LA CRISIS DE LA FINANCIARIZACIÓN

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 3 17/05/2011 02:55:19 p.m.

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
Dr. José Narro Robles
Rector
Dr. Eduardo Bárzana García
Secretario General
Lic. Enrique del Val Blanco
Secretario Administrativo
Dra. Estela Morales Campos
Coordinadora de Humanidades

INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS
Dra. Verónica Villarespe Reyes
Directora
Mtro. Gustavo López Pardo
Secretario Académico
Aristeo Tovías García
Secretario Técnico
Roberto Guerra M.
Jefe del Departamento de Ediciones

CONSEJO LATINOAMERICANO DE CIENCIAS SOCIALES
Dr. Emir Sader
Secretario Ejecutivo
Dr. Pablo Gentili
Secretario Ejecutivo Adjunto y Coordinador Académico
Dr. Lucas Sablich
Coordinador del Área de Difusión y Producción Editorial

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 4 17/05/2011 02:55:32 p.m.

LA CRISIS DE LA FINANCIARIZACIÓN

Gary A. Dymski Makoto Itoh
Paulo L. dos Santos José Antonio Rojas Nieto
Demophanes Papadatos Juan Pablo Painceira
Nuray Ergüneş

Costas Lapavitsas
(*coordinador*)

Carlos Morera
(*compilador*)

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS
CONSEJO LATINOAMERICANO DE CIENCIAS SOCIALES

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 5 17/05/2011 02:55:33 p.m.

Esta investigación, arbitrada por pares académicos,
se privilegia con el aval de la institución editora.

HB501
C75

La crisis de la financiarización / Carlos Morera y Costas Lapavitsas (coordinadores) ; Gary Dymski … [et al.]. -- México : UNAM, Instituto de Investigaciones Económicas : Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales, 2011.
400 p.: il.; 21 x 14 cm.
ISBN 978-607-02-2243-6

1. Capitalismo. 2. Crisis financiera. I. Morera, Carlos, 1946- ed. II. Lapavitsas, Costas, ed. III. Dymski, Gary, colab.

Primera edición
29 de abril de 2011

D.R. © Universidad Nacional Autónoma de México
Ciudad Universitaria, Coyoacán,
04510, México, D.F.
Instituto de Investigaciones Económicas
Circuito Mario de la Cueva s/n
Ciudad de la Investigación en Humanidades
04510, México, D.F.

D.R. © Por esta edición
Universidad Nacional Autónoma de México
Instituto de Investigaciones Económicas

Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales
- Conselho Latino-americano de Ciências Sociais
Av. Callao 875, 5o piso.
C1023AAB Ciudad de Buenos Aires, Argentina

ISBN 978-607-02-2243-6

Diseño de interiores y portada: Marisol Simón y Enrique Amaya.
Corrección y cuidado de la edición: Marisol Simón.

"Prohibida la reproducción total o parcial por cualquier medio sin
la autorización escrita del titular de los derechos patrimoniales"

Impreso y hecho en México

Índice

Nota a la edición en español 9
Carlos Morera

Introducción 13
Costas Lapavitsas

Primera parte
1. El capitalismo financiarizado. Crisis y expropiación financiera 33
Costas Lapavitsas

2. La exclusión racial y la economía política de la crisis del crédito de alto riesgo 91
Gary A. Dymski

3. Del contenido de la banca en el capitalismo contemporáneo 147
Paulo L. dos Santos

4. Los bancos centrales en el capitalismo contemporáneo: control de la inflación y crisis financieras 205
Demophanes Papadatos

Segunda parte
5. Importancia histórica y costos sociales de la crisis financiera del crédito de alto riesgo: el caso japonés 245
Makoto Itoh

6. La globalización del capital financiero 1997-2008 271
Carlos Morera Camacho y *José Antonio Rojas Nieto*

7. Los países en desarrollo en la era de la financiarización: de la acumulación del déficit a la de reservas en divisas 309
Juan Pablo Painceira

8. La integración mundial de la economía turca en la era de la financiarización 359
Nuray Ergüneş

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 7 17/05/2011 02:55:35 p.m.

Nota a la edición en español

La crisis crediticia iniciada en Estados Unidos en agosto de 2007 y que a finales de 2008 se generalizó en escala mundial se convirtió en una crisis financiera y económica que se ha desarrollado y profundizado. Prácticamente desde su inicio, se han planteado numerosas interpretaciones sobre su origen, características y desarrollo, tanto desde las vertientes oficiales dominantes, expresadas en los trabajos publicados por el Fondo Monetario Internacional y por el Banco Mundial, cuanto de los enfoques críticos, que van desde el neo keynesianismo, hasta el marxismo, pasando por la perspectiva identificada como teoría sistema-mundo. Este libro *La crisis de la financiarización* incluye diversos trabajos sobre esta crisis, sus implicaciones y su perspectiva.

En ocasión de esta crisis, pero incluso antes, principalmente en Estados Unidos y en Europa pero también en América Latina –y en México, sin duda–, se ha reabierto un debate sobre el ciclo económico estadounidense y su repercusión en la economía mundial. En algunos casos no sólo se estudia ese efecto mundial sino sus consecuencias e implicaciones específicas sobre la mayoría de la población, en términos de sus condiciones de empleo, de salario y, en general, de sus condiciones de vida. En Estados Unidos destacan autores como Duncan Foley, Fred Moseley, Anwar Shaihk, John Bellamy Foster; en Canadá Louis Gil. En Europa sobresalen autores ingleses como Ben Fine, Andrew Glyn y Peter Gowam, ambos recientemente fallecidos. En Francia, Gérard Duménil, Dominique Lévy, Michel Husson, François Chesnais. En España, Diego Guerrero y Ángel Martínez González-Tablas, para citar algunos ejemplos. En Japón sobresalen los trabajos de Makoto Itoh. En América Latina destacan autores como Emir Sader, Álvaro García Lineras, César Altamira, Fernando Astarita. Y, más específicamente, en México académicos como José Valenzuela, Alejandro Valle, Etelberto Ortiz, Abelardo Mariña, Sergio Cámara, José Sandoval, Gabriel Mendoza, Vicente Lima y Julio Boltvinik, entre otros, que recientemente han publicado libros y ensayos en el marco de este debate. El centro de la reflexión tiene en

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 9 17/05/2011 02:55:35 p.m.

común una tesis: que en los inicios de este siglo XXI, en las nuevas condiciones del sistema capitalista internacional, el análisis del nivel y la tendencia de la rentabilidad general de la economía estadounidense es referente esencial y obligado para caracterizar la marcha de la economía mundial, pero también –en mayor o menor medida– la dinámica de las economías nacionales.

Sin lugar a duda, todos los autores señalados han observdo las transformaciones del sistema financiero estadounidense, su efecto en la economía mundial y en los diversos espacios de las economías nacionales y regionales. Sin embargo, los trabajos de François Chesnais, Suzanne de Brunhoff, Claude Serfati, Pierre Salama, Andrew Glyn, Peter Gowam, John Bellamy Foster y Fred Magdoff's, G. Duménil y D. Lévy, destacan por ser análisis que, sin dejar de tener como referente la rentabilidad de la economía, consideran que el desarrollo del capitalismo de las tres últimas décadas es el resultado de las transformaciones tanto en el sector real de la economía como en el virtual. Más aún, destacan el hecho de que la articulación del capitalismo contemporáneo ha estado gestionándose en torno al predominio de las mutaciones ocurridas en el sistema financiero. En ese sentido, las contribuciones de estos autores han sido relevantes para caracterizar las mencionadas transformaciones del proceso capitalista contemporáneo y los profundos cambios espectaculares de los mercados e instituciones financieras, en donde el espacio financiero actúa como la punta de lanza del capital.

Los análisis aquí reunidos son el resultado, por una parte, del trabajo y discusión de una red de estudiosos de la economía política que ha realizado investigaciones sobre el desarrollo del capitalismo contemporáneo y que, como integrantes de diversas instituciones de varios países, tuvieron ocasión de debatir entre ellos en algunos seminarios convocados alrededor de la temática aquí tratada. Por otra parte, son también producto del vínculo que en lo personal pude establecer con el doctor Costas Lapavitsas, inicialmente en SOAS de la London University, durante mi estancia en la Oxford University (2002-2003), que prosiguió en octubre de 2005 cuando él participó en el V Seminario Latinoamericano de Economistas Críticos (organizado en México por la Facultad de Economía y el Instituto de In-

vestigaciones Económicas de la UNAM) y, por último, en septiembre de 2006 cuando por invitación del doctor Lapavitsas participé en Pekín en el International Forum on Comparative Political Economy of Globalization y en donde el trabajo que presenté fue resultado del trabajo con el doctor Rojas Nieto. Por todo lo anterior fue posible entablar un intercambio académico que, como resultado, me permitió integrarme en la obra que en mayo del presente año saldrá a la luz con el sello de la editorial Brill, en Londres, al tiempo que acordamos iniciar el proceso de su publicación en México.

La decisión de traducir al español el conjunto de los materiales que aquí se presentan tiene diversas razones que la motivaron e impulsaron. La más elemental es la de difundir las ideas aquí contenidas, especialmente en un espectro más amplio de estudiantes y analistas latinoamericanos. Otra, tan importante como la anterior, es la indudable relevancia que ha adquirido el debate –y la decisión de ir en su búsqueda– en torno a las causas y consecuencias de la crisis mundial del sistema capitalista y su evolución. Finalmente, la razón original obedece a que el trabajo articulado por Costas Lapavitsas tiene la virtud de integrar un serio esfuerzo de trabajo colectivo e interdisciplinario, desde el punto de vista de la crítica de la economía política marxista, a partir de la concepción sobre la financiarización en torno a la cual se aborda la naturaleza de la crisis del periodo 2007-2009.

