por la expansión de la inversión extranjera directa, que crece más que el comercio internacional y por una expansión de éste, sustancialmente superior al de la producción. Esto refleja la instauración de una nueva división internacional del trabajo que tiene por eje la industria manufacturera y que se asienta en la internacionalización de los procesos productivos y el desplazamiento a la periferia, por el capital del centro, de los tramos de los procesos

---

<sup>16</sup> Arceo, Enrique, (2009), *“El fin de un peculiar ciclo de expansión de la economía norteamericana. La crisis mundial y sus consecuencias”*, en Arceo, Enrique, Basualdo, Eduardo, Arceo, Nicolás, *La crisis mundial y el conflicto del agro.*, Buenos Aires, Centro Cultural de la Cooperación Floreal Gorini, Página 12, Universidad Nacional de Quilmes.

productivos más intensivos en mano de obra. Pero se sustenta también en el desarrollo de un rápido proceso de industrialización en el este de Asia basado, en una medida no despreciable, en capital de origen local o regional y en políticas orientadas a estimular la creciente complejidad de los procesos industriales y de los productos exportados.

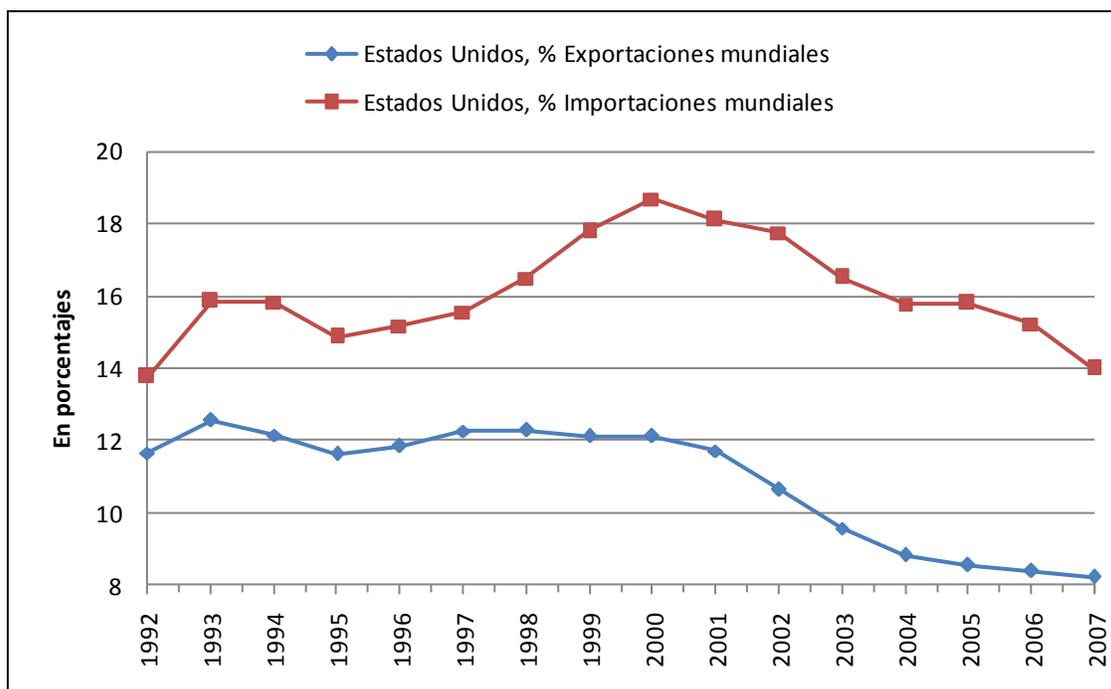
Esto implica que, a diferencia de la anterior división internacional del trabajo, centrada en los intercambios de manufacturas por productos primarios, la nueva división internacional del trabajo no es predominantemente complementaria, sino crecientemente competitiva entre el centro y la periferia y en el seno mismo de la periferia. Lo cual ejerce un indudable impacto, a nivel mundial, sobre los salarios, la ocupación y los precios de los productos industriales. Ello refuerza la tendencia al incremento de la participación de los beneficios y a la desigualdad de los ingresos resultantes de la aplicación de las políticas neoliberales, con la consiguiente búsqueda de la ampliación externa del campo de inversión por parte de los países centrales.

A su vez, el hecho que la nueva división internacional del trabajo resulte del intento del capital del centro de recuperar su tasa de ganancia mediante el acceso a mano de obra de bajo costo y de la liquidación con tal fin (FMI, Banco Mundial y OMC mediante) de todas las trabas que impedían su accionar y, en primer lugar, de las políticas proteccionistas implementadas durante la anterior fase de la economía internacional por las economías periféricas, acentúa la dependencia de estas respecto del crecimiento del comercio. La abrupta apertura de las economías periféricas ha dislocado y, en muchos casos, contraído su mercado interno y obligado a centrar el eje del proceso de acumulación en las exportaciones.

Además, a partir de la segunda mitad de los años noventa, Estados Unidos ha crecido más que el resto de los países centrales y su política económica ha estado fundamentalmente orientada a sostener la expansión mediante el estímulo a la inversión y el consumo, pese al creciente desequilibrio de su cuenta corriente.

Sus exportaciones apenas superan, en 2007, el 8 % de las exportaciones mundiales, pero sus importaciones alcanzan, el mismo año, el 14% de las importaciones mundiales (16% en promedio entre 1995 y 2007) (Gráfico N° 6).

Gráfico N° 6. Participación de los Estados Unidos en las exportaciones y las importaciones mundiales. Período 1992-2007



Fuente: Fondo Monetario Internacional. International Financial Statistics

El déficit norteamericano se extiende a todas las regiones (32% del mismo es con China, 17% con el resto de América del Norte, 14% con Europa; 10% con Japón) y se transformó en un poderoso motor del crecimiento de las exportaciones mundiales (este fue, entre 2001 y 2004, del 2,8% anual y del 12,4% entre 2005 y 2007).

La contrapartida ha sido una vigorosa, aunque muy desigual, expansión de las restantes regiones, liderada, en gran parte, por las exportaciones, ya sea que estas se apoyen directamente en el mercado norteamericano o en el mercado de los países que, como China, son grandes exportadores a ese país. Con el consiguiente aumento de sus

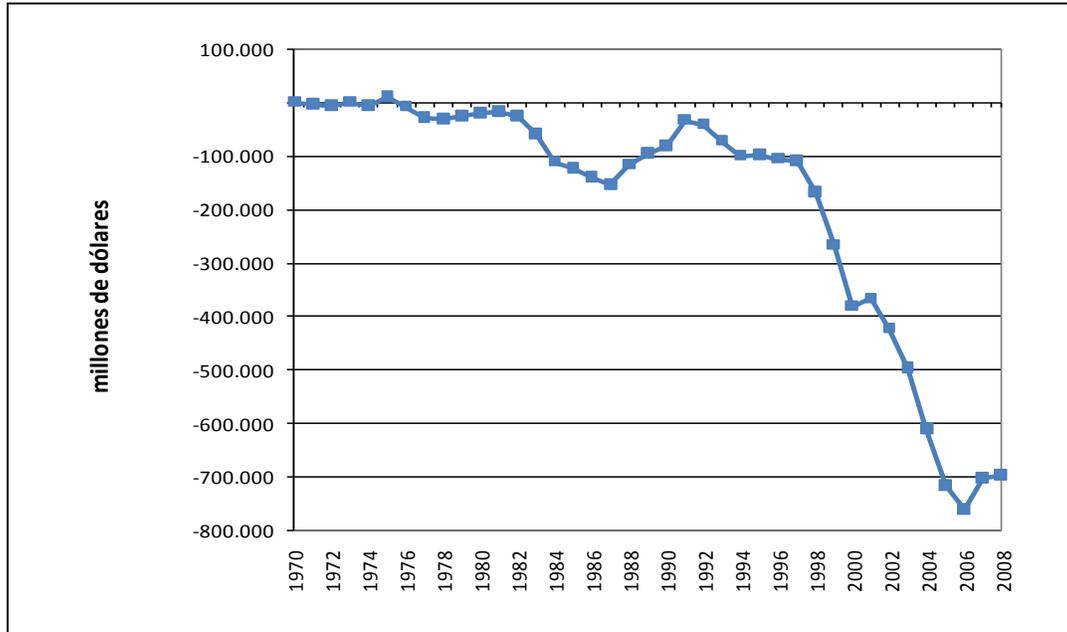
excedentes en cuenta corriente y también, en el caso de los países periféricos, por las razones ya señaladas, de sus reservas.

Sostener que el déficit de Estados Unidos ha sido el resultado de un acomodamiento pasivo a los efectos del incremento de la liquidez mundial es difícilmente defendible en vista de la muy activa política económica desarrollada por sus autoridades y de su impacto sobre la economía mundial. Como señalan Aglietta y Berrebi, "*El déficit corriente (de los Estados Unidos) es una variable endógena que depende del comportamiento de los agentes privados y del conjunto de la política económica...*"<sup>17</sup> Y, al respecto, el comportamiento de sus empresas ha sido un determinante fundamental de la magnitud del déficit en cuenta corriente. La balanza comercial estadounidense ha sido permanentemente deficitaria desde 1976 y entre 1995 y 2000 su déficit, como porcentaje del PBI, ha crecido a una tasa del 32% anual. A partir de 2001 y hasta 2006, pese a la disminución de la tasa de cambio real efectiva de su moneda, su crecimiento ha sido menor, aunque igualmente impresionante, 16% anual.

---

<sup>17</sup> Aglietta, Michel, Berrebi, Laurent (2007) "*Désordres dans le Capitalisme Mondial*", Paris, Éditions Odile Jacob, pág. 306)

Gráfico N° 7. Evolución del saldo comercial de los Estados Unidos. Millones de dólares. Período 1970-2008



Fuente: Bureau of Economic Analysis

Este desequilibrio ha sido paralelo a un acelerado proceso de disminución de la importancia relativa del sector manufacturero en su economía; el mismo representaba el 18% del producto en 1996 y apenas el 14% en 2005 (una caída del 2,8% anual). Se trata de un proceso diferente al de Alemania, donde el producto manufacturero mantiene a lo largo de ese período una participación de alrededor del 23% o al de Japón, donde esa participación desciende del 23% al 21%, pero a una tasa sustancialmente menor (1% anual). Es similar, en cambio, aunque menos acentuado, que el del Reino Unido, donde la participación de la industria manufacturera en el PBI cae, entre 1996 y 2005, del 22% al 14%.

El dominio del capital financiero y su consecuencia, la subordinación de los objetivos de las empresas a la maximización del “valor para el accionista” (*shareholder value*) a través del incremento del valor de mercado de las acciones y de la frecuencia y el monto de los pagos de dividendos, así como de la obligación de alcanzar las elevadas pautas de rentabilidad fijadas por las instituciones financieras del tipo fondos de pensión, fondos mutuos (*mutual funds*, etc), devenidas accionistas, ha implicado, sobre todo en los

países anglosajones, importantes transformaciones en la estructura y la estrategia de las grandes empresas.<sup>18</sup>

Una de ellas es considerar las diversas unidades productivas como “*centros de beneficios*” que deben ser excluidos de la estructura empresarial en caso de no alcanzar la meta de rentabilidad. Ello ha llevado no sólo a la transferencia al exterior de múltiples unidades, sino también a la creciente utilización de contratistas y subcontratistas de los países de bajos salarios en la medida que el recurso a los mismos, por su distinta organización de la producción y/o la obtención de menores utilidades, permite una mayor reducción de costos que el empleo de filiales de la empresa. Tiene lugar, por ende, una creciente desestructuración de las empresas industriales y un sustancial aumento de su dependencia de las importaciones provenientes no sólo de sus filiales (la proporción de las importaciones norteamericanas de ese origen no muestra aumentos significativos), sino de proveedores independientes que elevan rápidamente la complejidad de sus productos y de la tecnología en que se apoyan.<sup>19</sup>

Esto determina que las importaciones provean una proporción creciente de los bienes de consumo e inversión y genera una extroversión de los efectos multiplicadores

---

<sup>18</sup> Glyn, Andrew, (2006), “*Capitalism Unleashed. Finance, Globalization, and Welfare*”, Oxford University Press, Estados Unidos; O’Sullivan, Mary A. (2000), “*Contests for Corporate Control. Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*”. Oxford University Press, Estados Unidos

<sup>19</sup> Berger, en base a una encuesta realizada por investigadores del Massachusetts Institute of Technology (MIT) y a numerosas entrevistas a jefes de empresas en América del Norte, Europa y Asia, subraya que los proveedores mundiales han dejado de ser subcontratistas cautivos, débiles y dependientes y que se encuentran crecientemente en condiciones de negociar con las grandes marcas, añadiendo que las grandes empresas norteamericanas han recurrido masivamente a éstos, a diferencia, por ejemplo de las japonesas, que han conservado buena parte su producción en la casa matriz y en filiales localizadas en el exterior. Concluye que, “*en los sectores que han estudiado, los ingredientes necesarios para este tipo de estrategia de internacionalización (se refiere a la vía japonesa de servirse de la producción nacional para conquistar una porción creciente del mercado mundial) no existen más en el territorio norteamericano. La transferencia masiva de la fabricación y de numerosas funciones de concepción hacia los fabricantes por contrato y los ODM (Original Design Manufacturers), extranjeros o no, ha llevado a una fragmentación del sistema de producción que parece irreversible*”, pag 281, Berger, Suzanne, (2006), *Made in Monde. Les nouvelles frontières de l’économie mondiale*, Éditions du Seuil, Francia.

de la expansión de su economía. Atento el menor aumento de las exportaciones norteamericanas en relación a las importaciones, el mantenimiento de un crecimiento dado del producto requiere una elevación de la participación del consumo y/o de la inversión a fin de neutralizar el efecto contractivo del incremento en el déficit comercial. Y, a su vez, el ahorro externo necesario para ello es suministrado por los excedentes en cuenta corriente a que da lugar, en el resto de las economías, el déficit norteamericano. La relación causal es, en buena medida, la inversa de la postulada por quienes sitúan el origen de los desequilibrios en los países emergentes.

