

# **INTRODUCCIÓN**

## **LA CRISIS Y SU PROYECCIÓN EN LA PERIFERIA**

**ENRIQUE ARCEO**

LOS TEXTOS INCLUIDOS EN EL PRESENTE VOLUMEN constituyen un aporte relevante para la comprensión de las implicancias para América Latina de la actual crisis mundial. Los análisis que se efectúan sobre las características de la expansión del capital en la fase actual, las modalidades de inserción en la economía mundial de los sectores dominantes latinoamericanos, los rasgos del proceso de acumulación de capital en algunos de los países más importantes de la región, sus límites y contradicciones, son los elementos esenciales para evaluar las consecuencias de la crisis en la región y las alternativas que enfrenta ante el agotamiento del patrón de acumulación de capital prevaleciente.

La presente crisis no constituye un episodio meramente financiero, consecuencia de una excesiva desregulación de las finanzas y de la existencia de incentivos erróneos. Es el resultado de las múltiples contradicciones del modo de acumulación dominante a nivel mundial durante las últimas décadas, el cual ha condicionado decisivamente las estrategias seguidas por los sectores dominantes en la región.

El crecimiento de la economía mundial ha estado liderado por la expansión de la inversión extranjera directa, que crece más que el comercio internacional y por una expansión de este último sustancialmente superior al de la producción. Esto refleja la instauración y expansión de una nueva división internacional del trabajo, que tiene por eje la industria manufacturera y que se asienta en la internaciona-

lización de los procesos productivos y el desplazamiento a la periferia, por el capital del centro, de los tramos de los procesos de trabajo 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 no es predominantemente complementaria, sino crecientemente competitiva entre el centro y la periferia, y en el seno mismo de la periferia.

La nueva división internacional del trabajo resulta 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, de todas las trabas que limitaban su accionar y, especialmente, de las políticas proteccionistas implementadas durante la anterior fase de la economía internacional por las economías periféricas. La abrupta y profunda apertura de estas últimas ha dislocado –y, en muchos casos, contraído– su mercado interno y obligado a centrar el eje del proceso de acumulación en las exportaciones. Todo lo cual ejerce un fuerte impacto, a nivel mundial, sobre los salarios, la ocupación y los precios de los productos industriales.

Esto 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. Lo cual ha estado acompañado, en los países centrales, de una recuperación de la tasa de ganancia basada en el incremento de la participación de los beneficios en el producto neto y de una mejoría de la relación producto capital que solo ha podido sustentarse en el marco de bajas tasas de inversión.

La conjunción de una creciente participación de los beneficios y de bajas tasa de inversión ha generado una plétora de capitales en busca de oportunidades de inversión en la esfera financiera, con el consiguiente desarrollo de múltiples burbujas y su posterior estallido. Y a partir de la segunda mitad de los años noventa dos procesos distintos, aunque interrelacionados, han acentuado esta característica de la expansión de la economía mundial.

Por una parte, Estados Unidos ha crecido más que el resto de los países centrales y su política económica ha estado fundamentalmente orientada a sostener el elevado nivel de expansión mediante el estímulo a la inversión y el consumo pese al creciente desequilibrio de la cuenta corriente de su balanza de pagos. Sus exportaciones apenas superan, en 2007, el 8% de las exportaciones mundiales, pero sus importaciones alcanzan, el mismo año, el 14% de las importaciones (16% en promedio entre 1995 y 2007). Y tomando la economía mundial en su

conjunto el déficit en cuenta corriente norteamericano representa, en 2005-2007, el 60% del total de los déficit en cuenta corriente. El déficit norteamericano se transformó, por consiguiente, 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)<sup>1</sup>.