El trabajo aborda perspectivas poco estudiadas, entre ellas: la estrategia depredadora de tinte racial por parte de la banca, dirigida a los prestatarios negros y latinos; el papel crucial de los países emergentes y petroleros como proveedores de grandes flujos de capital y el costo económico y social que implica mantener una política económica favorable al dólar y al capital nacional; la persistencia del cambio operado en la función de los bancos que, de ser prestamistas de capital, son ahora proveedores de capital de préstamo al consumo a particulares y en especial a trabajadores individuales, cambio que se ha convertido en fuente de las progresivas ganancias financieras bancarias; el papel de los bancos centrales como máximas autoridades de la política monetaria, favorecedores de la hegemonía del dólar que posibilitó y consolidó el predominio financiero en escala

mundial y al que los mercados nacionales se articularon, favoreciendo con ello la transferencia de flujos de capital y ganancias.

Es indudable que la caracterización teórica y empírica de la crisis actual, y de su evolución política, implica un enorme reto y –quizá como nunca antes– un desafío para el pensamiento crítico contemporáneo. Estamos conscientes de que el periodo de la crisis que abordamos no abarca todos aquellos aspectos que la crítica de la economía política marxista busca al interpretar la realidad a partir de la apertura a otras ciencias y perspectivas apenas abordadas, como la ecologista o de género, entre otras.

Por último, quiero agradecer el apoyo que brindaron Jorge Basave y Verónica Villarespe como responsables de la dirección del Instituto de Investigaciones Económicas (IIEc). Este trabajo tampoco hubiese sido posible sin el entusiasmo y el apoyo de Emir Sader y Pablo Gentili, Secretario Ejecutivo y Secretario Adjunto del Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales (Clacso), respectivamente. Agradezco a Lidia Salinas y Roberto Fernando García Ramírez, becarios del proyecto Papiit, su apoyo para la revisión de los materiales traducidos. Mención especial merecen el equipo de traductores coordinado por la maestra Luz María Sánchez, cuya dedicación y profesionalismo fue vital y, por su parte, el excelente trabajo de corrección de estilo de Marisol Simón y de formación de José Enrique Amaya Romero, ambos miembros del Departamento de Ediciones. Agradezco también las gestiones realizadas por Roberto Guerra, responsable de este Departamento. Sería ingrato e injusto no reconocer el impulso y apoyo de muchos colegas y compañeros del IIEc y de la UNAM. Durante el último lustro, la constante interlocución con José Antonio Rojas Nieto constituyó un estímulo y un acicate en el esfuerzo colectivo de este trabajo.

Carlos Morera Camacho

INTRODUCCIÓN

Costas Lapavitsas

1. Una crisis de la financiarización

una crisis sistémica muy peculiar

En agosto de 2007, los mercados monetarios internacionales anunciaron que los activos financieros asociados al mercado de la vivienda en Estados Unidos, en particular las hipotecas de alto riesgo o subpreferenciales, habían perdido liquidez. Inmediatamente, el pulso de las finanzas mundiales se tornó errático. Siguió un año de caos, tras el cual el sistema financiero estadounidense sufrió un terrible infarto, porque los gigantes del mercado de la vivienda patrocinados por el gobierno estuvieron a punto de quebrar; Lehman Brothers, uno de los mayores bancos de inversión, definitivamente se fue a la bancarrota.

El pánico financiero cundió entre septiembre y octubre de 2008, en uno de esos raros acontecimientos que atraen la atención de los historiadores de la economía durante decenios. A lo largo de esos meses, los bancos estadounidenses y los de la mayor parte del mundo desarrollado hicieron frente a un colapso sistémico. Si lograron evitarlo fue únicamente gracias a una intervención coordinada e inusitada de los gobiernos por medio de los ministerios de economía y de los bancos centrales de los países capitalistas avanzados. Pese a ello, la economía mundial entró en una recesión en picada hacia finales de 2008 y durante una buena parte de 2009.

La crisis mundial de 2007 a 2009 está cargada de características poco comunes. Surgió al final de una gigantesca burbuja de la vivienda, primero en Estados Unidos y, después, también en otros países desarrollados, en especial el Reino

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 13 17/05/2011 02:55:37 p.m.

Unido. La burbuja de 2001 a 2007 se alimentó principalmente del crédito interno barato que se apoyó en una política monetaria laxista en Estados Unidos. De 2001 a 2004, y después de la ruptura de una burbuja anterior en la bolsa de Nueva York, la Reserva Federal redujo los tipos de interés a niveles muy bajos con la intención de adelantarse a la recesión y las instituciones financieras sacaron partido del bajo precio de los fondos para crear una burbuja de la vivienda. Se trataba de un nuevo intento de recrear las medidas monetarias de rescate según Greenspan (*Greenspan put*), como se había hecho en repetidas ocasiones durante los años anteriores. Para resumir, el sector financiero infló una burbuja, el Estado lidió con las consecuencias y, con ello, se crearon las condiciones para la siguiente burbuja.

También los fondos prestables que fluyeron de otros países a Estados Unidos alimentaron la burbuja de 2001 a 2007, pero esos fondos no se originaron principalmente en otros países capitalistas avanzados, como hubiera podido ocurrir en otros momentos en los que hubo excedentes financieros. En realidad, la principal fuente externa de fondos prestables para los mercados estadounidenses después de 2004 fueron los países pobres. Más aún, los abastecedores de esos fondos no eran capitalistas privados que tomaban decisiones comerciales, sino autoridades monetarias. Después de la crisis asiática de 1997 a 1998, los países pobres se vieron obligados a acumular reservas de dólares estadounidenses para protegerse de eventuales crisis de los tipos de cambio, lo que implicó comprar bonos de ese gobierno, pese a los bajos tipos de interés en Estados Unidos. Así, los países pobres del mundo tuvieron que enviar excedentes trabajosamente obtenidos a los mercados financieros estadounidenses y con ello subsidiaron al gobierno de ese país a cambio de bajos rendimientos, al tiempo que contribuían a la burbuja.

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 14 17/05/2011 02:55:37 p.m.

Sin embargo, el crédito que alimentó la burbuja tenía características aún más peculiares, puesto que no fueron las sociedades capitalistas, ni siquiera las medianas y pequeñas empresas, las que más se endeudaron entre 2001 y 2007: quienes cargaron con el mayor peso del endeudamiento fueron los asalariados, incluidas algunas de las capas más pobres de la clase trabajadora que antes no tenían acceso a los servicios bancarios. La deuda de los trabajadores estadounidenses se incrementó enormemente, llegando a representar más de 130% del ingreso disponible en 2007. Sólo los trabajadores británicos superaron semejante proporción, con un endeudamiento que fluctuaba alrededor de 160 por ciento.

El súbito vuelco de los bancos hacia los pobres, en una supuesta "democratización" del crédito destinada a dar acceso a la vivienda propia para todos, se combinó con la compraventa de valores en los mercados financieros abiertos. Los bancos "titulizaron" la deuda, es decir, la dividieron en porciones comercializables y la vendieron, obteniendo ganancias provenientes antes bien de comisiones y pagos por servicios comerciales que de los intereses sobre las hipotecas. Ello dio a los bancos un incentivo para seguir con la expanción del crédito sobre la vivienda y titulizar los préstamos. Para financiar la titulización, los bancos necesitaban volúmenes cada vez mayores de fondos que buscaron en los mercados monetarios. Los bancos que de manera más intensa se implicaron en la titulización fueron también los que más se apoyaron en los fondos de los mercados monetarios.

Durante ese periodo, los bancos no investigaron de manera sistemática ni adecuada a los prestatarios finales, es decir, a los trabajadores que suscribían hipotecas. En primer lugar, las hipotecas titulizadas se vendían tan pronto como se suscribían y, por esa razón, su calidad importaba poco al prestamista; en segundo, los bancos se apoyaban de forma sistemática en

nuevas técnicas de uso intensivo de recursos informáticos para el cálculo de los precios de los títulos de deuda y la administración de los riesgos, lo que daba una falsa apariencia de objetividad científica a las operaciones bancarias. Aparentemente, el riesgo se "desmenuzaba" mediante los nuevos métodos de las instituciones financieras y aquellos que a final de cuentas eran poseedores de los títulos de deuda conocían exactamente los riesgos que corrían y se suponía que habían tomado todas las precauciones del caso. De tal forma, la tarea tradicional de supervisar a los prestatarios se pudo delegar en otros, por ejemplo, en las instituciones de calificación crediticia, y los bancos pudieron concentrarse en el negocio, más agradable, de pedir prestado en el mercado monetario, otorgar nuevos créditos hipotecarios, titulizar los préstamos, vender los valores para recuperar el anticipo inicial y obtener jugosas ganancias de las comisiones y pagos por los servicios correspondientes.