El tipo de articulación monetaria a que está ligado este mecanismo de expansión de la economía mundial, ha sido descrito, por algunos autores, como una suerte de segundo Bretton Woods.<sup>20</sup> El primero habría posibilitado, tras la guerra, el proceso de recuperación de las economías europeas y japonesas (en los hechos, en ese momento, afirman, una periferia de la economía norteamericana), a través de un crecimiento liderado por las exportaciones en base a la subvaluación de sus monedas, tasas de cambio fijas, control de los movimientos de capitales y acumulación de reservas. El régimen de tipos de cambio flexibles sería, en cambio, en su óptica, el resultado de la convergencia en los niveles de desarrollo y de la ausencia de una periferia significativa. El posterior surgimiento de una nueva periferia económicamente relevante ha dado lugar, según estos autores, a un segundo Bretton Woods. La periferia mantiene fija la relación de su moneda que está subvaluada, con el dólar; controla los movimientos de capitales y acumula, bajo la forma de reservas, créditos contra la economía dominante, lo cual se traduce en un flujo de capitales oficiales hacia el centro que posibilita, en éste, bajas tasa reales de interés. El sistema de Bretton Woods, concluyen los autores, es el régimen monetario internacional correspondiente a un proceso de convergencia de la periferia con el centro y está destinado a prolongarse durante un largo lapso.

---

<sup>20</sup> Dooley, Michael P.; Flokerts-Landau, David; Garber, Peter, (2003) “*An Essay on the Revived Bretton Woods System*”, National Bureau of Economic Research, (working paper 9971), September y “*The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management of Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries*”, (2004) National Bureau of Economic Research, (working paper 10332), Marzo.

Se trata de un esquema atractivo y que describe adecuadamente ciertos aspectos del contexto en que se despliega la actual crisis. Pero cabe señalar que el crecimiento de las economías europeas y japonesa durante la posguerra estuvo asentado, en gran medida, en la reconstitución de sus mercados internos; su dependencia de las exportaciones fue sustancialmente menor a la de los países del Este de Asia en la actualidad.<sup>21</sup> Además, el balance comercial de Estados Unidos fue, hasta 1971, continuamente positivo, al igual que la cuenta corriente de su balance de pagos y se trataba de un país fuertemente acreedor, mientras que ha devenido, en la actualidad el más importante deudor. El primer Bretton Woods se basaba, pues, en una dinámica enteramente distinta a la del segundo. La afluencia de dólares a la economía mundial respondía, básicamente, a los gastos militares y a las muy fuertes inversiones netas de Estados Unidos en el exterior y esta era la razón por la cual Francia propugnaba la revisión de los acuerdos. Sostenía que Estados Unidos se prevalía de su capacidad de emitir moneda de reserva para adquirir las empresas europeas.

En la actual dinámica, el déficit en cuenta corriente norteamericano constituye, en cambio, un importante elemento impulsor de la expansión de la economía mundial; el origen de los desequilibrios es diferente y la posición de los Estados Unidos y el orden internacional asentado en la misma es, por consiguiente, más vulnerable que en la inmediata posguerra. Debe puntualizarse que el fin del primer Bretton Woods no fue, en los hechos, una decisión de Europa y Japón, como se sugiere en el ensayo citado, sino de Estados Unidos, que ante el crecimiento de su déficit comercial y la especulación contra el dólar, decidió sustraerse a la disciplina colectiva impuesta por los acuerdos y apostar a un fortalecimiento de su hegemonía en base a la magnitud y profundidad de su mercado financiero. Apuesta exitosa cuyos límites marca, probablemente, la actual crisis. Las similitudes no deben, por consiguiente, exagerarse.

Parece imprescindible, no obstante, estudiar la crisis y sus consecuencias, tal como lo sugiere la referencia a Bretton Woods, teniendo en cuenta que el actual orden económico internacional constituye, al igual que el de posguerra, una estructura jerárquica

---

<sup>21</sup> Las exportaciones representaban en Alemania, en 1974, el 20% del PBI y en Japón el 14%, mientras que esa proporción es, en 2007, en China, el 40%, en Corea el 43%, en Malasia el 117% y en Tailandia el 74 %.

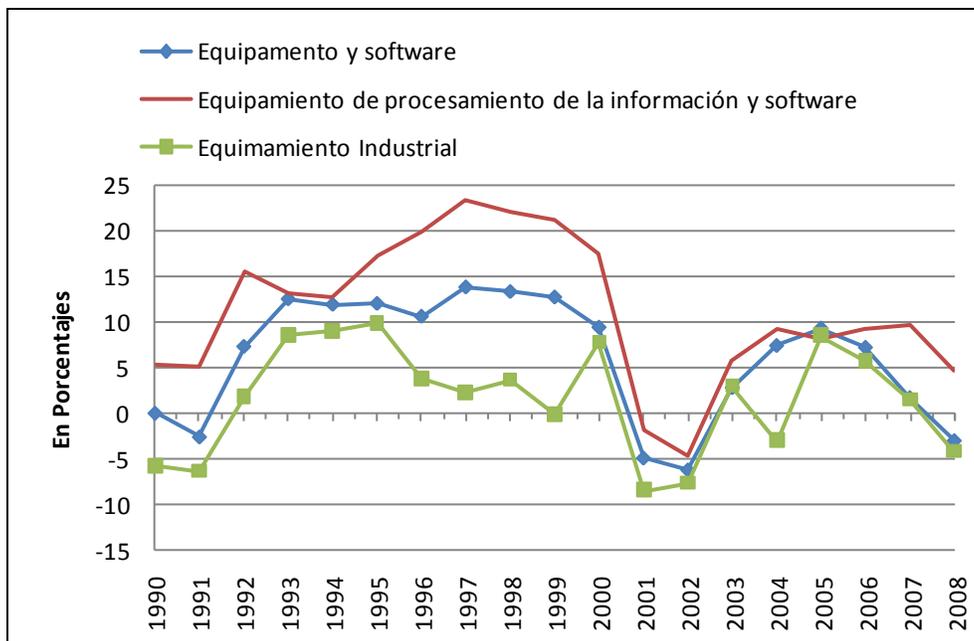
determinante del papel que desempeñan sus diversos componentes y de las modalidades bajo las cuales operan, en la economía mundial, los diversos mercados. Y partir, para ello, no del presunto efecto desequilibrante ejercido por los países emergentes, sino de las características y contradicciones del proceso de acumulación en los Estados Unidos en los últimos años. Este país ocupa un lugar hegemónico en el orden económico internacional; el carácter de moneda de reserva que reviste el dólar le posibilita incurrir en desequilibrios externos que serían insustentables para cualquier otro país; su déficit ha desempeñado un rol motor en la expansión de la economía mundial y ese déficit es atribuible, como señalan Aglietta y Berrebi, al comportamiento de los agentes económicos privados norteamericanos y al conjunto de la política económica de ese país.

## II.- Origen y desarrollo de la crisis

### II.I-La economía norteamericana, de la burbuja del punto.com a la burbuja de las hipotecas *subprime*.

En Estados Unidos, la articulación de la informática y las telecomunicaciones a través de *Internet* generó, a partir de 1995, fuertes expectativas de ganancias y una ola de inversiones, las que elevaron su participación en el PBI del 14% a casi el 18% y permitieron un aumento sustancial de la productividad; 4,6% anual entre 1995 y 2000<sup>22</sup> contra 2,8% anual entre 1987 y 1995 en el sector manufacturero.

Gráfico N° 8. Estados Unidos, tasa anual de crecimiento de la inversión en equipos. Período 1990-2008



Fuente: Bureau of Economic Analysis

<sup>22</sup> El crecimiento de la productividad decreció notoriamente luego de 2003, al disminuir la tasa de inversión, poniendo de manifiesto que no se estaba ante una nueva fase del capitalismo (o ante el pasaje a una sociedad del conocimiento) donde las innovaciones en la informática y las comunicaciones permiten un crecimiento de la productividad en gran parte independencia de la inversión en capital fijo.

Este proceso fue acompañado del desarrollo de una inmensa burbuja bursátil. Así, desde 1946 hasta 2008, la relación entre el precio de las acciones y su rendimiento (monto anual de los beneficios por acción durante los cinco años anteriores) fue, en promedio, de 18,5 veces; en 1995 era de 22,7 veces y en los años 1999-2000 oscila alrededor de 42 veces, debiéndose subrayar que durante la burbuja de 1929 esta relación había ascendido a 32,6 veces.<sup>23</sup>

Por su parte, el consumo, estimulado por la expansión del crédito, y el “*efecto riqueza*”, generado por la elevación de los precios de los activos financieros (grafico N° 9), creció entre 1995 y 2000 a una tasa del 4,1% anual (cálculo a partir de los datos consignados en el cuadro N° 5), mientras que el ahorro de los hogares cayó, durante el mismo período, del 4,6% al 2,3% del ingreso disponible.

Gráfico N° 9. Índice NASDAQ. Valor Mensual 1995-2002

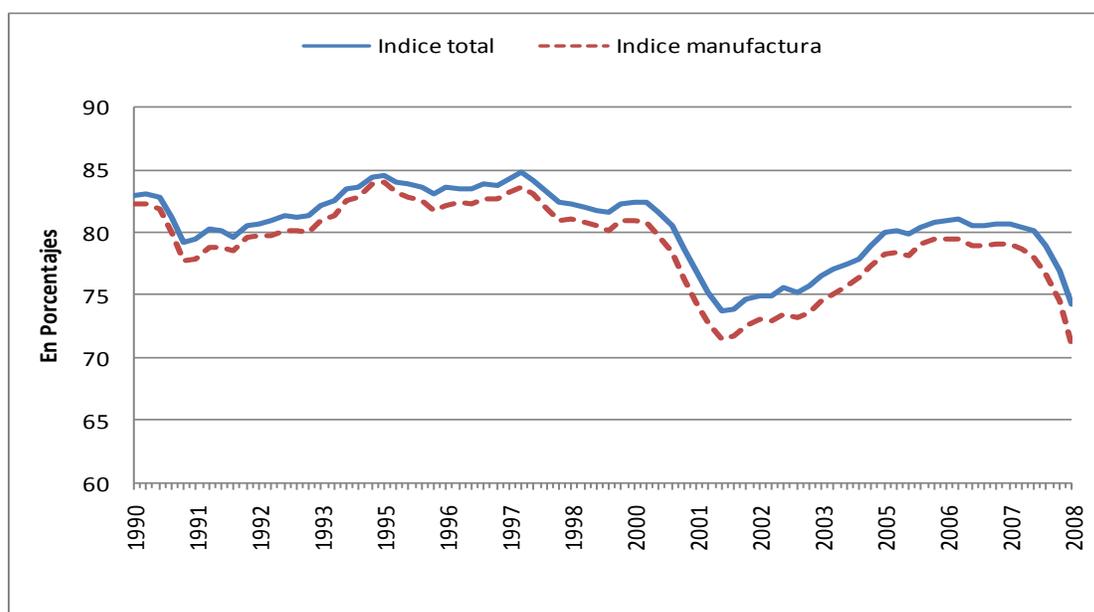


Fuente: NASDAQ

<sup>23</sup> Cálculos propios en base a Robert J. Schiller (2005), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press y su actualización por el autor en [http://www.econ.yale.edu/~schiller/data/ie\\_data.xls](http://www.econ.yale.edu/~schiller/data/ie_data.xls).

El ascenso de la tasa de ganancia sobre el stock de capital fijo privado que acompaña esta expansión se interrumpe, sin embargo, en 1998.<sup>24</sup> La relación producto/capital deja de mejorar y se mantiene luego relativamente estable hasta el año 2000, aunque con una leve tendencia descendente. La razón es que productividad crece, fundamentalmente, en un sector acotado de la economía (la producción de maquinaria, incluida electrónica y bienes de consumo durable, el comercio minorista en grandes superficies y el sector financiero)<sup>25</sup> y los cambios en los precios relativos resultantes de los incrementos en la productividad no generan, con la actual distribución del ingreso y el grado de internacionalización de la producción existente, una expansión sustancial de las oportunidades de inversión (del campo de la inversión real), lo cual genera, cuando ésta se acelera, una sobreacumulación, con la consiguiente elevación de la capacidad inutilizada (Gráfico N° 10).

Gráfico N° 10. EE.UU. Evolución del índice de capacidad utilizada. Período 1990.2008.



Fuente: Reserva Federal

<sup>24</sup> Arceo, Enrique (2009), "El fin de un peculiar ciclo de expansión de la economía norteamericana. La crisis mundial y sus consecuencias", en Arceo, Enrique, Basualdo, Eduardo, Arceo, Nicolás, La crisis mundial y el conflicto del agro., Buenos Aires, Centro Cultural de la Cooperación Floreal Gorini, Página 12, Universidad Nacional de Quilmes. La tasa de ganancia sobre el stock de capital fijo privado está calculada como el producto de la participación de los beneficios en el producto neto por la relación producto/capital.

<sup>25</sup> Robert J. Gordon, 2004, "Five Puzzles in the Behavior of Productivity, Investment, and Innovation", NBER Working Papers 10660, National Bureau of Economic Research, Inc.

La participación de los beneficios desciende, a su vez, en 1998 (entre otros factores por un aumento de los salarios facilitado por el elevado nivel de actividad) en mayor medida que la relación producto/capital, deviniendo el factor determinante de la magnitud en la reducción del índice de rentabilidad. La participación de los beneficios de 1997 no se vuelve a alcanzar durante el ciclo, pero el crecimiento de la inversión, aunque a un ritmo menor, no se detiene hasta el año 2000. En tanto las empresas financieras declaran beneficios inconsistentes con las estimaciones de las cuentas nacionales en un intento por evitar la caída en la cotización de las acciones y de cumplimentar las exigencias de rentabilidad del capital financiero. Sin embargo, el motor de crecimiento cambia; el consumo había contribuido, en promedio, en un 64% al crecimiento del PBI entre 1995 y 1997 y esa contribución se eleva al 85% entre 1998 y 2000, aunque ello no logra evitar, finalmente, ante la caída de la rentabilidad, la crisis de los mercados bursátiles y, con ella, el comienzo de la recesión.