Por otra parte, la contrapartida del déficit norteamericano ha sido un rápido crecimiento de los excedentes en cuenta corriente de la balanza de pagos de múltiples países periféricos, ya sea que sus exportaciones se apoyen directamente en el mercado norteamericano o en el mercado de los países que, como China, son grandes exportadores a ese país. Esto se ha traducido en una elevación de sus reservas que ha incrementado notoriamente la liquidez internacional e impulsado, junto con la plétora de capitales, una sostenida disminución de las tasas de interés en el mercado mundial. Lo cual facilitó el desarrollo de burbujas, no solo en Estados Unidos, sino también en España, Irlanda, Grecia, la mayoría de los países del Este de Europa, entre otros.

El crecimiento de Estados Unidos, en particular, se ha apoyado en dos burbujas sucesivas. La del “punto com” (1995-2000) y la de las viviendas (2002-2007).

Inicialmente, la articulación de la informática y las telecomunicaciones a través de Internet generó, en ese país, 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 contra 2,8% anual entre 1987 y 1995 en el sector manufacturero. 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 este relación había ascendido a 32,6 veces<sup>2</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 creció, entre 1995 y 2000, a una tasa del 4,1% anual, mientras que el ahorro de los hogares cayó, durante el mismo período, del 4,6% al 2,3% del ingreso disponible.

El ascenso de la tasa de ganancia sobre el stock de capital fijo privado que acompaña esta expansión se interrumpe, sin embargo,

---

1 Las cifras sobre la economía norteamericana resultan, salvo aclaración en contrario, de cálculos realizados en base a los datos del *Bureau of Economic Analysis*.

2 Cálculos propios en base a Schiller (2005) 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)>.

en 1998<sup>3</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 la electrónica y los bienes de consumo durable, el comercio minorista en grandes superficies y el sector financiero (Gordon, 2004)– y los cambios en los precios relativos resultantes de los incrementos en la productividad no generan, con la distribución del ingreso y el grado de internacionalización de la producción existentes, una expansión sustancial de las oportunidades de inversión (del campo de la inversión real).

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 alcanzar durante el ciclo, pero el crecimiento de la inversión, aunque a un ritmo menor, no se detiene hasta el año 2000. 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 financieros y, con ella, el comienzo de la recesión.

**Cuadro 1**

Estados Unidos. Tasa de crecimiento, dólares constantes del año 2000

	1987-1991	1992-1995	1996-2001	2002-2004
Mundo	65,4	48,1	72,3	55,5
Economías desarrolladas	77,7	68,8	90,4	77,3
Economías en desarrollo	12,4	12,7	20,7	16,5
Países en transición	11,3	6,2	4	13,9

Fuente: Bureau of Economic Analysis.

Las características del ciclo subsiguiente solo pueden entenderse a partir de las condiciones creadas por el agotamiento de la burbuja del

3 Ver Arceo (2009). 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.

“punto com”. La rentabilidad del capital no logra recuperarse y es, en su punto más alto, 2004, un 5%, más baja que en 1997 y 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%.

El resultado fue una rápida elevación de la demanda de crédito hipotecario y un sostenido aumento del precio de los inmuebles (el índice de precios de las viviendas pasó de 100, en 2000, a 190 en 2006<sup>4</sup>) como consecuencia que la oferta de viviendas no logra expandirse a un ritmo similar al de la demanda.

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 pres-tando; o, si los retenían, reemplazaban una inmovilización 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 solo intereses fijos, pasándose luego a pagar intereses ajustables y capital, etcétera.

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 estos acceden a mayores créditos vía la obtención de segundas y terceras hipotecas, ampliación de los créditos de tarjetas de crédito, etcétera. Lo cual es activamente promovido por el sistema bancario. El Citigroup desarrolla, con tal fin, una campaña de mil millones de dólares centrada en el slogan “Vivir ricamente” (*Live Richly*).

---

4 S&P/Case-Schiller Home Price Indices.

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 2006-2007; la deuda de los hogares alcanza, en 2008, al 140% de su ingreso disponible, duplicando su nivel de comienzos de los años noventa y 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>5</sup> respaldadas (“apalancadas”) con fuertes créditos. 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 “canjes de incumplimientos crediticios” (*credit defaults swaps*<sup>6</sup>) 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.