En aquella época resultaba claro –y deslumbrantemente obvio con la perspectiva del tiempo transcurrido– que ese carrusel no podía girar eternamente. Durante la burbuja, los salarios de los trabajadores, de los que en última instancia habían de obtenerse las ganancias de la titulización de las hipotecas, habían permanecido realmente estancados. Desde el principio, un gran número de prestatarios "de alto riesgo" no tenía la menor posibilidad de cumplir con sus compromisos de pago, pero una bandada de buitres financieros había caído en picada sobre los estadounidenses pobres, atrayéndolos con el señuelo de la perspectiva de llegar a ser propietarios de su vivienda, en un contexto de precios de las casas cada vez más altos e imponiendo costos depredadores. Cuando los tipos de interés comenzaron a elevarse lentamente después de 2004, los pobres sufrieron una presión financiera creciente y el número de quienes empezaron a caer en mora fue en aumento. Hacia 2006, la burbuja estadounidense de la vivienda se había terminado.

La crisis que siguió fue provocada, en primer lugar, por el desmantelamiento de los mecanismos de crédito que habían sustentado la burbuja. Cabe hacer hincapié en el hecho de que nunca antes en la historia del capitalismo la ampliación del crédito a los trabajadores, incluidos los más pobres, había provocado una crisis mundial de grandes dimensiones. A medida que los pobres iban dejando de pagar sus hipotecas, la presión aumentaba sobre las "sociedades instrumentales" encargadas de cobrar los intereses que habían de distribuirse entre los poseedores de títulos de deuda. Como consecuencia de ello, dichas sociedades instrumentales se volvieron hacia sus bancos matrices en busca de apoyo. Efectivamente, los créditos hipotecarios malos regresaron rápidamente a los libros de los bancos, las pérdidas aumentaron y los bancos comenzaron a tener problemas para pedir prestado en el mercado monetario.

Lo anterior significa que la crisis comenzó como escasez de liquidez en el mercado monetario, es decir, en una forma típica en que se inician las crisis capitalistas; pero esa escasez en particular no se originó en una producción y unas ventas funcionando a tope, sino en el mercado de la vivienda para los trabajadores. Después se convirtió en una crisis de solvencia, porque los bancos que estaban más expuestos a la titulización de las hipotecas parecían incapaces de soportar las pérdidas previsibles. Finalmente, el mercado de acciones captó lo que estaba en juego y exacerbó el problema de solvencia mediante fuertes caídas de los precios de las acciones bancarias. Ello contribuyó a agravar la escasez de liquidez, puesto que, a mediados de 2008, nadie en su sano juicio habría otorgado un préstamo comercial a un bucanero de la vivienda cuyas acciones habían caído por los suelos, como lo era Lehman Brothers.

Dado que la liquidez se estaba agotando y la solvencia estaba en peligro, los bancos redujeron rápidamente los préstamos. A medida que el crédito desaparecía, los grandes consor-

cios y las pequeñas y medianas empresas comenzaron a tener problemas para financiar incluso la masa salarial. La producción se redujo y se eliminaron los inventarios, al tiempo que muchos trabajadores eran despedidos por exceso de personal. Para agravar aún más la situación, el pánico que iba cundiendo exacerbó la caída del consumo e hizo aún más urgentes los esfuerzos de los trabajadores para limitar su endeudamiento. El colapso de la demanda de bienes de consumo no sólo tuvo un efecto sobre la producción, sino también sobre la exportación, de manera que la crisis se expandió rápidamente a los mayores países exportadores: Alemania, Japón y, asimismo, China y otros países en desarrollo. La caída sincronizada de la producción en el mundo de finales de 2008 a principios de 2009 resulta notable por su rapidez: la explosión de la burbuja de la vivienda en Estados Unidos se había convertido en una recesión mundial.

Así pues, a diferencia de la crisis japonesa de principios de los noventa, la crisis de 2007 a 2009 fue mundial desde el principio, porque la titulización había permitido al resto del mundo compartir los frutos de la maravillosa ingenuidad de los financieros estadounidenses. Los bancos alemanes estaban entre los mayores compradores de deuda titulizada, lo mismo que la trasnochada UBS AG (antigua Unión de Bancos Suizos), que en los años 2000 trató de ir con la corriente y efectivamente se fue, pero a la bancarrota. A medida que la situación de crisis se extendía por el mundo a finales de 2008, los flujos de capital privado hacia los países en desarrollo se colapsaron, produciendo a su vez crisis de la balanza de pagos y del tipo de cambio. Un grupo de pequeños países cayó en la vorágine, aunque no tenían nada que ver con la orgía especulativa que antes había tenido lugar en los mercados financieros estadounidenses.

EL ESTADO AL RESCATE

La intervención del Estado, decisiva y sistemática, orientada a rescatar al capital privado y sus mercados, evitó la catástrofe total. La paradoja ideológica que ese hecho representa no puede exagerarse, pues la ideología dominante de los decenios de auge neoliberal desde finales de los años setenta había sido "el mercado es bueno, el Estado es malo". En el mundo de las finanzas fue donde se proclamaron más abiertamente los méritos de la libertad de mercado, pero la crisis de 2007 a 2009 demostró de manera contundente que los mercados financieros libres de restricciones llevan al desastre. También se demostró que, sin la intervención del Estado, iba a ser muy difícil para el capitalismo contemporáneo funcionar siquiera. Detrás de la cortina de humo ideológica de la libertad de mercado, el liberalismo y las propiedades autocorrectivas de la empresa privada, la verdad es que el capitalismo moderno es un capitalismo administrado.

También adoptó varias formas. En primer lugar, se hizo bajar los tipos de interés casi a cero, reduciendo al mínimo el costo de los fondos para los bancos. En segundo lugar, se pusieron a disposición grandes volúmenes de crédito público por medio del banco central para aliviar la escasez de liquidez. En tercer lugar, se canalizaron cuantiosos fondos públicos a los bancos, permitiéndoles absorber las pérdidas sobre las hipotecas y así disminuir el riesgo de insolvencia. En cuarto lugar, se garantizaron los depósitos, eliminando con ello el riesgo de los retiros de pánico. En quinto lugar, se aseguró a los grandes bancos que no tendrían que enfrentar el riesgo de la bancarrota. En sexto lugar, se alentó a los bancos fuertes a adquirir los pequeños con el fin de reducir la presión sobre el conjunto del sistema bancario. En séptimo lugar, pero lejos de ser el menos importante de los mecanismos utilizados, ante el colap-

so de la demanda privada, el Estado mantuvo el gasto fiscal, amortiguando así la caída de la producción y el aumento del desempleo.

La intervención del Estado se ha apoyado en gran medida en los bancos centrales, que han llegado a convertirse en el brazo derecho de la política económica contemporánea. El monopolio que tienen los bancos centrales sobre los medios de pago finales (garantizados por el Estado) les permitió generar volúmenes de dinero líquido sin precedentes, con frecuencia a cambio de los activos privados menos solventes. Como consecuencia de ello, el crédito público sustituyó directamente el crédito privado malo y transfirió el riesgo a la población en general; la intervención del Estado también se apoyó en los recursos provenientes de la recaudación de impuestos y en la capacidad de endeudamiento del Tesoro; y en varios bancos débiles, pero grandes, el Estado adquirió participaciones con el fin de fortalecer su solvencia. En resumen, se pusieron recursos sociales a disposición de los bancos privados fallidos que antes se habían dedicado a actividades especulativas.

En ese contexto, durante un breve periodo hacia finales de 2008, en círculos de poder de Washington y otros lugares se consideró seriamente la posibilidad de nacionalizar la banca, pero ganaron quienes abogaron por inyectar capital como una medida temporal que no perturbaría la propiedad privada de los bancos incluso en el corto plazo. Un punto de vista similar prevaleció en el sector bancario altamente concentrado del Reino Unido, lo cual llevó a la absurda situación de un Estado poseedor de participaciones mayoritarias en los bancos importantes, pero decidido a no ejercer un control administrativo directo.

En resumen, la intervención del Estado consistió en desplegar recursos y crédito públicos para rescatar a los bancos, pero sin poner en tela de juicio los fundamentos de la propiedad y la administración privadas en el sector bancario. Mientras

tanto, tuvieron lugar pesados debates sobre la "regulación" de los bancos mediante una adecuación más severa del capital, el control sobre los bonos bancarios y nuevos métodos que permitieran la quiebra de los grandes bancos. En suma, los bancos habían logrado no sólo recibir grandes volúmenes de ayuda pública, sino además dirigir el debate público sobre la reforma bancaria hacia temas que no perturbaran su preeminencia.

Los resultados pronto quedaron a la vista de todos: las cuantiosas inyecciones de fondos y crédito públicos fortalecieron la confianza en el sector financiero y los bajos tipos de interés redujeron los costos para los bancos y les permitieron volver a obtener ganancias. Al darse cuenta de que habían vencido la amenaza de su adquisición por el Estado, los bancos recuperaron la confianza; los mercados financieros resucitaron gradualmente después de marzo de 2009, las ganancias de los bancos se recuperaron, los cuantiosos bonos regresaron y la titulización volvió a aparecer, aunque discretamente. La carta de la política monetaria de rescate según Alan Greenspan volvió a jugarse, pero esta vez a una escala muy amplia y literalmente en el último momento.

A pesar de la estabilización de las finanzas hacia mediados de 2009, las cosas no volvieron a la normalidad: el endeudamiento personal siguió siendo extremadamente alto, los bancos siguieron manejando préstamos malos derivados de titulizaciones anteriores, la inversión era débil en los países desarrollados, el desempleo siguió en aumento y el consumo no mostraba ningún dinamismo. Mientras tanto, aunque la creación de crédito por los bancos no caía, tampoco mostraba ningún signo de vitalidad. Libres del riesgo de la quiebra, los bancos se esforzaron por obtener ganancias, a la vez que depuraban sus balances generales, pues no estaban interesados en ampliar el crédito destinado a impulsar la producción y reducir el desempleo.