Las características del ciclo subsiguiente sólo pueden entenderse a partir de las condiciones creadas por el agotamiento de la burbuja del *punto.com*. La rentabilidad del capital no logra recuperarse y es en su punto más alto, 2004, un 5% más baja que en 1997<sup>26</sup>; la política monetaria juega un rol central en cuanto a la velocidad de la recuperación y sus modalidades. La Reserva Federal lleva su tasa de descuento del 6% en 2002 al 4% en 2001, al 1,5% en 2002 y a alrededor del 1% en 2003 y 2004, para elevarla al 3% en 2005 en un contexto de inflación en alza. Esto implicó para 2003, 2004 y 2005, si se las compara con los precios a los productores de todas las mercancías, tasas de interés negativas del 4%. A ello se agregó un abrupto cambio en las cuentas del gobierno federal; estas presentaban, en 2000, un excedente equivalente al 1,6% del producto; en 2001, en cambio, el déficit es de 0,39 % del producto; en 2002 de 3,80 y en 2003 de 4,8% del producto (un incremento, respecto del año 2000, de 6,4 puntos del producto).<sup>27</sup>

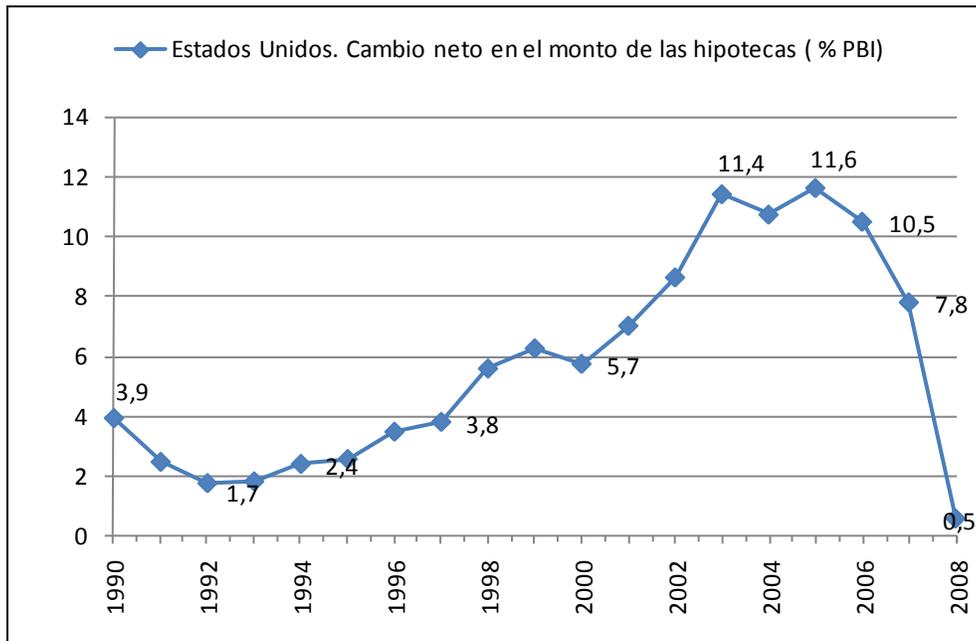
---

<sup>26</sup> Arceo, Enrique (2009), pág. 23

<sup>27</sup> Cálculo a partir de datos del Bureau of Economic Analysis

El resultado fue una rápida elevación de la demanda de crédito hipotecario (Gráfico N° 11), llegando a representar el aumento anual del valor de las mismas, entre 2003 y 2006, más del 10 % del PBI y un sostenido aumento del precio de los inmuebles; el índice de precios de las viviendas pasó de 100, en el primer trimestre del 2000, a 190 en el primer trimestre de 2006 (Gráfico N° 12)<sup>28</sup> como consecuencia que la oferta de viviendas no logra expandirse a un ritmo similar al de la demanda.

Gráfico N° 11. Cambio anual neto en el monto de las hipotecas en porcentaje del PBI. Período 1990-2008



Fuente: Reserva Federal, Flow of Funds

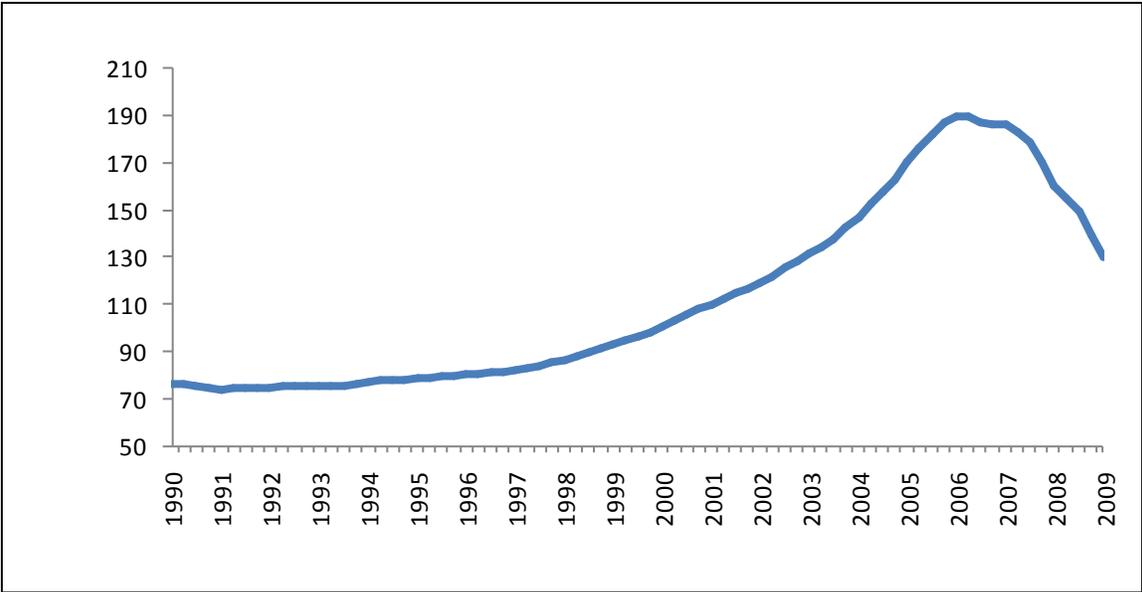
El incremento de la demanda de créditos hipotecarios fue acompañado de un rápido aumento de la oferta de fondos por parte del sistema financiero y de una notoria mejoría en las condiciones para su otorgamiento, lo cual potenció, a su vez, la burbuja. Los bancos comerciales consolidaron (hicieron “paquetes” de títulos con garantía hipotecaria) los créditos otorgados y los transfirieron (con el consiguiente riesgo de cobro) al mercado, o a entidades financieras bajo su control. Con ello los “sacaban” de sus balances y podían seguir prestando; o, si los retenían, reemplazaban una inmovilización

<sup>28</sup> S&P/Case-Schiller Home Price Indices

de capital a largo plazo por activos de elevada liquidez. Se trataba de un negocio altamente rentable, ya que la comisión percibida por el emisor de los títulos era elevada y su ampliación exigió, paulatinamente, el otorgamiento de préstamos por el valor total del inmueble e, incluso, un plus; la supresión del requisito de acreditación de ingresos por parte de los compradores (hipotecas *subprime*); el pago, durante los primeros años, de sólo intereses fijos, pasándose luego a pagar intereses ajustables y capital, etc.

Simultáneamente, se expandió el crédito al consumo (tarjetas de crédito, préstamos estudiantiles, financiación de la compra de automotores), que era también titularizado por las entidades financieras. El aumento del precio de las viviendas incrementa el patrimonio de los hogares y éstos acceden a mayores créditos vía la obtención de segundas y terceras hipotecas, ampliación de los créditos de las tarjetas de crédito, etc. Lo cual es activamente promovido por el sistema bancario. El **Citigroup** desarrolla -con tal fin entre 2001 y 2004-, una agresiva campaña de mil millones de dólares centrada en el slogan “*Vivir ricamente*” (*Live Richly*).

Gráfico N° 12 Índice Case- Schiller de precio de las viviendas a nivel nacional.  
1er trimestre 1990- 1er trimestre 2009



Fuente: Standard & Poor

El ahorro personal como porcentaje del ingreso personal disponible, que ascendía al 10% en los años setenta y había caído ya al 2,4 % en 2002, se reduce al 0,4 % en 2006-07. Esto determina, junto con el déficit fiscal y los beneficios mantenidos relativamente estables, una fuerte caída del ahorro neto, que pasa del 5,8% del Ingreso Nacional Bruto en el año 2000 al 1,8% en 2005 (el ahorro bruto, por su parte, desciende del 17,5% al 14,6%). A su vez, la deuda de los hogares alcanza, en 2008, el 140% de su ingreso disponible, duplicando su nivel de comienzos de los años noventa, mientras que el pago de la deuda absorbe alrededor del 20% de ese ingreso.

El endeudamiento no se limita a los hogares. La deuda del sector financiero aumentó del 21% del PBI en 1980 al 116% del PBI en 2007, adquiriendo dimensiones crecientes respecto al capital del sector. A ello se agregó una muy rápida multiplicación de las operaciones con derivados<sup>29</sup> sobre la base de importantes créditos (“apalancadas”). El monto de los activos en los cuales los mismos están basados se multiplicó por 5, pasando de 106 billones de dólares (trillones anglosajones) a fines de 2002 a 531,2 billones a mediados de 2008. Los activos garantizados por los derivados denominados “*credit default swaps*”<sup>30</sup> (canjes de incumplimientos crediticios) se multiplicaron, en el mismo período, por 25 (pasaron de 2,2 billones a 54,6 billones). Por su parte, la relación precio/ganancias de las acciones, tras su caída entre 2001 y 2003, comienza un curso oscilante pero ascendente que la sitúa, en 2007 en un nivel igual al promedio del año 1929, aunque casi un 40% menor al alcanzado en los años 1999-2000.

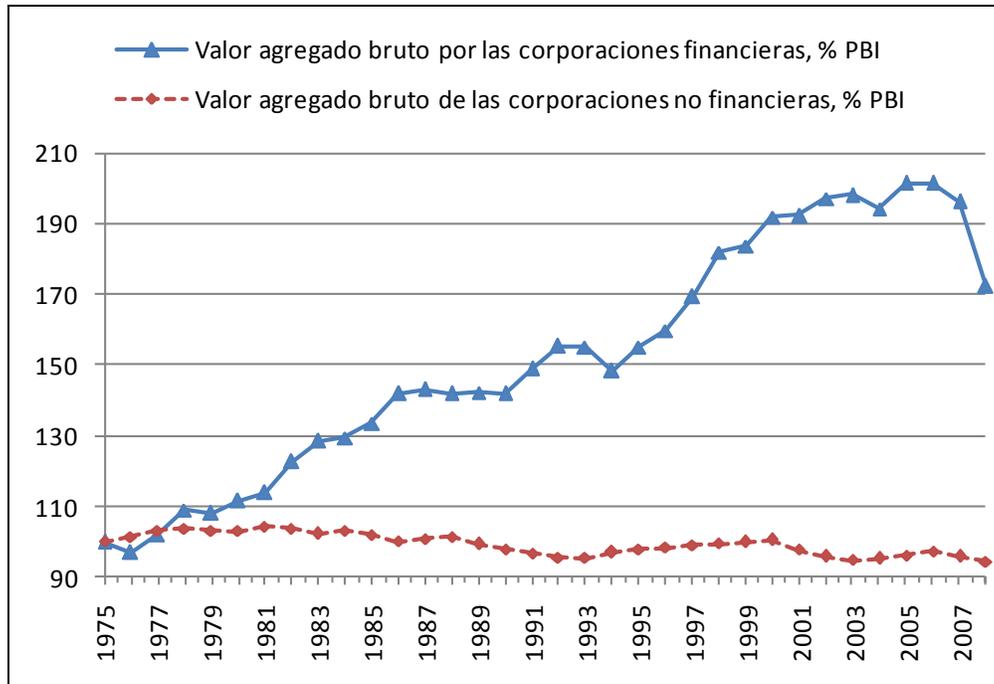
El proceso expansivo durante todo el período 1995- 2007 y, en especial, a partir de 2001, se apoya así, frente a los obstáculos que enfrenta la acumulación del capital productivo, en las finanzas. Las corporaciones financieras incrementan su participación en el PBI del 7,7 % en 1975 al 12,2% en 1995, a un ritmo del 2,3% anual y llegan al 16,2 en 2005, con un ritmo de crecimiento anual aún más acelerado: 2,8%.

---

<sup>29</sup> Productos financieros basados en el valor futuro de otro activo, como el oro, las acciones, los índices bursátiles, los tipos de interés o las materias primas.

<sup>30</sup> Son contratos bilaterales de cobertura del riesgo: el comprador hace pagos periódicos al vendedor y recibe, a cambio, una cierta suma de dinero si se produce un evento especificado.

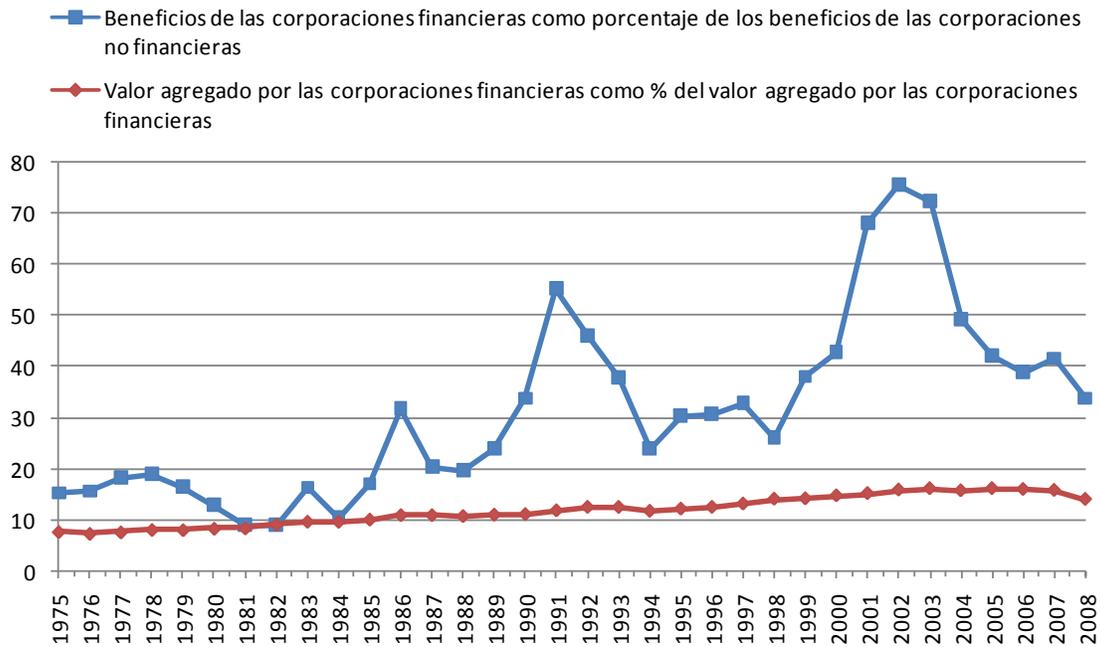
Gráfico N° 13: Estados Unidos: Participación en el PBI del valor agregado bruto por las corporaciones financieras y no financieras. Número índice 1975= 100



Fuente: cálculos propios en base a datos del Bureau of Economic Analysis.