Se trata de un ciclo que presenta marcadas diferencias con el anterior (Cuadro 1) ya que, en el marco de 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 (2000-2007) fue del 2,3% anual, contra el 3,3% entre 1990 y 2000 y del 4,1% entre 1995 y 2000; el aumento del consumo 2,9% contra 3,5% y el de la inversión bruta interna fija 0,6% contra 6,8% (su participación en el PBI cae del 18% al 16%). Pero 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 el ingreso disponible de los hogares correspondiente a los tres primeros quintiles nunca recuperó, medido en dólares constantes, su nivel de 2000.

---

5 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.

6 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.

Esta contradicción entre una pujante burbuja inmobiliaria y una economía que, en conjunto, muestra signos de debilidad, 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 la Bolsa de 2001 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” (Aglietta et al., 2007: 306) 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” (Aglietta et al., 2007 : 310). 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 creciente 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 comienzan, sin embargo, a traducirse, en 2006, en un paulatino aumento de la tasa de incumplimiento en los pagos de hipotecas y en una lenta caída en el precio de las viviendas. 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 fuerte impacto sobre el crecimiento. Pero ello no ocasiona, en un comienzo, demasiada tensión en un sistema financiero que se pensaba estaba en buena medida cubierto del riesgo por una compleja red de “*credit defaults swaps*” y que se creía capacitado para absorber la crisis de un mercado particular, como es el de la vivienda.

Para comprender el desarrollo de la subsiguiente crisis financiera deben tenerse en cuenta dos hechos. Las hipotecas no constituían 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.

En segundo lugar la emisión de títulos respaldados por hipotecas adoptó características que son comunes a todos las CDO (*collateralized*

*debt obligations*). Un banco constituye un pool de títulos hipotecarios (u otros activos, como bonos de las empresas, préstamos para la adquisición de automotores, préstamos a estudiantes, tarjetas, etcétera) y lo transfiere a entidades denominadas SIVs (vehículos para inversiones especiales) o conductos (*conduits*) y que ellos generalmente administran. Las SIVs o *conduits*, financian su compra con crédito a corto plazo y posibilitan a los bancos sacar los créditos de su balance y recuperar el capital a fin de reiniciar la operatoria, si bien normalmente se obligan, por exigencia de los inversores de corto plazo de los SIVs o *conduits*, a otorgar a estos últimos un respaldo financiero y normalmente conservan parte de los títulos, puesto que estos exigen mínimas reservas, dada su alta calificación y la cobertura del riesgo mediante seguros.

A su vez, los SIVs o *conduits* venden a inversores, obteniendo una comisión y parte de los intereses, títulos respaldados por las hipotecas (u otros activos), divididos en tramos con distinto riesgo. 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, etcétera. 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 cierto inversores institucionales y el último 3% carece de calificación –es *equity* o capital– (BCA Research, 2008). 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, las que subestimaron severamente la probabilidad de un descenso generalizado en el precio de las viviendas y de un aumento masivo de los incumplimientos.

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. Ello trabó crecientemente su venta en el mercado y las de otras CDO, generándose una desconfianza generalizada sobre la solvencia de sus poseedores. 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 su balances, lo que deterioró su posición.

La secuencia de los acontecimientos, solo 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 ventas masivas de títulos y las entidades calificadoras proceden a disminuir la calificación, o a colocar en reevaluación negativa, de 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 *conduit* alemán IKB debe ser rescatado por pérdidas relacionadas con las hipotecas *subprime*. *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, es especial, de los países centrales, sobre las que recaen ahora los efectos de su desplome. 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 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.

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 dece-

nas 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 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 de 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 Stern* sufre una severa falta de liquidez y es transferido al *JP Morgan*. La continua necesidad de capital adicional por parte de algunos inversores y la desaparición de la demanda para productos estructurados deterioran aun 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 en el mercado de dinero, importantes proveedores de fondos para los bancos, disminuyen su financiación a los mismos.