Hacia finales de 2009, la intervención del Estado había logrado estabilizar las finanzas de las economías desarrolladas, limitando la posibilidad de otra "gran depresión"; sin embargo, la acumulación capitalista en los países desarrollados parecía apuntar a un crecimiento reducido y precario, porque el Estado había utilizado recursos considerables para rescatar a los bancos, pero sin alterar de forma significativa la estructura del sistema financiero, y con ello corrió el riesgo de que la acumulación fuese mediocre durante varios años.

2. El meollo teórico

La crisis de 2007 a 2009 sorprendió a la economía convencional. No es que no hubiera habido advertencias acerca de la deuda por parte de varios economistas, incluso desde instituciones tan venerables como el Banco de Pagos Internacionales y muchos bancos centrales, pero el peligro sistémico que implicaba la titulización de las hipotecas no era apreciado en su justa medida. Ello no es tan sorprendente como pudiera parecerlo a primera vista, puesto que, según la economía dominante, los mercados financieros son "eficientes", es decir, utilizan toda la información disponible para ajustar la oferta, la demanda y los precios en consecuencia. Basándose en ese supuesto, la titulización de las hipotecas pudo haberse incrementado rápidamente, pero los mercados difundieron el riesgo en el conjunto de la economía y se presumía que quienes tenían en sus manos dicho riesgo, habían tomado las precauciones necesarias. De 2001 a 2007, incluso el presidente de la Reserva Federal podía imaginar que había algunos motivos locales para preocuparse, pero de ninguna manera una burbuja en la economía estadounidense.

En contraste con lo anterior, los economistas poskeynesianos, especialmente aquellos influidos por los trabajos de Minsky, eran mucho más conscientes del riesgo sistémico que plan-

teaba la acumulación de deuda, y en repetidas ocasiones dieron la señal de alarma. Por tal motivo, las teorías basadas en los trabajos de Minsky estuvieron en el centro de la atención durante un breve periodo después de la crisis; desafortunadamente, esa preeminencia no duró mucho tiempo, porque los "negocios como se estilan" volvieron a imponerse. La naturaleza de las propuestas de reforma que por lo general hacían los economistas poskeynesianos tampoco parecían guardar proporción con su diagnóstico del riesgo sistémico: si los prerrequisitos para garantizar la estabilidad económica consisten en poseer un "gran banco" y un "gran gobierno", esos instrumentos ya estaban en manos de los formuladores de la política económica, quienes los manejaban con destreza y enérgicamente.

Por otra parte, para la economía política marxista, la crisis planteaba varios problemas. Desde luego, la teoría marxista hace hincapié en la naturaleza sistémica de las crisis del capitalismo, que en última instancia provienen de la naturaleza explotadora de la producción capitalista; pero, en esa ocasión, la crisis tenía un aspecto financiero aplastante y, aunque los economistas marxistas eran conscientes de la precaria naturaleza de la burbuja de 2001 a 2007, no había un análisis claro del mecanismo de las tensiones financieras en la economía mundial. Cuando la crisis hizo explosión en los mercados monetarios en agosto de 2007, pocos economistas marxistas se dieron cuenta de lo que realmente estaba en marcha.

En ese momento, una preocupación fuera de lugar se apoderó de una gran parte de la economía política marxista: si el análisis de las causas de la crisis ponía de relieve el papel de las finanzas, eso de alguna manera haría que la crisis pareciera menos real y profunda. Por lo tanto, parecía importante demostrar que se trataba de una crisis de sobreproducción que se había manifestado en la esfera de las finanzas; y se buscaron paralelismos con la crisis memorable de 1973-1974, caracteri-

zada por el derrumbe de la rentabilidad y la reducción de la acumulación real. Con todo, resulta claro que entre la crisis de 1973-1974 y la de 2007-2009 no hay ningún parecido. Antes de 2007 sí había signos de disminución de la actividad económica, sobre todo porque la burbuja de la vivienda en Estados Unidos había terminado en 2006, pero la rentabilidad no se había colapsado y antes de la crisis tampoco había ninguna señal de auge de la acumulación real. Lo que ocurrió de 2001 a 2007 era una simple burbuja.

Una variación sobre el mismo tema era el hecho de que, desde mediados de los setenta, en las economías desarrolladas había estado presente una crisis incipiente de sobreacumulación que no había estallado realmente debido a la utilización de una serie de dispositivos, sobre todo las burbujas financieras; y cuando estalló la burbuja de 2001-2007, la crisis latente pudo manifestarse. Pero el punto de vista de una "crisis en suspenso" del capitalismo contemporáneo ni resulta convincente ni cuenta con buenos fundamentos teóricos. Nada en los escritos de Marx ni en los de otros economistas importantes apoya la idea de que el estado normal de la economía capitalista sea una crisis que simplemente se va posponiendo; en realidad, éstas se reestructuran constantemente, creando nuevas bases para la acumulación.

La crisis de 2007-2009 tenía un aspecto financiero irreductible. Ello no se debía simplemente al papel tan visible que desempeñaron los mecanismos financieros durante la burbuja y después de ella. La causa principal fue el cambio de la relación entre las finanzas y la acumulación real en los últimos años, a medida que el capitalismo contemporáneo se financiarizaba. La actividad financiera del capital productivo, además de la de los trabajadores y las instituciones del Estado, refleja mucho más que los aspectos fundamentales de la producción y la venta de mercancías; por lo tanto, resulta equivocado

abordar la dimensión financiera del reciente desorden como un fenómeno "superficial" que seguramente reflejaba causas "más profundas" y, por ende, "más reales" de la crisis. La crisis de 2007 a 2009 resulta peculiar precisamente porque se trata de una crisis de la financiarización.

Comprender lo anterior es importante no sólo para fines analíticos, pues, en la práctica, la voluntad de eludir el fenómeno "superficial" de las finanzas para buscar las "verdaderas" causas profundas de la crisis actual dejó a la economía política marxista sin medios para intervenir en el debate ideológico y político. No cabe la menor duda de que el capitalismo en cuanto "sistema" es el culpable de la crisis de 2007-2009, y en ello se incluye obviamente al sector productivo; sin embargo, la configuración particular del "sistema" en los últimos decenios ha puesto las finanzas en el centro de los acontecimientos. Lejos de ser una distracción, el hecho de centrar el análisis en las finanzas es reconocer la transformación sistémica de los últimos tiempos y buscar conclusiones que puedan ser convincentes para la sociedad. Un enfoque de ese tipo daría a la economía política marxista la posibilidad de participar de una manera más eficaz en el debate político actual sobre la economía capitalista, del que hasta ahora ha estado marginada.

Tal es el punto de vista desde el que en la presente recopilación de trabajos se ha considerado la realidad multifacética de la crisis de 2007-2009. Las raíces de la actual crisis deben buscarse en el cambio de relación entre la esfera de la producción y la esfera de la circulación, especialmente en lo que se refiere a las finanzas. El papel de las finanzas está lejos de ser un fenómeno superficial; por el contrario, es un aspecto esencial e integral de una crisis de la financiarización.

3. La historia de esta obra

Este libro es el fruto del trabajo de "Research on Money and Finance" (RMF), una red de estudiosos de la economía política que realiza investigaciones sobre el desarrollo del capitalismo contemporáneo, en particular en lo que se refiere al dinero y a las finanzas. Ya en el verano de 2007 teníamos claro que en el sistema financiero mundial se gestaban tensiones muy fuertes; se percibía la necesidad urgente de un análisis basado en la economía política marxista y al mismo tiempo bien informado de lo que se estaba haciendo en la economía ortodoxa y del desarrollo empírico de las finanzas. Sobre todo, era necesario examinar la financiarización desde el punto de vista de la transformación estructural de la economía capitalista durante los últimos 30 años.

El trabajo comenzó a tomar forma a finales de 2007, con el proyecto de un simposio sobre la financiarización y la crisis para la revista *Historical Materialism*. En marzo de 2008 se llevó a cabo en la Kadir Has University de Estambul un taller en el que participaron RMF y algunos economistas políticos turcos. Durante esos encuentros se vio claramente que los argumentos de RMF tenían un gran poder explicativo de lo que estaba ocurriendo, incluido el colapso del banco de inversión estadounidense Bear Sterns, que se produjo precisamente en ese momento. En mayo de 2008, RMF organizó una conferencia internacional en la Escuela de Estudios Orientales y Africanos de Londres, durante la cual hubo una amplia participación de teóricos marxistas, poskeynesianos y de otras escuelas heterodoxas que sometieron a un debate exhaustivo los temas de la financiarización y la inestabilidad financiera.

En el verano de 2008 era claro que las finanzas mundiales iban de mal en peor y que una crisis de grandes dimensiones era inevitable, pero nadie hubiera podido predecir la catástro-

fe de septiembre-octubre de ese año. Dado que los sistemas financieros enfrentaban un colapso total y la economía mundial se encaminaba a una profunda recesión, la audiencia para las ideas marxistas y heterodoxas se amplió rápidamente. Siguió un breve periodo de tumulto ideológico durante el cual, el predominio –sobre las empresas, los trabajadores y los intelectuales– de las ideas de la teoría económica convencional, favorables al mercado, parecía estar cediendo.