Este incremento estuvo acompañado de una significativa y creciente diferencia en la rentabilidad de los dos tipos de corporaciones (Gráfico N° 13). La relación entre, por una parte, los beneficios netos de las corporaciones financieras como porcentaje de los beneficios netos de las corporaciones no financieras y, por otra parte, el valor agregado bruto de las corporaciones financieras como porcentaje del valor agregado bruto de las corporaciones no financieras es 2 en 1975, alcanza a 4,7 en 2002 y es 2,6 en 2007.

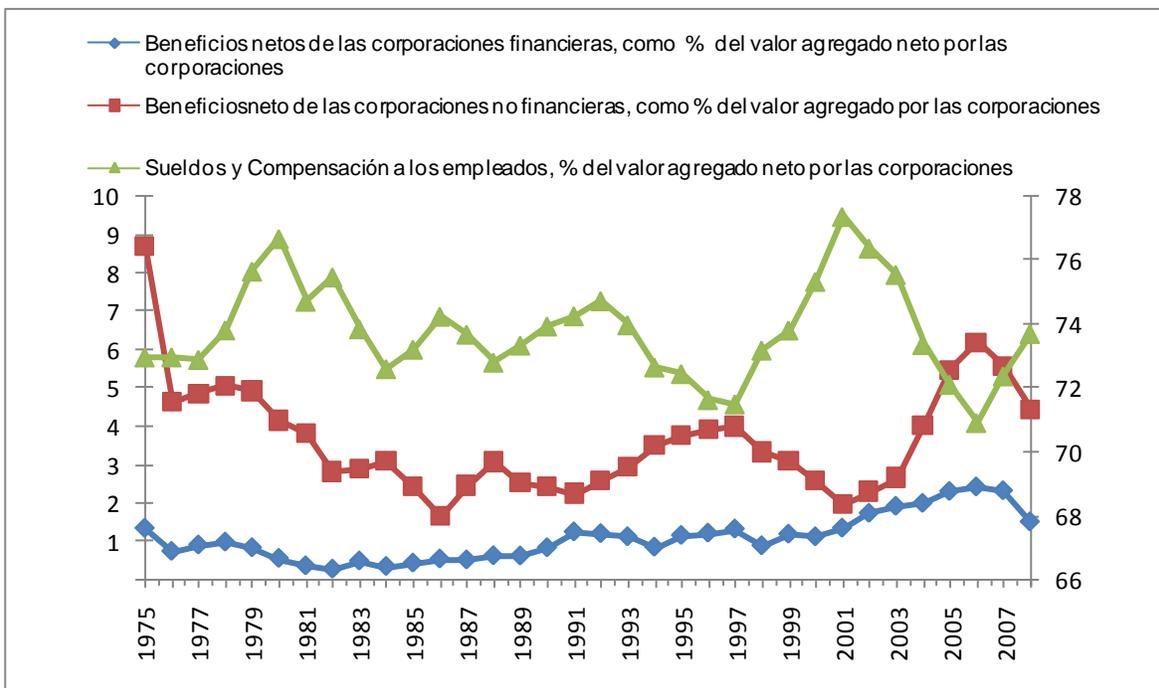
Gráfico N° 14.-Estados Unidos. Beneficios netos y valor agregado bruto de las corporaciones financieras como porcentaje de los beneficios netos y del valor agregado bruto de las corporaciones no financieras, respectivamente Periodo 1975-2008



Fuente: Bureau of Economic Analysis

Pero además, la caída respecto a 2002 es imputable a la recuperación de la masa de beneficios de las corporaciones no financieras, que es función del nivel de actividad, la ocupación y los salarios. Los beneficios netos de las corporaciones financieras como porcentaje de su valor agregado bruto siguen creciendo hasta 2006 (Gráfico N° 14), en que llegan a un máximo de 29%, tras un crecimiento ininterrumpido de 11,6% anual desde 2001, año en que superan ya su nivel de 1999, tras una ligera caída en 2001.

Gráfico N° 15. Estados Unidos. Beneficios netos de las corporaciones financieras y no financieras como porcentaje de su valor agregado bruto y Sueldos y compensación de los empleados como porcentaje del valor agregado bruto de las corporaciones. Periodo 1975-2008



Fuente: Bureau of Economic Analysis

Los datos están referidos a Estados Unidos, pero el predominio de las finanzas es un rasgo común, en mayor o menor medida, al conjunto de los países centrales, de lo cual es un índice elocuente el hecho que en 2006, de las 15 primeras Corporaciones Globales (CGs), 10 (dos tercios) eran propiamente financieras y 4 eran de Estados Unidos (**Citigroup, Bank of America, JPMorgan Chase y AIG**). En ese mismo año, sobre las 50 primeras CGs, 25 eran grupos financieros y 9 de EEUU (Forbes, 2007).

Cuadro N° 5.- Principales Corporaciones Globales (2006)  
Ventas, ganancias, activos y valor de mercado. Miles de millones de dólares

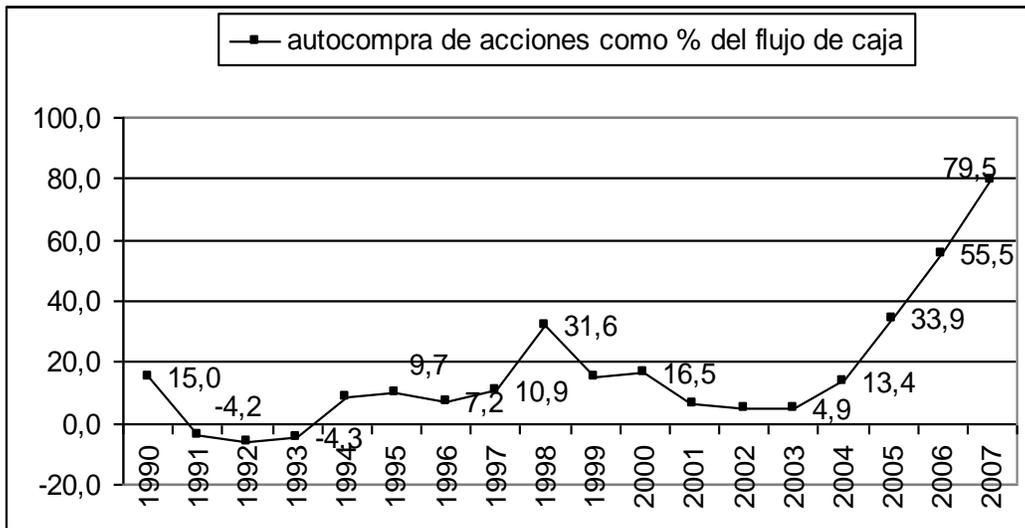
k	Empresas	SECTOR	VENTAS	GANANCIAS	ACTIVOS	MValue
1	Citigroup/USA	Banco	\$ 147	\$ 22	\$ 1.884	\$ 247
2	Bank of America/USA	Banco	\$ 117	\$ 21	\$ 1.460	\$ 227
3	HSBC Holdings/GB	Banco	\$ 122	\$ 17	\$ 1.861	\$ 202
4	General Electric/USA	Conglomerado	\$ 163	\$ 21	\$ 697	\$ 359
5	JPMorgan Chase/USA	Banco	\$ 99	\$ 14	\$ 1.352	\$ 171
6	American International Group/USA	Seguros	\$ 113	\$ 14	\$ 979	\$ 174
7	ExxonMobil/USA	Petróleo y Gas	\$ 335	\$ 40	\$ 224	\$ 411
8	Royal Dutch Shell/Holanda-GB	Petróleo y Gas	\$ 319	\$ 25	\$ 232	\$ 208
9	UBS/Suiza	Banco	\$ 106	\$ 10	\$ 1.777	\$ 117
10	ING Group/Holanda	Seguros	\$ 153	\$ 10	\$ 1.615	\$ 94
11	BP/GB	Petróleo y Gas	\$ 266	\$ 22	\$ 218	\$ 198
12	Toyota Motor/Japón	Automotor	\$ 179	\$ 12	\$ 244	\$ 218
13	Royal Bank of Scotland/GB	Banco	\$ 77	\$ 13	\$ 1.705	\$ 124
14	BNP Paribas/Francia	Banco	\$ 89	\$ 10	\$ 1.898	\$ 97
15	Allianz/Alemania	Seguros	\$ 125	\$ 9	\$ 1.381	\$ 87
16	Berkshire Hathaway/USA	Holding	\$ 99	\$ 11	\$ 248	\$ 164
17	Wal-Mart Stores/USA	Supermercado	\$ 349	\$ 11	\$ 151	\$ 201
18	Barclays/GB	Banco	\$ 68	\$ 9	\$ 1.949	\$ 95
19	Chevron/USA	Petróleo y Gas	\$ 195	\$ 17	\$ 133	\$ 149
20	Total/Francia	Petróleo y Gas	\$ 175	\$ 16	\$ 139	\$ 153
	Sub Total Sector Financiero (11 empresas)		\$ 1.216	\$ 147	\$ 17.861	\$ 1.636
	Sub Total EE UU (9 empresas)		\$ 1.617	\$ 171	\$ 7.128	\$ 2.104
	Sub Total 20 Primeras		\$ 3.296	\$ 322	\$ 20.147	\$ 3.697

Fuente: Forbes (2007)

Cabe señalar por último, ya que es también una manifestación (y no la menos importante) del lugar central que pasa a ocupar la valorización financiera dentro del proceso de acumulación, el lugar excepcional que desempeña, en la utilización del flujo de caja de las corporaciones no financieras norteamericanas, a partir de 2003, a medida que se recuperan sus beneficios, la compra de sus propias acciones con el propósito de elevar su rendimiento y precio (Gráfico N° 16). Lo cual, como sostiene Brenner, “*confirma el hecho que los ejecutivos corporativos estuvieron menos y menos procurando maximizar el ingreso bajo la vieja modalidad de invertir, reducir costos y satisfacer la demanda y estuvieron, mas bien, procurando maximizar el valor de los accionistas inflando directamente el precio de las acciones*”<sup>31</sup>.

<sup>31</sup> Brenner, Robert, (2002) “*The Boom and the Bubble*”, Verso, London, New York, pág 148.

Gráfico N° 16. Estados Unidos. Corporaciones no financieras.  
Autocompra de acciones como porcentaje del flujo de caja. 1990-2007



Fuente: Reserva Federal. Flow of Funds

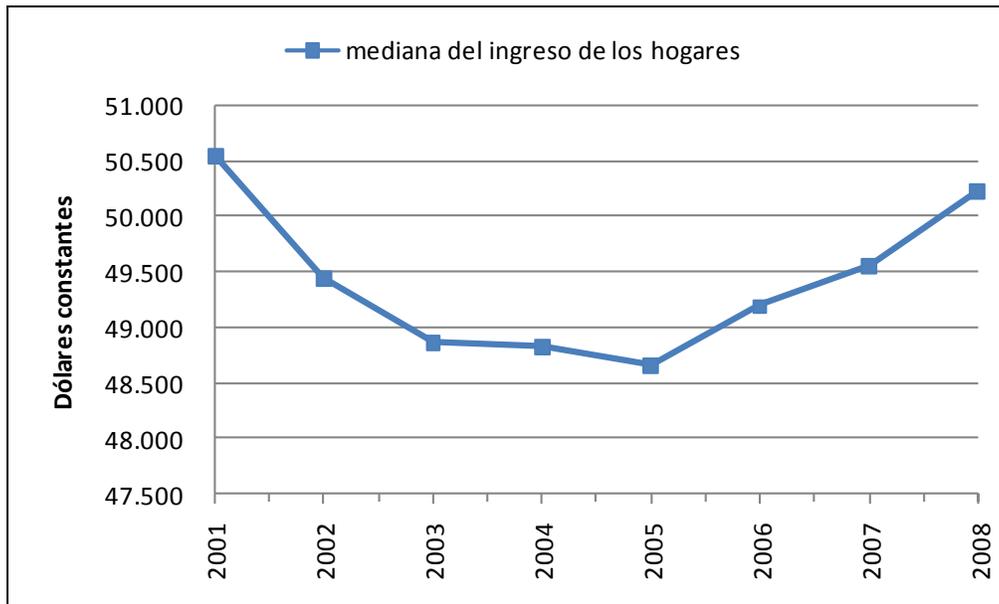
El ciclo 2000-2007, presenta, sin embargo, en Estados Unidos, marcadas diferencias con el anterior (Cuadro N° 5) ya que, en el marco de una reducida rentabilidad para la inversión productiva, el crecimiento se apoya básicamente en el gasto de los hogares y genera escasos efectos sobre la inversión productiva y el empleo. El crecimiento entre picos para ese período fue del 2,3% anual, contra el 3,3% entre 1990 y 2000 y del 4,1% entre 1995-2000; el aumento del consumo fue 2,9% contra 3,5% y la participación de la inversión bruta interna fija en el PBI cae del 18% al 16%, en los mismos períodos. Sin embargo la inversión residencial, que había contribuido, en promedio, con el 3,3% al crecimiento del PBI entre 1995 y 1997, aumenta su contribución al 14,4% entre 2002 y 2005. La relación entre los empleados y la población mayor de 16 años, que es, en el año 2000, de 64,4% desciende al 63% en 2007 y los salarios reales disminuyen, entre pico y pico, 1%, en contraposición a un incremento del 11% durante el anterior ciclo. Por su parte, la mediana del ingreso de los hogares nunca recuperó, medido en dólares constantes, su nivel de 2000 (Gráfico N° 17).