En mayo, el *Countrywide Financiamiento*, el más grande prestamista hipotecario norteamericano, debe ser absorbido por el *Bank of America*. En agosto de 2008 el gobierno interviene *Fannie Mae* y *Freddie Mac*, entidades respaldadas por el gobierno y que tienen alrededor de 5 trillones de préstamos a la vivienda. A mediados de septiembre quiebra el banco de inversión *Lehman Bros.* y simultáneamente la compañía de seguros *AIG*, que había incursionado fuertemente en el mercado de *credit default swaps*, 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 Bros.* en la bolsa y el mercado bancario es 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. Paralelamente, el *Reserve Fund*, uno de los más grandes “fondos del mercado de dinero” (*money market funds*), con 65 mil millones de dólares en títulos de *Lehman Bros.*, anuncia su liquidación. Inmediatamente todos los *money market funds* retiran sus líneas bancarias, llevando a la paralización del crédito interbancario y de la emisión de valores comerciales a corto plazo. 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 el comercio y los flujos de capitales.

La misma 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.

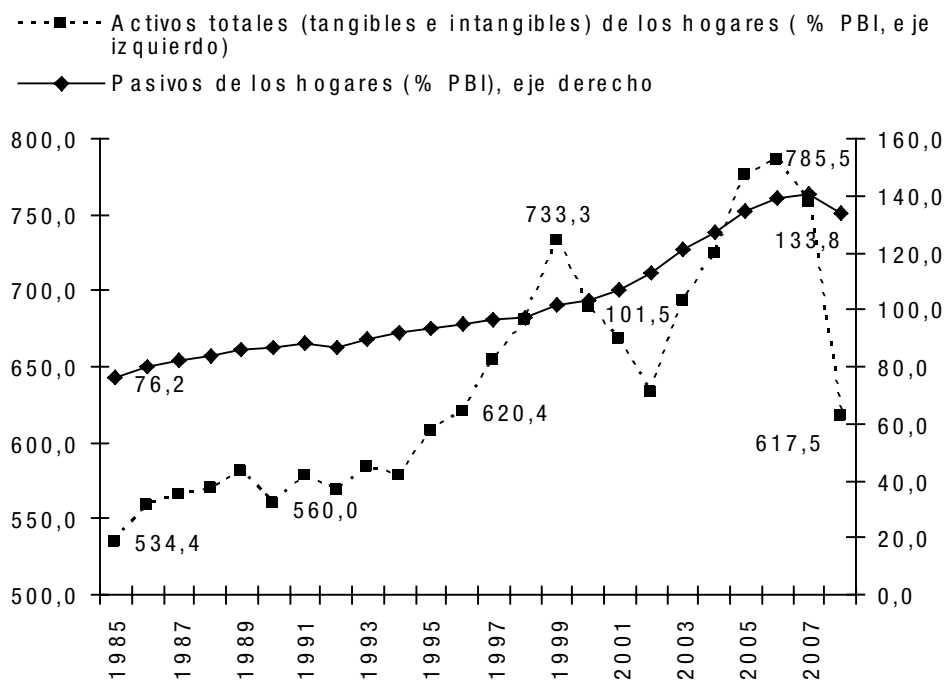
Pero la política seguida por la Reserva Federal y los factores económicos que la explican fueron un factor determinante. Para sostener el nivel de actividad era necesario recurrir, atento el descenso de la inversión y el efecto negativo del creciente déficit externo, a la expansión del consumo de los hogares y, dado el estancamiento de sus ingresos, a su endeudamiento. La burbuja en el precio de las viviendas, estimulada durante tres años por una tasa de interés negativa y potenciada por la plétora de capitales generó, como antes la Bolsa, el efecto riqueza necesario para ese mayor endeudamiento (Gráfico 1). La apetencia de ganancias de los operadores financieros, que rastrillaron las zonas de residentes de bajos ingresos en busca de potenciales titulares de hipotecas, hizo el resto.