Con todo, hacia principios de 2009 la ortodoxia ya había recuperado su aplomo; las reformas, en caso de haberlas, estarían dictadas por el sector financiero y no amenazarían la financiarización; si bien es cierto que la ideología liberal había recibido una paliza, seguía controlando todos los puestos de mando en la política, las universidades y las instituciones internacionales. Aunque los negocios a la manera tradicional estaban a la orden del día, la amplitud y la severidad de la recesión hacían las cosas difíciles para la ideología neoliberal y quedaba espacio para los análisis marxistas y heterodoxos de la crisis; sin embargo, era de vital importancia situar ese desorden dentro del marco más amplio de la financiarización.

En ese contexto, la revista *Historical Materialism* celebró el Simposio sobre la Financiarización y la Crisis y en su edición 17.2 publicó los trabajos de Lapavitsas, Dymski y Dos Santos, cuya utilización para el libro tuvo la gentileza de autorizar. Más tarde se redactaron otros cinco ensayos en los que se abordaron aspectos más amplios de las finanzas y del capitalismo contemporáneo y que permitieron obtener una imagen mucho más completa de la financiarización como transformación estructural del capitalismo contemporáneo.

De ese proceso se deriva la organización de esta obra en dos partes. La primera se centra en los aspectos internos de la financiarización y busca los orígenes de la crisis en las operaciones de los sistemas financieros de los países en desarrollo.

En su ensayo, Lapavitsas afirma que la financiarización representa una transformación estructural de las economías capitalistas que ha alterado el equilibrio de la producción y de la circulación y ha favorecido a esta última. La financiarización se caracteriza por una orientación de las empresas capitalistas hacia los mercados financieros abiertos y la orientación correspondiente de los bancos hacia los préstamos a particulares y hacia la intermediación de los mercados financieros. Unos volúmenes considerables de ganancias financieras provienen de la extracción directa de valor de los salarios, lo cual es una forma de expropiación financiera. Dimsky explora la extracción de ganancias financieras del ingreso de los más pobres de Estados Unidos a partir de información empírica muy detallada y sustancial. Unas prácticas depredadoras de tinte racial, dirigidas a los prestatarios negros y latinos, la caracterizaron de 2001 a 2007. Dimsky demuestra que en el trasfondo de la burbuja estadounidense y de la crisis estaban la explotación y la discriminación racial apenas disimulada.

Dos Santos somete a un examen más detallado la orientación de los bancos hacia los trabajadores individuales en el transcurso de la financiarización. Centrando su atención en una muestra de grandes bancos activos en el plano internacional, demuestra que los préstamos a particulares representan una proporción cada vez mayor de las ganancias bancarias. Los trabajadores piden dinero prestado para su consumo y para tener acceso a la vivienda, transfiriendo proporciones sustanciales de sus ingresos monetarios a los bancos en condiciones que recuerdan las de la explotación en la esfera de la producción, aunque difieren de éstas. Esos procesos son primordiales para la financiarización en cuanto cambio estructural de la economía capitalista. En esa misma sección, Papadatos aborda el tema de los bancos centrales, que surgieron como la máxima autoridad en materia de normatividad del capita-

lismo financiarizado y desempeñaron un papel fundamental en el momento de enfrentar la crisis de 2007-2009. Papadatos muestra que la intervención de los bancos centrales conllevó el abandono de la estrategia anterior, consistente en controlar la inflación y favorecer la administración flexible de los trastornos financieros. De ello resultó una socialización de las pérdidas generadas por las finanzas, al mismo tiempo que se protegían las ganancias privadas de las instituciones financieras.

A continuación, se centra la atención en el aspecto internacional de la financiarización. Itoh estudia uno de los temas más acuciantes del desorden, interrogándose acerca de los paralelismos con la crisis de los noventa en Japón y con la "gran depresión" de los años treinta. El autor considera que la crisis de 2007-2009 resultó de una burbuja mucho más grande que la que provocó la crisis japonesa, dado que la explosión especulativa de 2001 a 2007 en Estados Unidos fue mayor que la de Japón en los ochenta, aunque ésta incluyó tanto al mercado de acciones como al de la vivienda; sin embargo, también considera que es poco probable que la crisis actual sea tan severa como la de los treinta debido, en una gran medida, a que el peso de la función del Estado en la economía es mucho mayor en el presente.

Morera y Rojas dedican su trabajo al aspecto internacional más importante de la financiarización, es decir, los flujos de capital. Basándose en un abundante material empírico, demuestran el aumento y la complejidad de los flujos internacionales que tienen como base el dólar estadounidense. La hegemonía del dólar ha facilitado la consolidación de una esfera financiera mundial en la que los mercados nacionales se conectan con los sistemas financieros. A este respecto, es de especial interés la importancia que los autores atribuyen al papel del mercado del petróleo. Painceira centra más su atención en los flujos de capital, incluido el sorprendente cambio radical de los flujos

netos de capital en los años 2000. Efectivamente, la acumulación de reservas por los países en desarrollo ha significado que los pobres han estado financiando a los ricos en la economía mundial durante los últimos 10 años. El imperialismo contemporáneo se caracteriza por un gran número de países en desarrollo que implícitamente subsidian a Estados Unidos y ese proceso también fue fundamental durante la burbuja de 2007-2009.

Por último, Ergüneş indaga el aspecto más reciente pero menos estudiado del desarrollo financiero, es decir, el surgimiento de la financiarización interna en los países de ingresos medios. Estimuladas, en parte, por los flujos internacionales de capital y, en parte, por la entrada de los bancos extranjeros, las finanzas internas de varios países en desarrollo se han alterado considerablemente durante los últimos 10 años. Centrándose en el caso de Turquía, Ergüneş muestra que los préstamos bancarios a particulares han venido aumentando rápidamente desde 2001. Hay indicios de que los bancos extranjeros y nacionales están alentando más el crédito al consumo que a la inversión en los países de ingresos medios y es muy probable que ese hecho tenga profundas consecuencias para el desarrollo y la estabilidad interna.

Huelga decir que la financiarización y la crisis de 2007 a 2009 son fenómenos extremadamente complejos y que este libro abarca sólo una mínima parte de los temas pertinentes. Aun así, la crisis ha debilitado a la ideología neoliberal, abriendo espacios para la economía política, y es de esperarse que los trabajos aquí reunidos actúen como un acicate para un debate más profundo sobre la naturaleza del capitalismo financiarizado que es, sin duda alguna, uno de los temas más candentes que enfrenta la economía política en nuestros días.

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 30 17/05/2011 02:55:39 p.m.

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 31 17/05/2011 02:55:39 p.m.

1. EL CAPITALISMO FINANCIARIZADO
Crisis y expropiación financiera*

Costas Lapavitsas

Los múltiples aspectos de la financiarización

La tormenta que gradualmente sepultó a la economía mundial a partir de agosto de 2007 es una crisis, en todo el sentido del término, del capitalismo financiarizado. Ésta no surgió directamente de problemas en la producción, aunque ya ha causado un enorme trastorno en la acumulación de capital. Se precipitó por las deudas de vivienda entre los trabajadores estadounidenses más pobres, un hecho sin precedentes en la historia del capitalismo. Por lo tanto, la crisis es el resultado de la financiarización de la renta personal, sobre todo del gasto en vivienda, aunque también en educación, salud, pensiones, seguros y consumo.

La crisis se volvió mundial debido a la transformación de los bancos y demás instituciones financieras durante el proceso de financiarización. Los bancos comerciales se distanciaron cada vez más del capital industrial y comercial, al mismo tiempo que adoptaban las prácticas de la banca de inversión y volvían la mirada hacia el ingreso personal como fuente de ganancias. La combinación de los bancos de inversión y la financiarización del ingreso personal resultó en una burbuja

* Versiones previas de este trabajo fueron presentadas en un taller en la Universidad de Kadir Has, en marzo de 2008, así como en una conferencia en la Escuela de Estudios Orientales y Africanos (SOAS, por sus siglas en inglés) en mayo de 2008. Agradezco los comentarios, principalmente a los miembros de la Investigación en dinero y finanzas de SOAS. También a muchos otros, demasiados para mencionarlos individualmente.

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 33 17/05/2011 02:55:40 p.m.

enorme en Estados Unidos y otros países de 2001 a 2007, llevando finalmente al desastre.

Durante el periodo de la burbuja, se hizo evidente que la fuente de las ganancias financieras había cambiado significativamente a medida que la financiarización se generalizaba en las economías capitalistas desarrolladas. La extracción de las ganancias financieras directamente de los ingresos de los trabajadores y otros individuos ha adquirido una enorme importancia y se puede considerar como expropiación financiera. Tales ganancias pueden rivalizar con los ingresos financieros obtenidos a partir de las prácticas de banca de inversión, sobre todo en forma de honorarios y comisiones y mediante la comercialización de la cartera propia. En cierto grado, su origen es también el ingreso personal, de manera particular por el manejo de los ahorros masivos.

Los beneficios procedentes de la expropiación financiera y las actividades de banca de inversión corresponden a cambios en la estructura social. Dichos beneficios se han acumulado para los administradores de finanzas y de la industria, así como para los funcionarios de las finanzas, tales como abogados, contadores y analistas técnicos. La financiarización parece habernos traído de vuelta al rentista, pero el rentista moderno obtiene sus ingresos tanto de la posición que ocupa en relación con el sistema financiero como del recorte de cupones. Esas rentas suelen tener forma de remuneraciones (como salarios, primas y opciones sobre acciones). Los rentistas contemporáneos son el producto de la financiarización, no su fuerza impulsora.