Cuadro N° 6.- EE.UU. Tasa de crecimiento, dólares constantes del año 2000

Descripción	Año	Tasa de Crecimiento				
		1990-1995	1995-1998	1998-2000	2000-2006	2006-2008
PBI		2,46%	4,12%	4,05%	2,36%	1,57%
Consumo Personal		2,64%	4,08%	4,89%	2,96%	1,50%
Inversión Privada		4,85%	10,36%	6,71%	1,63%	-6,02%
Inversión Fija		4,59%	9,45%	7,42%	1,77%	-4,01%
No Residencial		5,08%	10,82%	8,96%	1,13%	3,25%
Residencial		3,39%	5,81%	3,36%	3,61%	-19,36%
Exportaciones netas de importaciones		5,35%	42,09%	36,49%	8,40%	-20,39%
Exportaciones		7,09%	7,49%	6,50%	3,08%	7,31%
Importaciones		6,94%	11,29%	12,30%	4,58%	-0,68%
Gasto de Consumo e Inversión Pública		0,26%	1,58%	2,95%	2,28%	2,48%

Fuente: Bureau of Economic Analysis

Gráfico N° 17. EE.UU Evolución de la mediana del ingreso de los hogares. Período 2000-2008



Fuente: US Bureau of Census

Esta contradicción entre una pujante burbuja inmobiliaria y una economía que, en conjunto, muestra un escaso dinamismo en la mayoría de sus variables, explica, en buena medida, la reticencia de la Reserva Federal en adoptar medidas susceptibles de desinflar

la burbuja (el incremento de la tasa de interés es finalmente decidido en razón del aumento de las tensiones inflacionarias derivadas de la elevación del precios de las materias primas y, en especial, del petróleo). Como indican Aglietta y Berrebi “...*la fragilidad de los balances de las empresas luego del vuelco de 2001 de la Bolsa ha sido la única preocupación del Banco Central (...) Debía estimular los gastos de los hogares para evitar una depresión a la japonesa en un período que seguía al estallido de la burbuja, donde las empresas reducían drásticamente sus gastos de inversión y de personal para restablecer sus cuentas...*”<sup>32</sup> y, “*ante la distorsión en la distribución del ingreso a costa de la gran masa de asalariados, la política económica debía crear las condiciones propicias para el endeudamiento de los hogares a fin de preservar el pleno empleo.*”<sup>33</sup> Tarea que realizó exitosamente sustentado en la confianza en la capacidad del sistema financiero para generar y transitar sucesivas burbujas sin riesgos fundamentales y en las facilidades brindadas por la abundante liquidez internacional, que permitió el financiamiento, sin tensiones monetarias, del aumento del déficit en cuenta corriente.

La creciente desproporción entre los ingresos de las familias y el precio de las viviendas y el paulatino aumento inducido en la tasa de interés ante lo que es percibido como una creciente amenaza de elevación de la inflación, de origen externo, comienzan, sin embargo, y por la lenta caída en el precio de las viviendas, a traducirse en 2006, en una progresiva elevación de la tasa de incumplimiento en los pagos de hipotecas (Gráfico N° 11).

La crisis inmobiliaria y su efecto sobre el patrimonio de los hogares debían, necesariamente, generar, en una economía cuyo motor era el endeudamiento de los hogares, un impacto sobre el crecimiento. Como indica Krugman “*La caída en el precio de las viviendas tiene un efecto directo negativo sobre el empleo a través de la contracción de la construcción, y ello tiende a llevar a una reducción en los gastos de los consumidores porque éstos se sienten más pobres y pierden acceso a los préstamos sobre la “equity” (la diferencia entre el valor de ésta y las deudas sobre la misma) de su*

---

<sup>32</sup> Aglietta, Michel, Berrebi, Laurent (2007) “*Désordres dans le Capitalisme Mondial*”, Paris, Éditions Odile Jacob, pág. 306

<sup>33</sup> Idem, pág. 310

*vivienda; esto genera un efecto multiplicador negativo, ya que un empleo en caída lleva a una reducción más profunda de los gastos. Dicho esto, la economía norteamericana enfrentó, en los hechos, razonablemente bien, al principio, el estallido de la burbuja, principalmente porque la debilidad del dólar llevó a crecientes exportaciones, lo cual ayudo a compensar la disminución de la construcción. Pero el colapso financiero ciertamente ha transformado lo que podría haber sido una recesión común y corriente (...) en algo mucho, mucho peor.”<sup>34</sup>*

A más largo plazo, como indica el mismo Krugman, el problema es que *”La prosperidad [norteamericana] de los últimos años...dependió de una enorme burbuja en viviendas, que reemplazó una enorme burbuja anterior en acciones Y puesto que la burbuja en viviendas no va a volver, el gasto que sostuvo a la economía en los años previos a la crisis tampoco va a volver”<sup>35</sup>* La génesis de la crisis remite, en la economía norteamericana, más que a un acomodamiento pasivo al exceso de liquidez internacional, a un conjunto de contradicciones relacionadas con los límites que encuentra la inversión productiva; la plétora de capitales a que da lugar la dispar evolución de los beneficios y la inversión y la insuficiencia, en estas condiciones, del consumo para sostener la expansión.

Esta insuficiencia del consumo ha sido superada, especialmente a partir de 2003, a través de una descontrolada expansión del crédito. Este operó, no como una anticipación en el tiempo de un gasto susceptible de realizarse con una determinada capacidad previsible de ahorro, sino, lisa y llanamente, en muchos casos, como un sustituto del ingreso. La operatoria financiera, apoyada en una particularmente permisiva política económica, sostuvo el crecimiento, pero potenció finalmente una crisis cuyas consecuencias sólo pueden comprenderse a partir del conjunto de elementos que marcan los límites del régimen de acumulación.

---

<sup>34</sup> Krugman, Paul (2009). *“The Return of Depression economics and the crisis of 2008”*. W.W. Norton & Company, New York, London, pag 179-180

<sup>35</sup> Krugman, Paul, (2008) *“Life without bubbles”*. The New York Times, Diciembre.

## II.II.- Las finanzas y el desarrollo de la burbuja de las hipotecas subprime

El desarrollo de la crisis financiera debe enmarcarse en tres hechos:

El primero es que el sistema financiero norteamericano experimentó, a partir de los años ochenta, profundas transformaciones (Jones y Critchfiel, 2005).<sup>36</sup>

Tradicionalmente el sistema bancario estaba regulado, desde 1933, por la ley *Glass- Steagall*, que establecía la total separación de la actividad de banca comercial y la banca de inversión; la distinción, en cuanto al ámbito de actuación, entre bancos nacionales, bancos estatales y bancos locales y la aplicación, en caso de competencia desleal entre ellos, de la Ley Anti-monopolio (*Sherman Act*). Tampoco podían participar en el manejo de fondos de pensiones y estaban supervisados por la SEC (*Securities and Exchange Commission*)<sup>37</sup> y la FDIC (*Federal Insurance Deposit Corporation*)<sup>38</sup>, órgano autónomo e independiente responsable de controlar y vigilar la seguridad de los depósitos del público en los bancos.

En 1980, bajo la presión que ejercía sobre la rentabilidad bancaria la creciente competencia de entidades como los fondos de pensión y de inversión, que posibilitaban el financiamiento de las empresas, a menores costos, a través del mercado de capitales, comienza el proceso de desregulación: se aumenta el límite de cobertura de los depósitos, se eliminan los ‘topes’ a las tasas de interés, se uniforman los requerimientos de reservas de las entidades comerciales y se les da acceso a los servicios de la Reserva Federal.

---

<sup>36</sup> Entre 1979 y 1994 se produce una activa transformación que implicó: a) una importante reducción del número de entidades producto de una significativa sucesión de quiebras, b) el incremento de las operaciones *off-balance sheet*, c) una mayor expansión de los préstamos a corporaciones de Estados Unidos por parte de bancos extranjeros y d) la masiva adopción de los cajeros automáticos (Berger, Kashyp y Scalise, 1995).

<sup>37</sup> Organismo equivalente a la Comisión Nacional de Valores.

<sup>38</sup> Entidad responsable de supervisión bancaria y seguros de depósitos.

El proceso continúa luego, en el marco de una competencia nacional e internacional creciente, procurando compensar la progresiva caída de los márgenes de beneficios de los bancos con la ampliación de sus actividades y áreas de cobertura geográfica, así como la aceptación de mayores niveles de riesgo en relación a la calidad de los activos incorporados a la gestión de las actividades. Y ello tiene lugar en un contexto ideológico donde predomina el convencimiento que la eliminación de la interferencia estatal en la actividad financiera mejora el funcionamiento de los mercados y permite elevar el ahorro y mejorar la asignación de los recursos, es decir, incrementar el crecimiento.

En 1982, la *Garn-St Germain Act* fue una ley que autorizó a los bancos y a las instituciones de ahorro a ofrecer un nuevo tipo de cuenta (Cuenta de depósito para el Mercado de Dinero), a fin que pudieran competir más eficazmente con los fondos (tipo *money market* o *mutual fund*) y da a las agencias regulatorias federales, por primera vez, la facultad para aprobar la adquisición, por parte de otros bancos y cajas de ahorros, de instituciones quebradas localizadas fuera de los límites estatales. En 1987, el *Board* de Gobernadores de la Reserva Federal autoriza a los bancos **Bankers Trust** (adquirido en 1998 por el Deutsche Bank), **J.P. Morgan** y **Citicorp**, a realizar actividades de *underwriting* (compra de acciones o bonos por cuenta propia o para vender a terceros), hasta el 5% de sus ingresos. En 1991, la FDIC comienza a implementar seguros de depósitos de acuerdo al riesgo. En 1993, se habilita a los Bancos con características de nacionales a vender seguros en pequeñas ciudades. En 1994, se permite a Bancos y Corporaciones holdings bancarios (BHCs<sup>39</sup>) adquirir bancos o establecer subsidiarias en todo Estados Unidos. En 1995, se autoriza a los bancos a vender *annuities*.<sup>40</sup> En 1997, se eliminan todas las barreras legales (*firewall*) para la operatoria entre bancos, subsidiarias no bancarias y holdings bancarios (BHCs).

---

<sup>39</sup> Bank Holding Companies (BHC).

<sup>40</sup> Refiere a dinero que aplica a compañías de seguros de vida para adquirir productos de renta vitalicia y que puede ser diferido del pago de impuesto.

En 1998, tienen lugar tres importantes megafusiones con fundamentales efectos sobre el conjunto del sistema financiero de Estados Unidos: a) la unión del **Bank of America** con base en San Francisco, California –costa oeste de USA- y **NationsBank** con sede en Charlotte, Carolina del Norte -costa este-, operación valuada en US\$ 61.630 millones, donde la nueva entidad alcanzó una inusual cobertura en 22 estados; b) la fusión de **Banc One Corp** de Columbus, Ohio, banco regional y **First Chicago NBD Corp** de Chicago, Illinois por US\$ 29.000 millones, entidad que en 2004 a su vez se fusiona con **JPMorgan Chase** y c) la integración entre **Citicorp** y **Travellers Group** cuyo resultado fue el conglomerado de servicios financieros más grande del mundo hasta 2006.

En 1999, la Ley *Gramm-Leach-Bliley (Financial Services Modernization Act)* da vía libre a la ampliación y consolidación de este nuevo tipo de estructuras, permitiendo a los bancos comerciales ofrecer también productos financieros. La nueva Ley fue aprobada por 90-8 votos en el Senado, que consideró que se eliminaban así barreras a la competencia ‘ineficientes’, ‘costosas’ e ‘inestables’, posibilitando llevar: “a cada ciudad y pueblo de “America” un supermercado de servicios financieros” (Senate Banking Committee, 1999). Estas no fueron, sin embargo, las únicas transformaciones sobrevenidas en un contexto de rápida expansión de la actividad financiera, aguda competencia y rápida internacionalización. Los cambios en la estructura de los tenedores de los créditos (Cuadro N° 7) muestran que el sector no financiero perdió importancia, al igual que los actores financieros tradicionales: bancos comerciales, compañías de seguros e instituciones de ahorro y creció un nuevo conjunto de actores sujetos a una regulación sustancialmente menor. Aumentó, además, la porción de los créditos propiedad del “*resto del mundo*”, que equivale, en 2007, a aproximadamente la mitad del PBI norteamericano. Lo cual explica el fuerte impacto internacional generado por la crisis del sistema financiero norteamericano.

Cuadro N° 7. Estructura, por tenedores, de los activos del mercado de créditos norteamericano. 1975, 1995 y 2007

Total de Activos del Mercado de Crédito en poder de:	1975	1995	2007
<b>Sectores no financieros domésticos</b>	<b>20,6</b>	<b>18,9</b>	<b>12,7</b>
<b>Resto del Mundo</b>	<b>3,4</b>	<b>7,9</b>	<b>14,8</b>
<b>Sectores financieros</b>	<b>76</b>	<b>73,6</b>	<b>72,5</b>
Banca Comercial	29,4	19,1	17,6
Instituciones de Ahorro	15,9	4,9	3,2
Seguros	11,0	8,6	7,5
Fondos de pensión	5,7	6,2	3,5
Fondos Mutuos del Mercado de Dinero	0,1	3,0	3,9
Fondos Mutuos	0,3	4,2	4,4
Empresas patrocinadas por el gobierno	3,8	4,1	5,7
pools respaldados por hipotecas.	1,1	8,5	8,9
emisores de títulos respaldados por activos	0,0	3,3	8,8
compañías financieras	3,6	3,0	3,6
Resto	5,6	8,3	5,8
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fuente: Reserva Federal, Flow of Funds

En segundo lugar, las hipotecas constituían no más del 9% de los activos financieros norteamericanos y las hipotecas subprime una porción menor, aunque su importancia creció rápidamente a medida que avanzó el boom inmobiliario. Pero las hipotecas representaban, en 2007, el 40% de los activos financieros de los bancos comerciales, tras un rápido crecimiento a partir del año 2000 (Cuadro N° 8).