Se trata de una crisis del modo de acumulación. La inversión no podía crecer frente a una notoria tendencia a la sobreacumulación. El déficit comercial incidía negativamente sobre el nivel de actividad; este déficit es una constante de la economía norteamericana desde 1976, pero su crecimiento se acelera desde 1995 como consecuencia del desmantelamiento por parte de las grandes empresas de la mayor parte de sus actividades industriales<sup>7</sup>. Y el consumo solo podía ser 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.

---

7 En 1995 y 2000 el déficit comercial ha crecido a una tasa del 32% anual. A partir de 2001 y hasta 2006 su crecimiento ha sido menor, aunque también elevado, 16% anual, pese a la disminución de la tasa de cambio real efectiva de su moneda.

**Gráfico 1**  
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*.

La precisión sobre el carácter de la crisis es central para comprender sus consecuencias. La economía de los Estados Unidos ha jugado, desde los años noventa, un rol determinante en el crecimiento de la economía mundial. Pero incluso si la inyección masiva de fondos gubernamentales para reconstituir el sistema financiero fuera exitosa en el corto plazo, ello no significaría la recuperación de su nivel de actividad y de su ritmo de expansión.

El crecimiento de la inversión chocó, en 1998, con una reducción de la relación producto/capital ligada, entre otros factores, a una caída en el grado de utilización de la capacidad utilizada que se ha agravado, incluso, antes de la crisis. El gobierno de 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 cam-

pos 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.

Los hogares, que no han sido objeto de ayuda significativa, deben enfrentar una caída en su patrimonio, cuyo 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. A lo cual se agregan diez millones de desocupados y el consiguiente deterioro del mercado de trabajo. Están obligados, por lo tanto, a elevar sustancialmente su nivel de ahorro, lo cual determinará una lenta 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 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 implica el fin de la expansión conducida por las exportaciones que ha experimentado la economía mundial durante los últimos años, aun cuando el sistema financiero de los países centrales tenga una rápida recuperación y ello determine la reactivación de los flujos internacionales de capital hacia los países periféricos

El comercio mundial va a crecer menos y ello obligará a la periferia, si desea mantener su tasa de crecimiento, a desplazar en mayor medida su eje de acumulación hacia el mercado interno, lo cual requiere múltiples requisitos. En primer lugar, sin duda, una renegociación de 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, asimismo, en la constitución de organismos regionales de financiamiento y acuerdos monetarios que permitan, en alguna medida, contrapesar la aberración que un sistema monetario internacional que tiene como eje una moneda nacional. Acotar radicalmente los movimientos internacionales especulati-

vos 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, exige 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 han impuesto en las últimas décadas el capital transnacionalizado y los sectores dominantes locales.

Los textos incluidos en este libro ofrecen un amplio material para la reflexión en cuanto a los desafíos que enfrenta la construcción de esta estrategia. La primera parte contiene dos artículos. El de Adolfo Gilly y Rhina Roux constituye un riguroso y nada economicista examen del surgimiento, durante las últimas décadas, de una nueva conformación mundial de la relación de capital, signada por la destrucción de los antiguos mundos “junto a las promesas de otros nuevos, vividas empero como horizonte y como espejismos, contra la realidad de un presente desgarrado en sus socialidades y amenazado de catástrofes bélicas y ecológicas”. El segundo artículo corresponde a Francisco de Oliveira y contiene, a partir del análisis de la última elección presidencial en Brasil, una elaborada reflexión sobre las transformaciones en las formas de la hegemonía que convalidan el actual sistema de explotación capitalista en países donde los sectores populares ejercen el poder político.