Además, en el transcurso de la financiarización, las instituciones encargadas de elaborar la política económica cambiaron de manera significativa. Apoyados en la independencia legal y práctica, los bancos centrales ocupan ahora un lugar preeminente. Ven con buenos ojos el exceso de especulación financie-

ra, mientras movilizan los recursos sociales para rescatar de la crisis a los organismos financieros; pero los límites de su poder también se pusieron de manifiesto en el transcurso de la crisis, por lo que tuvieron que requerir la intervención del Estado.

La financiarización también alteró las relaciones entre los países en el mercado mundial, poniendo de nuevo sobre la mesa la cuestión del imperialismo. La expansión de los flujos internacionales de capital forzó a los países subdesarrollados a mantener enormes reservas internacionales. El resultado fue que los países pobres han prestado en términos netos a los países ricos. Por una parte, entraba capital privado en los países subdesarrollados, proporcionando ganancias considerables; pero, por otra parte, fluían cantidades aún mayores desde los países subdesarrollados hacia los desarrollados, aunque con pocas ganancias. El mayor beneficiario de ese flujo anárquico de capital ha sido Estados Unidos, como emisor del principal medio de pago internacional, aunque dicho flujo también contribuyó a la burbuja de ese país del periodo de 2001 a 2007.

Por último, la financiarización ha permitido que la ética, la moral y la forma de pensar de los financieros penetraran hasta el fondo de la vida social e individual. El concepto de "riesgo" —que a menudo no es más que una formalización banal de las prácticas financieras— se convirtió en la estrella del discurso público. La transformación de la vivienda y las pensiones en "inversiones" generó auténticas olas de codicia que arrastraron a los particulares a participar en las burbujas financieras. Por supuesto, hubo también resistencias y búsqueda de opciones sociales; pero las finanzas han impuesto sus condiciones en todo el mundo.

Con este trabajo se avanza en el análisis de la financiarización y la crisis subsiguiente. Está inspirado en la obra de Marx y en los debates marxistas clásicos sobre el imperialismo a principios del siglo XX. Comienza con una breve discusión

en el primer apartado sobre la burbuja financiera en Estados Unidos y su estallido. Se demuestra que se trató de un acontecimiento sin precedentes, causado por la financiarización de la renta personal en combinación con el auge de la banca de inversión para, más adelante, obtener una mejor comprensión de las raíces de la crisis, en el segundo apartado se abordan brevemente los antecedentes históricos e institucionales de la financiarización.

Sobre esa base, en el tercer apartado se analiza el proceso mediante el cual la extracción de beneficios financieros llevó al trastorno económico mundial. Se demuestra que la interacción de la expropiación bancaria con las actividades de la banca de inversión exacerbó las tensiones de liquidez y solvencia para los bancos comerciales. En realidad, varios de los más grandes quebraron y, por lo tanto, paralizaron la acumulación real. El análisis se centra en Estados Unidos como lugar de origen de la crisis, pero se demuestra la presencia de tendencias estructurales más amplias en las principales economías capitalistas. En el cuarto apartado se abordan las consecuencias de la financiarización para la composición de las clases mediante un análisis de los rentistas contemporáneos. En el último apartado se concluye el trabajo mediante la consideración de la pertinencia del concepto marxista de capital financiero para el periodo actual.

1. Breve anatomía de la crisis de la financiarización

vivienda, titulización y crecimiento de la burbuja

Las causas inmediatas de la crisis actual se encuentran en el mercado estadounidense de la vivienda de los trabajadores, en el que los préstamos hipotecarios aumentaron rápidamente de 2001 a 2003; más tarde disminuyeron, pero se mantuvieron muy altos hasta 2006.

Cuadro 1. Préstamos hipotecarios en EU, 2001-2006
(en miles de millones de dólares)

Año	*Nuevas concesiones de hipotecas*	*Tasa de titulización de las nuevas hipotecas (%)*	*Concesiones de "hipotecas basura"*	*Hipotecas subpreferenciales titulizadas*	*Tasa de titulización de las hipotecas subpreferenciales (%)*	*HIV (ARM)**
2001	2215	60.7	160	96	60.0	355
2002	2885	63.0	200	122	61.0	679
2003	3945	67.5	310	203	65.5	1034
2004	2920	62.6	530	401	79.8	1464
2005	3120	67.7	625	508	81.3	1490
2006	2980	67.6	600	483	80.5	1340

Fuente: En el interior de las finanzas hipotecarias.
* A fondo: indicadores de concesión de hipotecas; concesiones de nuevas hipotecas, clasificación por productos; tasas de titulización de las hipotecas para vivienda.

La demanda de vivienda proveniente de los hogares con altos ingresos provocó el estallido de los préstamos hipotecarios del 2001 al 2003. Cuando la demanda se sació, el otorgamiento de crédito hipotecario de alto riesgo aumentó rápidamente (en especial durante el periodo 2004 a 2006) y ascendió a 1.75 billones de dólares, 19.5% del total de las emisiones de hipotecas. Los prestatarios procedían de las capas más pobres de la clase trabajadora estadounidense, a menudo mujeres negras o latinoamericanas [Dymsky, 2009]. Era natural que se les ofreciera una hipoteca con tipo de interés variable (ARM), normalmente con un tipo de interés bajo al principio que se ajustaba al alza más tarde. De 2004 a 2006, la emisión de ese tipo de hipotecas ascendió a 4.3 billones de dólares, 47.6% del total.

Así, durante el periodo de la burbuja, la financiarización del ingreso personal llegó a los sectores más pobres de la clase trabajadora estadounidense. En la época, parecía ser una "democratización" de las finanzas, que los bancos empezaban a dar marcha atrás en la discriminación que antes habían ejercido contra los pobres; pero, a la postre, el hecho de resolver los problemas de la vivienda mediante las finanzas privadas

resultó ser un desastre, puesto que puso a millones de personas en riesgo de quedarse sin ella.

A pesar de su crecimiento, el mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo no es lo suficientemente grande como para amenazar directamente las finanzas de Estados Unidos y, mucho menos, las del mundo en general; pero ha tenido un efecto generalizado debido al crecimiento paralelo de la banca de inversión, particularmente por medio de la titulización de las hipotecas durante el periodo de 2004 a 2006: el cual alcanzó 1.4 billones de dólares, 79.3% del total. La tasa es considerablemente superior a la del total de hipotecas emitidas, que fue de 63.9% durante el mismo periodo. Dicho simplemente, la titulización significa el empaquetamiento de las hipotecas en pequeñas cantidades que luego se integran en conjuntos o lotes mayores que se venden como nuevos activos financieros. Consecuentemente, esos lotes de deuda de alto riesgo formaron parte de títulos que fueron vendidos a las instituciones financieras de todo el mundo.

A partir del auge de la vivienda, hubo una intensificación de otras formas de financiarización del ingreso personal. Sobre todo, el aumento del precio de las viviendas animaba a sus propietarios a volver a hipotecar la suya y usar ese dinero adicional para otros fines. La llamada "extracción de capital" fue una característica clave de la burbuja y de la financiarización en general.

La refinanciación de las hipotecas y el creciente endeudamiento de los particulares llevaron al colapso del ahorro per-

Cuadro 2. Refinanciamiento de hipotecas en EU, 2000-2007

Año	*2000*	*2001*	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*
Nuevas concesiones (billones de dólares)	1.1	2.2	2.9	3.8	2.8	3.0	2.7	2.3
Refinanciamientos (%)	20.5	57.2	61.6	66.4	52.8	52.0	48.6	49.8

Fuente: Asociación de la Banca Hipotecaria; cifras de nuevas hipotecas concedidas, actualizadas al 24 de marzo de 2008.

sonal, que se redujo a casi cero como porcentaje de la renta disponible (veáse el cuadro 3). El descenso del ahorro personal es un aspecto de largo plazo de la financiarización que refleja la creciente participación de los particulares en el sistema financiero y el consiguiente aumento de sus deudas. El ahorro personal, que en la década de los setenta y principios de los ochenta representaba entre 9 y 10% de la renta disponible, descendió continuamente a lo largo de todo el periodo; pero lo más sobresaliente es que en Estados Unidos cayó hasta 0.4%, una cifra sin precedentes en un país capitalista maduro (véase el cuadro 3).

Cuando el ahorro se hundió, el déficit de la balanza comercial estadounidense, que ya entonces era muy grande, alcanzó nada menos que los 762 000 millones de dólares en 2006. Tales eran los cimientos del aparente periodo de crecimiento y prosperidad de Estados Unidos de 2001 a 2007 (véase el cuadro 4).

Cuadro 3. Ahorro personal en EU, 2000-2007

Año	*2000*	*2001*	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*
Ahorro (miles de millones de dólares)	168.5	132.3	184.7	174.9	181.7	44.6	38.8	42.7
Ahorro como % de la renta disponible	2.3	1.8	2.4	2.1	2.1	0.5	0.4	0.4

Fuente: Banco de la Reserva Federal, flujo de fondos, varios números.

Cuadro 4. Déficit de la balanza comercial de EU, 2000-2007
(miles de millones de dólares)

Año	*2000*	*2001*	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*
	379.5	367.0	424.4	499.4	615.4	714.6	762.0	708.6

Fuente: Banco de la Reserva Federal, Flujo de Fondos, varios números.

EL CRÉDITO HINCHÓ LA BURBUJA

La política monetaria contribuyó directamente a hinchar la burbuja y a su estallido. Los tipos de interés influyeron en bue-

na medida sobre el periodo de la burbuja de la vivienda y su explosión. Tras la burbuja de las nuevas tecnologías de 1999 a 2000, la Reserva Federal (Fed) bajó rápidamente los tipos de interés y así los mantuvo. El aumento gradual de éstos después de 2004 finalmente hizo estallar la burbuja (véase el cuadro 5).