Cuadro N° 8.- Distribución de los activos financieros de los bancos norteamericanos

<b>BANCA COMERCIAL</b>	<b>1995</b>	<b>2000</b>	<b>2003</b>	<b>2007</b>
<b>Total activos financieros</b>	100	100	100	100
Títulos respaldados por agencias y empresas auspiciadas por el gobierno.	13,0	13,9	16,1	11,2
Hipotecas	30,2	22,0	36,2	39,8
Resto	56,8	64,1	47,7	49,0

Fuente: Reserva Federal, Flow of Funds

En tercer término, los bancos tuvieron una muy activa participación en la emisión de títulos respaldados por hipotecas, cuyas características son comunes a todos las CDO

(*collateralized debt obligations*). El banco constituía un *pool* de títulos hipotecarios (u otros activos, como bonos de las empresas, préstamos para la adquisición de automotores, préstamos a estudiantes, tarjetas de crédito, etc.) y lo transfería a entidades denominadas SIVs (vehículos para inversiones especiales) o conductos (*conduits*) y que ellos mismos generalmente administraban. Las SIVs o *Conduits*, que son una parte relevante del sistema financiero que crece al margen del sistema bancario (Cuadro N° 8), financian su compra con crédito a corto plazo y posibilitan a los bancos sacar los activos de su balance<sup>41</sup> y reducir así sus requerimientos de capital; si bien normalmente se obligan, por exigencia de los inversores de corto plazo de los SIVs o *Conduits*, a otorgar a éstos últimos un respaldo financiero y normalmente conservan parte de los títulos que éstos emiten, ya que exigen mínimas reservas, dada su alta calificación y la cobertura del riesgo mediante seguros. Se trata de una operatoria que contrarresta la caída de la rentabilidad (Cuadro N° 9). Pero que, por sus propias características, estimula el progresivo relajamiento de las exigencias a los deudores, sobre todo porque la retribución de los operadores está fundamentalmente ligada al volúmen de las hipotecas y ello lleva a los bancos y otras instituciones financieras a asumir crecientes riesgos.

---

<sup>41</sup> Esta operatoria alcanza grandes magnitudes. En 2006 el valor de los activos del Citigroup fuera de balance, 2,1 billones de dólares, excede el valor de sus activos en balance: 1,8 billones de dólares. El elevado apalancamiento, que permite elevar las ganancias sobre el capital propio, se encuentra también presente en otras instituciones financieras. A fines del mismo año las *monoline* (aseguradoras especializadas en ciertos riesgos) tienen un capital igual a 34.000 millones de dólares para respaldar los reclamos por seguros, contra activos valuados en más de tres billones de dólares. 'The perfect Storm, Olivier Blanchard's view of the underlying causes of the crisis (2009)', IMF, Finance & Development, junio 2009, pag 38.

Cuadro N° 9.- Bancos norteamericanos. Activos, depósitos, préstamos, ROE (rentabilidad sobre el capital), ROA (rentabilidad sobre activos), ROE (Rentabilidad sobre capital) y NIM (Margen Neto de Interes). 2000-2008

AÑO	ACTIVOS	DEPOSITOS	PRESTAMOS	ROE	ROA	NIM
2000	\$ 7.461	\$ 5.106	\$ 4.915	1,19%	14,07%	3,95%
2001	\$ 7.868	\$ 4.766	\$ 4.560	1,14%	12,73%	4,03%
2002	\$ 8.434	\$ 5.057	\$ 4.910	1,23%	13,30%	3,92%
2003	\$ 9.077	\$ 5.434	\$ 5.213	1,38%	15,16%	3,75%
2004	\$ 10.105	\$ 6.119	\$ 5.718	1,28%	12,57%	3,63%
2005	\$ 10.877	\$ 6.716	\$ 6.221	1,22%	11,90%	3,49%
2006	\$ 11.860	\$ 7.233	\$ 6.631	1,21%	11,58%	3,20%
2007	\$ 13.039	\$ 7.906	\$ 6.912	0,18%	1,74%	3,30%
2008	\$ 13.843	\$ 7.874	\$ 7.496	-0,94%	-9,88%	3,34%

Fuente: Reserva Federal

A su vez, los SIVs o Conduits venden a los inversores, obteniendo una comisión y parte de los intereses, títulos respaldados por las hipotecas, divididos en tramos con distintos riesgos. Los más riesgosos son los que absorben en primer lugar las pérdidas derivadas de los incumplimientos, les siguen los que absorben en segundo término las pérdidas, luego los que las absorben en tercer término, etc. El número total de tramos son cinco o más y el grueso de los títulos (alrededor del 80%) absorbe en último término el riesgo y tiene, por ello, aunque el total del paquete esté constituido por hipotecas subprime, una calificación triple A. El siguiente tramo representa alrededor del 8% y tiene una calificación también elevada, A o AA; el siguiente (otro 8%) tiene una calificación BB, que lo hace aún adquirible por ciertos inversores institucionales y el último 3% carece de calificación (es equity o capital).<sup>42</sup> En ciertos casos, además, los “paquetes” de títulos resultan del reempaquetado de varios *pools*, todo lo cual hace sumamente difícil la estimación del valor teórico de cada tramo, que queda a cargo de las calificadoras.

Estas instituciones, cuyos servicios eran, y aún son, pagados por los bancos, subestimaron severamente la probabilidad de un descenso generalizado en el precio de las viviendas (muchos modelos ni siquiera consideraban esta variable) y de un aumento masivo de los incumplimientos. Los modelos consideraban fundamentalmente los riesgos

<sup>42</sup> BCA Research, Special Report (2008) “A Vicious Circle of Credit Retention”, Montreal, Febrero.

de los activos y no los de liquidez y tasa de interés, revelándose claramente inadecuados cuando la crisis introdujo eventos considerados de baja probabilidad estocástica. La Reserva Federal, por su parte, ignoró la burbuja inmobiliaria, el crecimiento de los mercados no regulados y la transferencia, por parte de los bancos de ahorros hacia éstos.

Al elevarse el número de incumplimientos, las pérdidas afectaron a un número creciente de tramos y, hacia 2008, incluso los más altamente calificados estaban experimentando pérdidas. La determinación, en estas condiciones, del valor de los títulos, devino azarosa, lo cual fue agravado por las continuas degradaciones en la calificación que se vieron obligadas a efectuar las entidades calificadoras y la percepción, por los tenedores de los títulos, de la magnitud de las probables pérdidas. La caída en el precio de las viviendas determina que, aún en los casos de compradores que pagaron un anticipo, el monto de la deuda supere el precio de mercado de la vivienda, lo cual estimula el cese en el pago. Por otro lado, los gastos de la subasta alcanzan hasta el 50% del precio obtenido en el remate. Esto trabó crecientemente la venta de títulos respaldados por hipotecas (y de otras CDO), generándose una desconfianza generalizada sobre la solvencia de las instituciones poseedoras de esos títulos. A su vez, los Vehículos y Conduits enfrentaron crecientes dificultades para seguirse financiando en el mercado de corto plazo y se vieron obligados a vender títulos, acelerando el derrumbe de sus precios y los bancos, en algunos casos por razones de prestigio y en otras, en cumplimiento de obligaciones contractuales, debieron reincorporarlos a sus balances, lo que deterioró su posición.

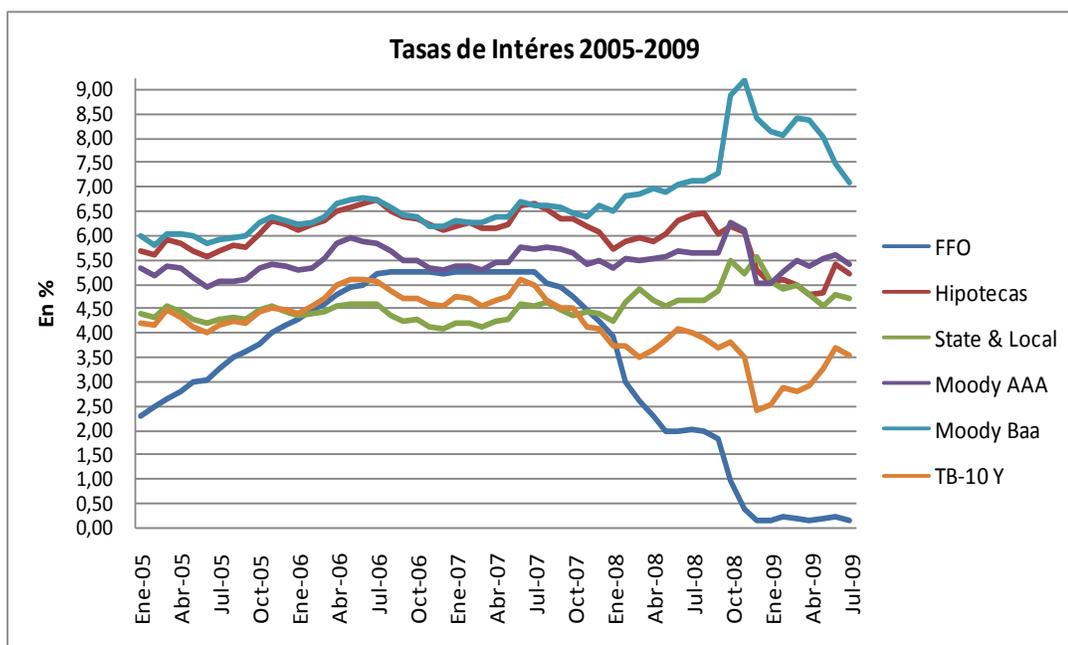
### **II.III- De la crisis de las hipotecas subprime al colapso del sistema de crédito.**

La secuencia de los acontecimientos, sólo demorada por las reiteradas y masivas inyecciones de liquidez de los gobiernos, es bien conocida.

En enero y febrero de 2007 los precios de las viviendas retroceden, comenzando a afectar el precio de los títulos respaldados por hipotecas *subprime*. A mediados de junio se conoce que dos fondos de cobertura (*hedge funds*) administrados por **Bear Sterns** han incurrido en gruesas pérdidas, obligándolos a realizar ventas masivas de títulos; y las entidades calificadoras proceden a disminuir la calificación, o a colocar en revaluación negativa, a múltiples títulos respaldados con hipotecas de 2006. Desde mediados a fin de junio, la situación se extiende a otros mercados y abarca a la totalidad de los productos estructurados y a las hipotecas comerciales. A medida que los incumplimientos se acumulan, las proyecciones de pérdidas sobre las hipotecas *subprime* más recientes superan el 20% y los inversores temen la expansión de las pérdidas a lo largo de la cadena de titularización, determinando una caída vertical de la demanda de productos en tramos.

En agosto de 2007, el banco alemán **IKB** especializado en prestamos a pequeñas y medianas empresas debe ser rescatado por pérdidas relacionadas con las hipotecas *subprime*. La firma **American Home Mortgage Investment Corporation** anuncia la imposibilidad de cumplir con sus obligaciones y solicita su convocatoria de acreedores. La **Union Investment**, un fondo alemán, anuncia el congelamiento de los retiros en uno de los fondos que administra y **BNP Paribas** congela la redención (la recompra de títulos) en tres fondos de inversión alegando la imposibilidad de valuarlos. El mercado de los títulos estaba constituido por instituciones financieras de todo el mundo y, en especial, de los países centrales, sobre las que recaen ahora los efectos del desplome de sus precios. La agitación se extiende al crédito a corto plazo y a los mercados interbancarios de dinero. En Estados Unidos, los emisores continúan alimentando el mercado de productos titularizados, pero la reticencia de los compradores fuerza a financiarlos mediante líneas de préstamos bancarios. El retiro masivo de los inversores genera, así, una ola de desintermediación involuntaria. El nerviosismo acerca de las necesidades de liquidez y los pasivos de los bancos se incrementa y la demanda de liquidez se eleva. Ocurre así una fundamental dispersión entre los niveles de tasas de interés relevantes para el mercado de crédito, con su mayor diferenciación entre los FFO (*Federal Funds Overnight*) y la tasa de las empresas calificadas por Moody's que no son grado de inversión (Baa), con un pico en el *spread* alcanzado en noviembre 2008 (Grafico N° 18).

Grafico N° 18: Tasas de interés 2005-2009



Fuente: Elaboración propia sobre datos de la Reserva Federal.

Entre septiembre y noviembre de 2007, los problemas de liquidez del **Northern Rock**, un prestamista hipotecario, generan una corrida bancaria en el Reino Unido y obliga a la tesorería inglesa a garantizar los depósitos. En Estados Unidos las mayores instituciones financieras anuncian pérdidas y reducciones en el valor de sus activos y las calificadoras degradan o pasan a observación negativa bonos por decenas de miles de millones de dólares. El precio de la protección contra el riesgo de incumplimiento por parte de los bancos crece, así como el temor a que los tramos mejor calificados de las hipotecas *subprime* experimenten pérdidas importantes, lo cual determina una fuerte reducción de su valor. Esto repercute, a su vez, sobre las *monoline*, entidades especializadas en asegurar una amplia variedad de bonos altamente calificados y productos estructurados, y ello presiona sobre los balances de los bancos como consecuencia de la reducción en la valuación de los créditos asegurados por esas instituciones.

Entre enero y mediados de marzo de 2008, la preocupación sobre el desempeño de la economía norteamericana y los temores que el mismo agrave la situación financiera, generan una constante volatilidad en los mercados y el deterioro, incluso, de aquellos

caracterizados por elevadas calificaciones. A su vez, los bancos emisores de títulos encuentran crecientes dificultades para colocar tramos carentes de las más altas calificaciones, debiendo quedarse con los restantes, lo cual incrementa la presión sobre su capital.