En la segunda parte del libro, consagrada a los sectores dominantes en América Latina y su inserción en la economía mundial, Enrique Arceo examina las características que ha asumido la transnacionalización de los procesos productivos y del capital, su impacto diferencial sobre la periferia y los límites estructurales que enfrenta el crecimiento exportador de América Latina. Reinaldo Gonçalves, Marcelo Díaz Carcanholo, Luis Filgueiras y Eduardo Costa Pinto elaboran un índice de vulnerabilidad externa estructural de América Latina que revela, contra el discurso oficial prevaleciente en la región, el incremento, en general, de esa vulnerabilidad, aunque con profundidad y ritmos diferenciales en los distintos países. Ary Minella, finalmente, avanza en el examen de la configuración del poder del capital financiero en la región mediante el análisis de la presencia de las mismas instituciones financieras en la dirección de las asociaciones de bancos de los distintos países y de los complejos y múltiples vínculos que mantienen con asociaciones políticas y empresariales norteamericanas y con las usinas del pensamiento neoliberal latinoamericano.

La tercera parte, centrada en el accionar de los sectores dominantes en distintos escenarios nacionales, comienza con un artículo de

Luiz Filgueiras y Bruno Rodrigues Pinheiro que analiza las características del bloque de poder dominante en el Brasil y sus contradicciones, que se traducen en distintas formas de actuación de las diversas fracciones que lo integran y que influyen de manera diferente sobre la vulnerabilidad externa del país, que está lejos de haber desaparecido. Pierre Salama, por su parte, analiza la actual crisis y las razones de su impacto sobre los tres países que examina (México, Brasil y Argentina) pese a la reducción de su vulnerabilidad según los estimadores convencionales y utiliza tres variables diferentes para evaluar el posible impacto diferencial de la crisis en esos países. Este artículo, junto con el anterior y el de Reinaldo Gonçalves y otros, incluido en la segunda parte, conforman un conjunto de reflexiones y abordajes analíticos diferenciados de la incidencia de los factores externos sobre la evolución de las economías de la región y de las consecuencias, al respecto, de las estrategias de inserción en la economía mundial adoptadas por los sectores dominantes.

A continuación, un artículo de Rhina Roux examina el proceso de redefinición del complejo de relaciones en que se ha asentado la existencia histórica del estado mexicano: “el modo de su integración en el mundo, su relación con otros Estados, la composición de clases dominantes y grupos subalternos y los códigos internos del mando y la hegemonía”. Felipe Burbano de Lara, por su parte, examina, desde una perspectiva comparada, las luchas autonómicas de Guayaquil y Santa Cruz, abordando el complejo proceso a través del cual la crisis del sistema de representación y la emergencia de nuevos actores lleva en estos países a que elites de regiones periféricas, pero con poder suficiente para desafiar al centro, se consideren desplazadas del poder y pugnen por una autonomía acrecentada. Proceso presente, aunque en forma menos aguda, en diversos países latinoamericanos, dada la precaria articulación entre unidad política y territorial, el desarrollo desigual de las regiones y la crisis del sistema de representación.

Por último, Eduardo Basualdo parte de las hipótesis que las transformaciones de la economía mundial influyen tanto en el comportamiento económico y social como en las condiciones estructurales de los países dependientes y que estos procesan esas transformaciones de acuerdo a sus condiciones estructurales y la situación de la lucha social entre el capital y el trabajo. Y a partir de estas hipótesis estudia las características de los dos patrones de acumulación que se han sucedido en la Argentina desde 1976.

**BIBLIOGRAFÍA**

- Aglietta, Michel y Berrebi, Laurent 2007 *Désordres dans le Capitalisme Mondial* (París: 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 y 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).
- BCA Research 2008 *Special report. A vicious circle of credit retention* (Montreal), 12 de febrero.
- Gordon, Robert 2004 *Five puzzles in the behavior of productivity, investment, and innovation* (NBER Working Papers 10660/ National Bureau of Economic Research, Inc.)
- Schiller, Robert 2005 *Irrational Exuberance* (Princeton University Press).