Con todo, lo que alimentó la burbuja no fue sólo el crédito barato de la Fed: varios países desarrollados y subdesarrollados tuvieron grandes superávit comerciales a mediados de la década de 2000 (exceso de ahorro interno en comparación con la inversión nacional). Sus contrapartidas fueron el déficit comercial y la escasez de ahorro en relación con la inversión en EU y Reino Unido (algo menos en Francia, Italia y otros países) véase el cuadro 6).

Para defender la estabilidad del tipo de cambio de su moneda y protegerse de repentinas salidas de capital extranjero, los países con superávit se vieron forzados a acumular reservas en dólares para utilizarlas como cuasi dinero mundial. Además, las organizaciones internacionales, sobre todo el Fondo Monetario Internacional (FMI), también impusieron a los países subdesarrollados la estrategia de la acumulación de reservas. El resultado fue la acumulación de reservas en divisas en todo el mundo, incluso en los empobrecidos países de África[1] (véase el cuadro 7).

Dado que las reservas internacionales consisten de manera fundamental en dólares estadounidenses, ello significó que los bancos centrales tuvieron que comprar títulos públicos de ese país. Así fluyó hacia EU una gran parte de los excedentes comerciales, a pesar de sus relativamente bajos tipos de interés y de la posibilidad de pérdidas de capital en caso de una caída del dólar. Por lo tanto, los países subdesarrollados se convirtieron en

[1] Véase Panceira [2009, cap. VII], Rodrik [2006], presenta una estimación acerca del costo social de las reservas.

proveedores netos de capital de Estados Unidos, contribuyendo a que ese país mantuviera una abundante cantidad de capital prestable de 2005 a 2006, exactamente la época en que la Fed comenzó a endurecer las condiciones del crédito.

Cuadro 5. Tipo de interés de los fondos federales de efectivo, 2000-2007

Año	*2000*	*2001*	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*
	6.24	3.88	1.67	1.13	1.35	3.22	4.97	5.02

Fuente: Banco de la Reserva Federal, tipos de interés, varios números.

Cuadro 6. Exceso de ahorro sobre la inversión como % del PIB

Año	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*
EU	-4.2	-5.1	-5.5	-6.0	-5.9	-5.1
Reino Unido	-1.6	-1.3	-1.6	-2.5	-3.9	-4.9
Alemania	2.0	1.9	4.3	4.6	5.0	5.6
Japón	2.9	3.2	3.7	3.6	3.9	4.8
Países en desarrollo de Asia	2.4	2.8	2.6	4.1	5.9	6.8
Comunidad de Estados Independientes	6.4	6.3	8.3	8.6	7.4	4.5
Cercano Oriente	4.8	8.3	11.8	19.7	20.9	19.8
África	-1.7	-0.4	0.1	1.8	2.8	0.3

Fuente: FMI, Observatorio/Outlook Económico Mundial, 2008

Cuadro 7. Acumulación de reservas, países y áreas subdesarrollados seleccionados (miles de millones de dólares)

Año	*2000*	*2001*	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*
Total, de los cuales:	800.9	895.8	1072.6	1395.3	1848.3	2339.3	3095.5	4283.4
China	168.9	216.3	292.0	409.0	615.5	822.5	1069.5	1531.4
Rusia	24.8	33.1	44.6	73.8	121.5	156.5	296.2	445.3
India	38.4	46.4	68.2	99.5	127.2	132.5	171.3	256.8
Cercano Oriente	146.1	157.9	163.9	198.3	246.7	351.6	477.2	638.1
África subsahariana	35.0	35.5	36.0	39.9	62.3	83.0	115.9	144.9

Fuente: FMI, Observatorio Económico Mundial, 2008

LA EXPLOSIÓN DE LA BURBUJA Y LA FALTA DE LIQUIDEZ

La crisis surgió después de que llegara a su fin el auge de la vivienda en 2006 y sus precios cayeran entre 5 y 10% en 2007, la cual se aceleró a lo largo de 2008. En el último trimestre de ese año había 2.1 millones de morosos. El epicentro del colapso fueron las hipotecas de alto riego de interés variable, que, aunque eran sólo 7% del total, representaban 42% de las ejecuciones de hipotecas. Las hipotecas de interés variable preferenciales (*prime*) también eran vulnerables: 15% del total y 20% de ejecuciones. En el segundo trimestre de 2008, la tasa de ejecuciones hipotecarias se elevó a grados sin precedentes: 6.63% de las subpreferenciales y 1.82 de las preferenciales de interés variable.[2] Así, la crisis del mercado de la vivienda comenzó por las hipotecas subpreferenciales, pero luego se extendió al sector de las preferenciales. La mecánica del colapso fue muy clara: los crecientes tipos de interés, junto con la caída del precio de las viviendas, provocaron que, finalmente, un número creciente de titulares de las hipotecas de interés variable no pudieran seguir pagando.

Desde el punto de vista analítico, la característica más importante del estallido de la burbuja fue el reforzamiento recíproco de los problemas de liquidez y solvencia para los bancos, que provocó el agravamiento progresivo de la crisis. Ello fue un resultado directo de la combinación de la financiarización del ingreso personal con la diseminación de la banca de inversión. La tensión entre la liquidez y la solvencia se tornó grave para los bancos comerciales debido a la adopción en gran escala de las prácticas de la banca de inversión, mientras los bancos de inversión independientes sucumbían en masa ante las presiones.

[2] Mortgage Banker Association; National Delinquency, varios números.

La agitación financiera comenzó en el mercado monetario interbancario en agosto de 2007 en forma de escasez de liquidez y de manera gradual se transformó en una crisis de solvencia.[3] Ello se debió a que los bancos estadounidenses y de otros países eran tenedores de grandes volúmenes de valores con respaldo hipotecario o se vieron obligados a respaldar a las instituciones financieras que lo eran. A medida que aumentaba el impago de las hipotecas, esos valores se fueron volviendo invendibles, por lo que también pusieron en duda la solvencia de los bancos. Éstos preferían atesorar fondos líquidos, en lugar de prestarlos a otros.

La escasa liquidez se manifestaba también en una creciente divergencia entre los tipos de interés del mercado de dinero. Normalmente, el LIBOR (el tipo de interés al cual ofrecen los bancos sus fondos a los demás en el mercado de Londres, el más importante) y el tipo de interés a tres meses de las permutas financieras indexadas diariamente (OIS, del inglés Overnight Indexed Swaps, el más importante para las transacciones interbancarias de derivados financieros) son prácticamente iguales, pero, después de agosto de 2007, ambos tipos comenzaron a distanciarse significativamente y el LIBOR superó al OIS en 1% o más en septiembre y diciembre de 2007 y en marzo de 2008 [Mishkin, 2008]; con todo, la diferencia era por completo nula si se compara con las que se produjeron en septiembre y octubre de 2008.

La explosión de la burbuja creó una aparente paradoja que obligó a esforzarse a los periodistas expertos en la "meteorología" de la economía: los mercados rebosaban de capital, pero tenían escasez de liquidez. Ahora bien, el fenómeno no es paradójico ni nuevo. En una crisis financiera, el dinero se convierte en lo más importante de todo: aunque la economía

[3] Para un análisis del mercado de dinero desde el punto de vista de la economía política marxista, véase Lapavitsas [2003, cap. 4, y 2007].

capitalista esté repleta de valores mercantiles, sólo funciona el valor en forma de dinero, que no aparece por ninguna parte debido precisamente al atesoramiento.[4] Eso fue justamente lo que predominó en el sistema financiero de 2007 a 2008: el capital prestable era abundante, pero había escasez de medios líquidos –es decir, dinero– para hacer frente a las obligaciones, porque lo estaban atesorando las instituciones financieras.

LA SOLVENCIA BANCARIA Y LA INTERVENCIÓN DEL ESTADO

Los bancos centrales encabezaron los esfuerzos para hacer frente a la persistente escasez de liquidez. La Fed y otros bancos centrales adoptaron métodos extraordinarios, como operaciones en el mercado abierto (compras de títulos), préstamos en la ventanilla de descuento (préstamo financiero a los bancos con garantía de títulos de renta variable), la subasta de créditos a plazo (*term auction facilities*, un nuevo mecanismo para subastar sumas preestablecidas de crédito con garantía de títulos de renta variable), los préstamos directos a los bancos de inversión, el intercambio de valores con respaldo hipotecario por títulos del Estado y la compra de efectos comerciales a sociedades anónimas industriales y comerciales. En el caso de algunos de esos préstamos se aceptaron garantías colaterales frágiles, con lo que se transfirieron los riesgos crediticios a los bancos centrales. Al mismo tiempo, los tipos de interés de los bancos centrales se redujeron durante todo 2008, acercándose a 0% en Estados Unidos. La disminución de los tipos de interés opera como un subsidio a los bancos, porque reduce el costo de los fondos.