A fines de marzo, el banco de inversiones **Bear Sterns** sufre una severa falta de liquidez y es transferido al **JP Morgan Chase**. La continua necesidad de capital adicional por parte de algunos inversores y la desaparición de la demanda para productos estructurados deterioran aún más el mercado financiero. Los bancos devienen incapaces de hacer préstamos a otros bancos y, al mismo tiempo, preocupados por sus requerimientos de liquidez, demandan crecientemente fondos prestados, mientras que los fondos mutuos de inversión del mercado de dinero, importantes proveedores de fondos para los bancos, disminuyen su financiación a los mismos.

En mayo, el **Countrywide Financial**, el más grande prestamista hipotecario norteamericano, debe ser absorbido por el **Bank of America**. En agosto de 2008, el gobierno federal interviene **Fannie Mae** y **Freddie Mac**, entidades respaldadas por el Estado y que tienen alrededor de 5 trillones de prestamos a la vivienda. A mediados de septiembre quiebra el banco de inversión **Lehman Brothers** y simultáneamente la compañía de seguros **AIG**, que había incursionado fuertemente en el mercado de *credit default swaps* (cobertura por riesgos crediticios), demanda ayuda temporaria a la Reserva Federal, que finalmente le es otorgada pese a no ser un banco. Esta firma era garante de 300 mil millones de dólares de títulos respaldados por hipotecas en manos de bancos europeos y de cantidades aún superiores de bonos en manos de **Goldman Sachs** y otros bancos de inversión.

El impacto de la quiebra de **Lehman Brothers** en la bolsa y en el mercado bancario fue inmenso. **Merrill Lynch** es absorbido, el mismo día, por el **Bank of America**. Se procede a la venta forzosa de los activos del principal banco de ahorro y crédito, el **Washington Mutual** y de uno de los bancos comerciales más grandes.

**Wachovia, Morgan Stanley y Goldman Sachs** se convierten en bancos comerciales, desapareciendo así, como tales, los cinco grandes bancos de inversión estadounidenses. Simultáneamente, el *Reserve Fund*, uno de los más grandes fondos del mercado de dinero (*money market funds*), con 65.000 millones de dólares en títulos de **Lehman Brothers**, anuncia su liquidación. Inmediatamente, todos los fondos del mercado de dinero retiran sus líneas bancarias, llevando a la paralización del crédito interbancario y de la emisión de valores comerciales a corto plazo.<sup>43</sup> Los mercados entran en pánico, la actividad económica, ante la falta de crédito, se desploma y la crisis se globaliza a través de sus efectos sobre los restantes sistemas financieros, el comercio y los flujos de capitales.

### **III.- Las consecuencias de la crisis en el mediano plazo**

La crisis tiene, sin duda, un fuerte componente financiero. En Estados Unidos el elevado grado de endeudamiento a corto plazo de las instituciones financieras; la total despreocupación por la capacidad de pago de los deudores de créditos cuyo riesgo estaba destinado a transferirse al mercado; los sistemáticos “errores” en la evaluación de ese riesgo y las dificultades para la evaluación del precio de estos títulos fueron un elemento importante en su desarrollo.

Pero los factores económicos que determinan la recesión de 2000, así como de la posterior política seguida por la Reserva Federal fueron factores determinantes. Frente a la caída de la tasa de ganancia era necesario recurrir, atento al descenso de la tasa de inversión y el efecto negativo del creciente déficit externo, a la expansión del consumo de los hogares y, dado el estancamiento de sus ingresos, a su endeudamiento. La apetencia de ganancias de los operadores financieros, que rastrillaron las zonas de residentes de bajos ingresos en busca de potenciales titulares de hipotecas y las modalidades que

---

<sup>43</sup> Este cierre del mercado de dinero tiene efectos similares a una corrida contra los depósitos. Estas no tuvieron lugar, salvo en el Reino Unido, dado el seguro existente sobre los mismo.. Pero el cierre de los mercados de dinero impide la financiación de los bancos y el cumplimiento, por los mismos, de sus obligaciones a corto plazo, obligándolos a liquidar sus activos o a ampliar el capital si quieren evitar su insolvencia.

adoptó la titularización hicieron el resto. Se morigeraron, tras el estallido de la burbuja punto.com, los efectos de una crisis de acumulación, al precio de generar finalmente una crisis de sobre-producción cuando se desaceleró el consumo por el exceso de endeudamiento y finalmente, por la caída de la producción y el aumento del desempleo.

No se trata, por consiguiente, de una crisis sólo financiera y, sus efectos financieros más salientes es posible que sean revertidos en un plazo no demasiado extendido. La masiva inyección de fondos públicos en los bancos más afectados debería permitir una paulatina normalización del crédito, cuya demanda permanecerá reducida. Aunque es posible prever, en Estados Unidos, durante los próximos dos o tres años, un aumento de los incumplimientos en el pago de las hipotecas y de los desalojos que creará tensiones adicionales. Sólo en 2009 se esperan tres millones y medio de desalojos y en muchos caso el valor de las viviendas con hipotecada es superior a su precio de mercado, condición en la que estiman unas quince millones de unidades.<sup>44</sup>

El sector financiero ha quedado seriamente debilitado, especialmente en Estados Unidos, pero no sólo en ese país. En 2008, apenas sobreviven, entre los 15 primeras Corporaciones Globales, 3 firmas financieras (de 10 que habían en 2006), ninguna de Estados Unidos. Quedan en posiciones aún importantes, un banco inglés, un banco español y un banco chino. El primer banco de Estados Unidos, **JPMorgan Chase** ocupa recién el puesto número 16 y entre las 50 primeras CGs, ahora sólo 15 son grupos financieros y 2 de EEUU, contra 25 y nueve, respectivamente, en 2006.

---

<sup>44</sup> Fuente: 'No end in sight', *The New York Times*, 02/06/09.

Cuadro N° 10.- Principales Corporaciones Globales (2008)  
En miles de millones de dólares

k	Empresas	SECTOR	VENTAS	GANANCIAS	ACTIVOS	MValue
1	General Electric/USA	Conglomerado	\$ 183	\$ 17	\$ 798	\$ 90
2	Royal Dutch Shell/Holanda-GB	Petróleo y Gas	\$ 458	\$ 26	\$ 278	\$ 135
3	Toyota Motor/Japón	Automotor	\$ 263	\$ 17	\$ 325	\$ 102
4	ExxonMobil/USA	Petróleo y Gas	\$ 426	\$ 45	\$ 228	\$ 336
5	BP/GB	Petróleo y Gas	\$ 361	\$ 21	\$ 228	\$ 120
6	HSBC Holdings/GB	Banco	\$ 142	\$ 6	\$ 2.520	\$ 85
7	AT&T/USA	Telecomunicaciones	\$ 124	\$ 13	\$ 265	\$ 140
8	Wal-Mart Stores/USA	Supermercado	\$ 406	\$ 13	\$ 163	\$ 193
9	Banco Santander/España	Banco	\$ 96	\$ 13	\$ 1.319	\$ 50
9	Chevron/USA	Petróleo y Gas	\$ 255	\$ 24	\$ 161	\$ 122
11	Total/Francia	Petróleo y Gas	\$ 223	\$ 15	\$ 165	\$ 113
12	ICBC/China	Banco	\$ 54	\$ 11	\$ 1.188	\$ 171
13	Gazprom/Rusia	Petróleo y Gas	\$ 97	\$ 27	\$ 277	\$ 75
14	PetroChina/China	Petróleo y Gas	\$ 114	\$ 20	\$ 145	\$ 271
15	Volkswagen Group/Alemania	Automotor	\$ 158	\$ 7	\$ 244	\$ 75
16	JPMorgan Chase/USA	Banco	\$ 101	\$ 4	\$ 2.175	\$ 86
17	GDF Suez/Francia	Servicios	\$ 116	\$ 9	\$ 233	\$ 70
18	ENI/Italia	Petróleo y Gas	\$ 158	\$ 13	\$ 140	\$ 81
19	Berkshire Hathaway/USA	Holding	\$ 108	\$ 5	\$ 267	\$ 122
20	Vodafone/GB	Telecomunicaciones	\$ 70	\$ 13	\$ 252	\$ 94
	Sub Total Sector Financiero (4 empresas)		\$ 393	\$ 34	\$ 7.202	\$ 391
	Sub Total EE UU (7 empresas)		\$ 1.602	\$ 122	\$ 4.058	\$ 1.088
	Sub Total 20 Primeras		\$ 3.915	\$ 320	\$ 11.372	\$ 2.529

Fuente: Forbes (2009)

Pero nada indica que la dinámica global que ha otorgado un rol central a las finanzas tienda a desaparecer y su recuperación, al parecer, tendrá lugar sin cambios demasiado significativos en su regulación. Por otra parte, el sistema financiero ha experimentado un notorio proceso de concentración y centralización que tenderá a permanecer. Han desaparecido o quedado debilitados sus eslabones más débiles; pero la porción de éste “*demasiado grande para caer*” ha incrementado notoriamente su peso (en Estados Unidos, al 31 de marzo del 2009, las primeras 6 entidades financieras concentran casi el 70% de los activos de los primeros 50 grupos financieros)<sup>45</sup> y esta porción es parte activa, en la mayoría de los países centrales, en el diseño de los cambios regulatorios destinados a impedir la repetición de una crisis similar. La auto-regulación de los mercados se ha revelado una falacia; pero los cambios en la regulación que se van esbozando están diseñados por los mismos banqueros que dieron lugar a la parálisis y hundimiento de los mercados. Son, por lo tanto, cambios en los márgenes, de improbable efectividad. Sin embargo, en esta cuestión como en muchas otras, será la dinámica social

<sup>45</sup> FDIC, 2009

de conjunto (el cambio en las relaciones de fuerzas sociales) la que determinará, finalmente, los alcances de las transformaciones.

Los cambios inmediatos esperables en la institucionalidad del orden internacional tampoco son significativos, más allá de la importancia adquirida por el grupo de los veinte (G20), constituido en 1999. Este grupo ha reafirmado la necesidad de una estrecha colaboración internacional y de aplicar todas las medidas monetarias y fiscales necesarias para revertir la crisis. Ha formulado el propósito que sus miembros avancen en una regulación “fuerte” de sus sistemas financieros que posibilite advertir de antemano los riesgos macroeconómicos y financieros, impida el endeudamiento excesivo e incluya en la regulación a los fondos de alto riesgo (*Hedge Funds*). Se ha comprometido, asimismo, a tomar medidas contra las jurisdicciones no cooperativas, incluidos los paraísos fiscales; a ampliar la supervisión de las Agencias de Calificación, etc. El conjunto de las medidas son acordes con un diagnóstico según el cual “*las grandes fallas en el sector financiero y en la regulación y la supervisión financieras fueron causas fundamentales de la crisis.*”<sup>46</sup>

En diversas reuniones internacionales de altos mandatarios (G20, G8) se han efectuado, además, exhortaciones para la rápida finalización de la Rueda de Doha de la OMC. La profundización de la división internacional del trabajo a través de los acuerdos multilaterales de liberalización permitirá, se sostiene, contrarrestar los efectos de la crisis. Sin embargo las importantes concesiones que ello exigiría en materia de apertura de los mercados agrícolas por parte de los países centrales y de reducción de las tasas de protección al sector industrial por parte de los países periféricos, parecen improbables en el actual contexto recesivo. Se trata, seguramente, de manifestaciones destinadas a conjurar el peligro de la expansión de las políticas proteccionistas que, en mayor o en menor medida, están aplicando todos los países.

El hecho es, sin embargo, que se está ante una crisis del modo de acumulación dominante en la economía norteamericana en las últimas décadas y también, por

---

<sup>46</sup> Ver Documento de Trabajo N° 22, “*La Regulación Financiera. Basilea II, la crisis y los desafíos para un cambio de paradigma*”, CEFID-AR (2008).

consiguiente, una crisis del régimen global de acumulación sustentado en éste. Crisis para la cual las fuerzas sociales que han sustentado su expansión no tienen, como es lógico, otra respuesta que la búsqueda de los errores que habrían impedido el correcto funcionamiento de los mercados y de los instrumentos que posibilitarían el rápido restablecimiento de la situación anterior.

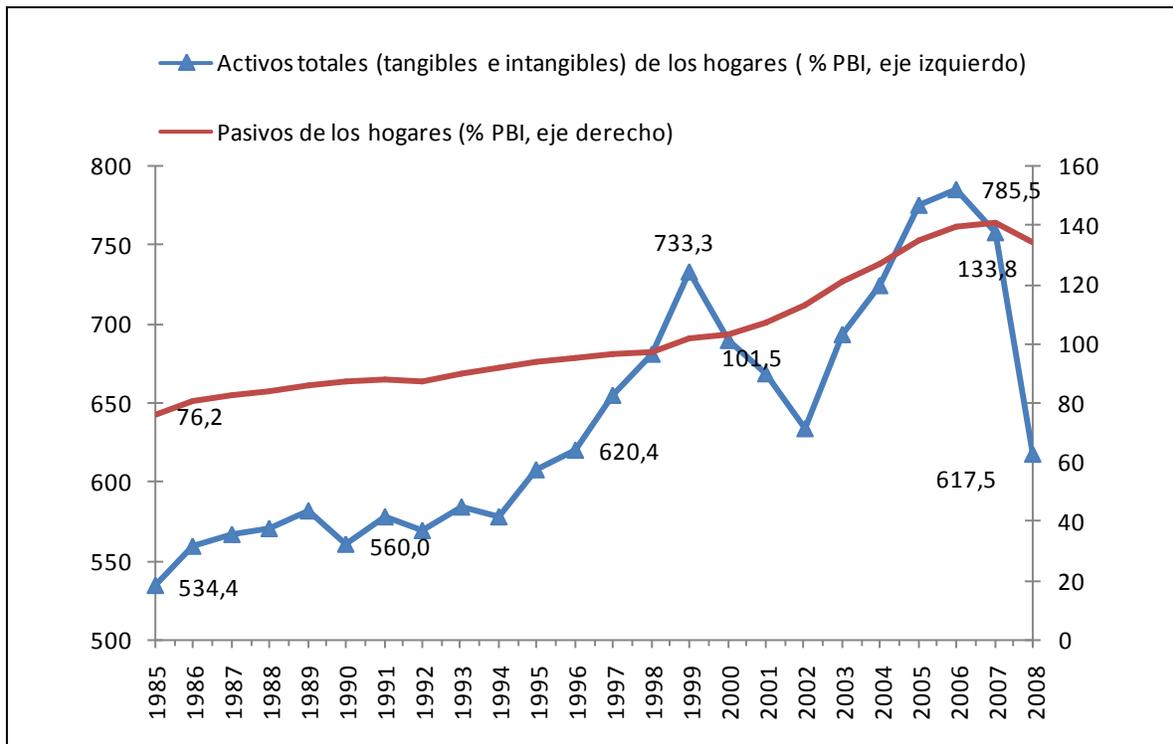
Pero en Estados Unidos, la inversión no ha podido crecer, en las últimas décadas, en forma sostenida y a un ritmo elevado en razón de una notoria tendencia a la sobreacumulación que no es independiente del sesgo adoptado por la distribución del ingreso y los efectos de la transnacionalización de los procesos productivos. Ni tampoco, probablemente, de los efectos de la financiarización de las empresas y de la retracción de la participación del Estado en los gastos en investigación y desarrollo.

A su vez el déficit comercial, que es una constante de la economía norteamericana desde 1976, pero cuyo crecimiento se acelera desde 1995 como consecuencia del desmantelamiento por parte de las grandes empresas de la mayor parte de sus actividades industriales, ha incidido negativamente sobre el nivel de actividad. Y el consumo sólo pudo ser finalmente estimulado mediante un incremento ficticio en el patrimonio de los hogares y un endeudamiento que restringe, estallada la crisis, su capacidad de consumo por un largo lapso (Gráfico Nº 19). La crisis, al disminuir los salarios y eliminar, vía quiebras y absorciones, parte de la capacidad excedentaria, permitirá, finalmente, la recuperación de la tasa de ganancia. Pero esto no implica que la reactivación económica sea rápida ni que estos problemas queden automáticamente solucionados.

La situación de Estados Unidos tiene, sin duda, ingredientes particulares, en especial el hecho que el papel del dólar como moneda de reserva le permite incurrir en desequilibrios externos que serían insustentables para cualquier otro país. Pero el bajo nivel de inversión y el creciente desequilibrio entre ésta y los beneficios no es un rasgo excepcional en los restantes países centrales.

En el caso de Estados Unidos, el gobierno de Barack Obama plantea, como salida, el desarrollo de nuevas actividades mediante el estímulo de la inversión destinada al ahorro de energía y a la investigación y el desarrollo. Pero, en el mejor de los casos, la apertura de nuevos campos de inversión para el capital requiere un tiempo considerable y el aumento de la inversión debería ser excepcional para compensar el menor crecimiento del consumo

Gráfico N° 19 - Estados Unidos, activos y pasivos totales de los hogares en porcentaje del PBI 1985-2008



Fuente: Cálculos propios en base a datos de la Reserva Federal, Flow of Funds

Los hogares norteamericanos, que no han sido objeto de ayuda significativa, deben enfrentar una caída en su patrimonio del 14%. Su valor se ha contraído al nivel de 1997, con la correspondiente reducción de su capacidad de obtención de crédito, mientras que sus deudas son un 40% superior a las de ese año. El valor de la vivienda ha caído un 41% y a ello se agregan casi diez millones de desocupados y el consiguiente deterioro del mercado de trabajo. Están obligados, por lo tanto, a elevar sustancialmente su nivel de ahorro y lo hacen a un ritmo acelerado (en mayo de 2009 este asciende ya al 6,9 % de su

ingreso disponible, frente a una tasa de ahorro prácticamente nula un año antes). Todo lo cual determinará una parsimoniosa recuperación de sus gastos.

Por supuesto, una mejora sustancial en el saldo comercial, si la misma se apoya en la expansión de las exportaciones, podría mejorar esta situación. Pero ello es improbable que ocurra sin una previa recuperación de la economía mundial y una fuerte devaluación del dólar, lo que a su vez, dado el fuerte desequilibrio de sus cuentas fiscales, generaría una mayor desconfianza respecto a su moneda y encarecería su financiamiento. Y sin modificaciones fundamentales en la cotización de su moneda, a mediano plazo, la elevación del ahorro de los hogares (y de las empresas, cuya capacidad de endeudamiento se ha visto reducida por el desplome bursátil) llevará a una contracción de su déficit externo que tendrá, en este caso, escasos efectos sobre el nivel de actividad, puesto que será la contrapartida del menor crecimiento del consumo y de la inversión.

La disminución del dinamismo de la economía norteamericana y la paulatina contracción de su déficit externo implican, por consiguiente, una desaceleración de la expansión conducida por las exportaciones que han experimentado en los últimos años tanto de ciertos países centrales, como Japón y, especialmente Alemania, que han sido afectados por la crisis en su nivel de actividad más que Estados Unidos en razón de su mayor dependencia de las exportaciones, como la mayoría de los países periféricos (Cuadro N° 11).<sup>47</sup>

---

<sup>47</sup> Esto no implica, sin embargo, obviamente que los países periféricos puedan y deban adoptar frente a la crisis similares políticas que Alemania o Japón. Frenkel y Rappeti (2009).

Cuadro N° 11: Incremento Potencial del PIB

	2006-2008	2009-2010	2010-2017
Japón	1,0%	0,6%	<b>0,8%</b>
Italia	0,9%	-0,1%	<b>0,9%</b>
Alemania	1,2%	0,8%	<b>1,1%</b>
Zona Euro	1,7%	0,9%	<b>1,3%</b>
Francia	1,7%	1,2%	<b>1,4%</b>
Reino Unido	2,2%	1,3%	<b>1,7%</b>
OCDE	2,1%	1,4%	<b>1,7%</b>
EEUU	2,2%	1,5%	<b>2,0%</b>
España	3,1%	1,2%	<b>2,1%</b>

Fuente: OECD (El País, 9 agosto, 2009)

Y ello es, en cierta medida, independiente del hecho que el sistema financiero de los países centrales tenga una rápida recuperación y ello determine la reactivación de los flujos internacionales de capital. Esta reanudación generará, fundamentalmente, el riesgo del surgimiento de nuevas burbujas. El desequilibrio en los países centrales, pero no sólo en ellos, entre el nivel de inversión productiva rentable y los beneficios lleva a una plétora de capitales que, sumada a los desequilibrios comerciales generados por un incremento de los flujos comerciales asentado en la incorporación masiva de las poblaciones campesinas remanentes y una persistente presión sobre los salarios del conjunto de los países, impulsa, inevitablemente, el desarrollo de reiteradas burbujas, sobre todo en los países más débiles y con una regulación menos efectiva. Sus sistemas financieros no pueden absorber esa masa de recursos sin desestabilizar al conjunto de la economía. Tampoco pueden hacerlo, por otro lado, incluso los países centrales, como lo demuestra la crisis. Pero ellos son, en buena medida, el origen de la plétora y los constructores, bajo el impulso del capital transnacional, del marco institucional global que da origen a los desequilibrios.

Este conjunto de factores implica, necesariamente, un deterioro de lo que se ha dado en llamar el *II Bretton Woods*. El déficit en cuenta corriente norteamericano dejará de jugar su rol dinamizador. Correlativamente la acumulación de reservas en los países periféricos disminuirá y éstos, ante el riesgo de un descenso del dólar, procurarán diversificar sus activos. Al mismo tiempo intentarán intensificar sus intercambios regionales, prescindiendo para los mismos, en la medida de lo posible, de la moneda norteamericana. Para China, en particular, esta es la vía para que su moneda expanda su

presencia en los intercambios internacionales. La crisis supone, por consiguiente, el acentuamiento de la tendencia hacia un sistema internacional más multipolar, así como el debilitamiento del papel de la economía norteamericana y del rol central del dólar.

Finalmente, puesto que el comercio mundial va a crecer menos, la periferia deberá, si desea mantener su tasa de crecimiento, desplazar en mayor medida su eje de acumulación hacia el mercado interno. Lo cual requiere múltiples requisitos que deberían ser el eje de una reformulación del orden económico internacional tendiente a disminuir los desequilibrios que genera, sin limitar por ello la expansión de los países periféricos. En primer lugar, sin duda, esto exige, renegociar los tratados de la OMC, a fin de ampliar los márgenes para modificar las tarifas aduaneras y otorgar subsidios por determinado lapso para facilitar el desarrollo de nuevas actividades, así como suprimir la prohibición de establecer condicionalidades a la operatoria de la inversión extranjera. Avanzar en la constitución de organismos regionales de financiamiento y acuerdos monetarios que permitan, en alguna medida, contrapesar la aberración de un sistema monetario internacional que tiene como eje una moneda nacional. Acotar radicalmente los movimientos internacionales especulativos de capital y modificar los sistemas financieros nacionales a fin de otorgarles el rango de un bien público al servicio del cumplimiento de los objetivos nacionales. Todo lo cual, por supuesto, implica un Estado capaz de diseñar e implementar estrategias de desarrollo económico y social que reflejen las necesidades de la mayoría de la población, es decir, de los sectores populares. En cierta medida algunas de estas cosas se están haciendo bajo la presión de la crisis. El desafío es transformar estas acciones en una estrategia alternativa a la que ha impuesto en las últimas décadas el capital transnacionalizado.

## Bibliografía Citada

- Aglietta, Michel, Berrebi, Laurent (2007), "*Désordres dans le Capitalisme Mondial*", Paris, Éditions Odile Jacob
- Arceo, Enrique, (2009), "*El fin de un peculiar ciclo de expansión de la economía norteamericana. La crisis mundial y sus consecuencias*", en Arceo, Enrique, Basualdo, Eduardo, Arceo, Nicolás, *La crisis mundial y el conflicto del agro.*, Buenos Aires, Centro Cultural de la Cooperación Floreal Gorini, Página 12, Universidad Nacional de Quilmes.
- Bank for International Settlements (2009) 79<sup>th</sup> Annual Report, 1 April 2008-31 March 2009, Basilea, Junio.
- BCA Research, Special Report. (2008) "*A Vicious Circle of Credit Retention*", Montreal, Febrero.
- Bernanke, Ben S. (2005) "*The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit, The Federal Reserve Board*", Observaciones en la Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, marzo, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm>
- Berger, Suzanne, (2006), "*Made in Monde. Les nouvelles frontières de l'économie mondiale*", Éditions du Seuil, Francia.
- Brenner, Robert (2002), "*The Boom and the Bubble, Verso*", London, New York.
- Borja, Daniel Vincent; Goyeau, Daniel, (2005) "*Internacional Liquidity, Monetary Spillovers and Asset Prices*", Asia- Link Programme. Asialink/Asie/B7-3010/2005/105-139.
- Caballero, Ricardo J. (2006) "*On the Macroeconomica of Asset Shortages*"; diciembre, BEA (National Bureau of Economica Research, working paper 12573, <http://www.nber.org/papers/w12573>).
- Caballero, Ricardo J; Farbi, Emmanuel; Gourinchas, Pierre-Olivier, (2008) "*Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances*"
- IMF, Finance & Development, (2009), "*The perfect Storm, Olivier Blanchard's view of the underlying causes of the crisis*" Junio.

- Chang, Ha- Joon, (2002) *"Kicking away the Ladder. Development Strategy in Historical Perspective"*, Anthem Press, London.
- Crotty, James (2007) *"If Financial Market Competition is so Intense, Why are Financial Firm Profits so High? Reflection on the Current 'Golden Age' of Finance"*, PERI, Working Paper Series N° 134, Massachusetts
- Frenkel, Roberto (2007) *"La sostenibilidad de la política de esterilización"*, CEFID-AR, Documento de Trabajo N° 17, Agosto.
- Frenkel, Roberto y Rapetti, Martín (2008) *"Economic Development and the International Financial System"*, CEDES.
- Frenkel, Roberto y Rapetti, Martín (2009) *"A developing country view of the current global crisis: what should not be forgotten and what should be done"*, Cambridge Journal of Economics N° 33, Oxford University Press.
- *Forbes Magazine* (2007/2009).
- Glyn, Andrew, (2006) *"Capitalism Unleashed. Finance, Globalization, and Welfare"*, Oxford University Press, Estados Unidos.
- Jones, Kenneth & Critchfiel, Tim (2005) *"Consolidation in the U.S. Banking Industry: Is the "Long, Strange Trip" About to End?"* FDIC Banking Review, Volume 17, N° 4.
- Krugman, Paul, (2008), *"Life without bubbles"*. The New York Times, Diciembre.
- Krugman, Paul (2009). *"The Return of Depression economics and the crisis of 2008"*. W.W. Norton & Company, New York, London.
- McKinnon, Ronald y Schnabl, Ghunter (2009) *"China's financial conundrum and global imbalances"*. BIS Working Papers Nro 277, Bank for International Settlements, Marzo.
- Magdoff, Harry (1988) *"El desplome de la Bolsa de Nueva York y sus consecuencias"*. Comercio Exterior, vol. 38, nº 4, México.
- O'Sullivan, Mary A. (2000), *"Contests for Corporate Control. Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany"*. Oxford University Press, New York.

- Gordon, Robert J. (2004), "*Five Puzzles in the Behavior of Productivity, Investment, and Innovation*", NBER Working Papers 10660, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Rodrik, Dani (2007), "*One Economics. Many Recipes. Globalization, Institutions and Economic Growth*", Princeton University Press, USA, en base a datos aportados por un artículo de Jean Imbs y Romain Wacziarg (2003, Stages of diversification, *American Economy Review*, 93.1:63-86).
- Schiller, Robert J. (2005), "*Irrational Exuberance*", Princeton University Press y su actualización por el autor en [http://www.econ.yale.edu/~schiller/data/ie\\_data.xls](http://www.econ.yale.edu/~schiller/data/ie_data.xls).
- Stiglitz, Joseph (2009), "*Los mensajes tóxicos de Wall Street*", Revista Sin Permiso, 14/06/2009.
- Wierzba, Guillermo; del Pino Suárez, Estela; Kupelian, Romina; López, Rodrigo (2008) "*La Regulación Financiera. Basilea II, la crisis y los desafíos para un cambio de paradigma*", Documento de Trabajo N° 22, CEFID-AR, Noviembre.