Con todo, las inyecciones de liquidez por sí mismas no permitían hacer frente a la agravación del mal funcionamiento del ingreso financiarizado y de la banca de inversión. En 2008,

[4] Véase Marx, 1975, tomo I, vol. I, sec. 1, cap. 3.

la crisis alcanzó dos picos resultantes de la tensión entre la liquidez y la solvencia, mostrando también los límites de la intervención del Estado; el primero fue el colapso, en el mes de marzo, de Bear Sterns, un banco de inversión gigantesco que en agosto de 2007 poseía 12.1 billones de dólares de valor nacional en instrumentos derivados no liquidados [Bear Sterns, 2007: 55]. Para el banco resultó imposible tomar prestado en el mercado monetario y sus activos con respaldo hipotecario lo hicieron insolvente. Para manejar el colapso del banco, la Fed y el Tesoro estadounidenses forzaron su absorción por J. P. Morgan, que recibió un préstamo de 29 000 millones con ese fin. Un aspecto crucial de la absorción fue que los titulares de obligaciones y otros acreedores del banco recuperaron su dinero.

La bancarrota de Bear Stern fue típica del fracaso al combinar la banca de inversión con la financiarización de los ingresos personales. El gobierno logró controlar el colapso del banco, pero no supo evaluar el marcado fracaso de los mecanismos de la financiarización. El declive sostenido de los mercados de acciones después de diciembre de 2007 agravó ese proceso, porque los compradores de acciones finalmente se dieron cuenta de lo que pasaba. El Dow Jones permaneció en aproximadamente 11 300 puntos en agosto de 2008, por debajo de los 13 300 de diciembre de 2007. A medida que sus acciones se colapsaban, para los bancos era cada vez más difícil obtener capital privado para soportar las pérdidas en títulos con respaldo hipotecario y otros. La combinación de los problemas de liquidez y solvencia resultó ser fatal para los bancos.

El segundo auge ocurrió en septiembre-octubre de 2008, periodo que ya quedó registrado en los anales de la historia de la banca capitalista. Los acontecimientos se sucedieron vertiginosamente a partir del colapso casi total de Fannie Mae y Freddie Mac, los dos grandes organismos del mercado estadounidense de la vivienda financiados por el gobierno. Esas

instituciones realizan aproximadamente la mitad de las transacciones anuales de títulos con garantía hipotecaria y sólo compran normalmente los preferenciales; sin embargo, durante la burbuja emprendieron actividades de banca de inversión más arriesgadas, por ejemplo, la emisión de hipotecas de alto riesgo, lo que obligó al Estado a nacionalizarlas. Unos cuantos días después, Lehman Brothers, otro gigante de la banca de inversión estadounidense, se vio en una situación parecida a la de Bear Sterns. En esa ocasión, con la complicidad de la Fed, el Tesoro autorizó la bancarrota del afligido banco, lo que ocasionó que tanto los accionistas como los acreedores perdieran su dinero.

Tal decisión fue un error colosal, porque acabó con todo vestigio de confianza entre los bancos. Efectivamente, quienes participan en el mercado del dinero operan bajo la premisa tácita de que lo que es válido para uno lo es para todos y, puesto que los acreedores de Bear Sterns recibieron su dinero y los de Lehman Brothers no, los cimientos de los préstamos interbancarios se desvanecieron; y, lo que es peor aún, el colapso de Lehman confirmó sin dejar lugar a dudas que combinar la banca de inversión con la financiarización de los ingresos de los particulares había sido un rotundo fracaso. Lehman pudo haber sido muy arriesgado, pero no había hecho nada que fuese cualitativamente distinto de lo que hicieron otros bancos.

Las consecuencias de la conmoción que provocó Lehman no fueron sorprendentes, pero su magnitud fue histórica: la liquidez se desvaneció por completo, las acciones de los bancos se colapsaron y en los mercados financieros se difundió un auténtico pánico. La divergencia entre el LIBOR y el OIS se acercó incluso 4%, lo que hizo que fuera totalmente imposible para los bancos realizar negocio alguno. Los bancos de inversión estadounidenses que sobrevivieron, es decir, Merrill Lynch, Goldman Sachs y Morgan Stanley, no estuvieron más de ma-

nera independiente. Los rescates y las absorciones forzados de bancos se multiplicaron en Estados Unidos y en Europa y, por una vez, no era exagerado decir que el sistema financiero mundial tenía la mirada fija en el abismo.

La conmoción que provocó la bancarrota de Lehman mostró que la intervención del Estado en las finanzas no es ni omnipotente ni omnisciente: acicateado por teorías erróneas e intereses creados, puede cometer errores garrafales. Ante el desastre, el gobierno estadounidense modificó rápidamente su postura y protegió de manera efectiva a los bancos de un fracaso aún mayor, lo cual implicó el otorgamiento de fondos públicos para resolver el problema de la solvencia bancaria. Para finales de 2008, Estados Unidos ya había adoptado el Programa de Rescate de Activos Problemáticos (Troubled Asset Relief Program, TARP), comprometiendo 700 000 millones de dólares, mientras el Reino Unido y otros países adoptaban planes similares.

Pese a ello, en esa época ya era claro que en todo el mundo se gestaba una recesión de grandes dimensiones: la contracción del crédito por parte de los bancos y los mercados obligó a las empresas a disminuir la producción y el empleo; el consumo se redujo, al tiempo que los trabajadores endeudados en exceso ajustaban sus gastos; los mercados de exportación se colapsaron, en especial el de los automóviles y el de los artículos electrónicos; y los países en desarrollo también se vieron afectados, porque los flujos de capital se volvieron problemáticos y requirieron préstamos de emergencia. Una crisis que se había iniciado como un *shock* financiero se había convertido en una recesión mundial.

Recapitulemos, en 2007 comenzó una crisis de la financiarización en toda la extensión de la palabra. A diferencia de las principales crisis capitalistas del pasado, tuvo su origen en la financiarización del ingreso personal, sobre todo en los préstamos hipotecarios a los trabajadores estadounidenses, incluso

los más pobres. Ello se combinó con la generalización de las prácticas de la banca de inversión entre las instituciones financieras, sobre todo la titulización. La crisis paralizó el sistema financiero y progresivamente interrumpió la acumulación real. La intervención de los bancos centrales fue importante, pero no decisiva, lo cual obligó a la intervención directa de los gobiernos para rescatar a los bancos y atenuar la recesión.

Con todo, independientemente de las causas inmediatas de la crisis, es necesario estudiar la transformación del sistema financiero en el contexto del desarrollo capitalista de los últimos años; ello nos permitirá especificar el contenido de la financiarización. Para emprender tal análisis, la economía política marxista necesita desarrollar sus conceptos y ampliar su enfoque. La discusión anterior ha demostrado que la crisis no surgió debido a una de capital, aunque ya está forzando una reestructuración del capital a gran escala; antes bien, la actual es una crisis inusual que tiene que ver con el ingreso, los préstamos y el consumo de los trabajadores, así como con la transformación de las finanzas en los últimos decenios. En resumidas cuentas, se trata de una crisis de la expropiación financiera y de los mecanismos asociados con ésta. En los apartados que siguen se analizan las tendencias y las relaciones económicas pertinentes.

2. La financiarización en una perspectiva histórica

La financiarización es un resultado de la nueva era de cambios que comenzó con la primera crisis del petróleo de 1973 a 1974. La crisis señaló el fin del largo auge de la posguerra y trajo consigo una persistente tendencia a la baja, salpicada con crisis económicas recurrentes.[5] Durante ese periodo tuvo

[5] Hay una amplia literatura sobre este tema; en el área de la economía política, la más reciente y discutida es la de Brenner [1998 y 2002], que sostie-

lugar una revolución tecnológica en el campo del procesamiento de la información y las telecomunicaciones que ha tenido grandes repercusiones en la esfera de la circulación.[6] Además, durante el mismo periodo, tuvieron lugar profundos cambios institucionales y políticos, sobre todo la desregulación de los mercados de trabajo y del sistema financiero y el reemplazo del keynesianismo, característico del largo auge, por el neoliberalismo.[7]

Hay tres aspectos de esos procesos que están relacionados de manera pertinente con la financiarización. Primero, el aumento de la productividad fue problemático desde mediados de los años setenta hasta mediados de los noventa, especialmente en Estados Unidos.[8] Durante 20 años, las nuevas tecnologías no generaron aumentos significativos de la productividad, pero, después de 1995, sí hubo aumentos importantes en la industria de los microprocesadores y, finalmente, se echaron los amplios cimientos para el aumento más rápido de la productividad en toda la economía estadounidense,[9] lo cual ocurrió incluso en los servicios, como muestra el caso del sector

---

ne que la desaceleración se debe a un aumento de la competencia mundial y al estancamiento de la rentabilidad. Para ver una crítica detallada, cf. Lapavistas y Milonakis [1999].

[6] La literatura en economía política sobre estos temas es bastante amplia e incluye el debate sobre la especialización flexible, así como el del posfordismo relacionado con la escuela regulacionista francesa.

[7] Dos contribuciones prominentes recientes de la economía política que explican el auge del neoliberalismo se encuentran en Dumenil y Levy [2004], y Glyn [2006].

[8] La medición de la productividad es un campo conceptual minado, sobre todo en el caso de los servicios: en este artículo se utilizan las principales medidas como puntos de referencia para el debate.

[9] Ha habido un intenso debate en la literatura de la corriente dominante sobre este tema, pero ha surgido un consenso en ese sentido; véanse Oliner y Sichel [2000 y 2002], Jorgenson y Stiroh [2000], y Gordon [1999 y 2004].

financiero (aunque no el de la banca);[10] con todo, durante la burbuja de los años 2001 a 2007, el aumento de la productividad pareció haber perdido impulso. Además, otras economías capitalistas importantes, como la del Reino Unido, no registraron aumentos similares. En consecuencia, la relación entre las nuevas tecnologías y el aumento de la productividad todavía es poco clara.

Segundo, el proceso de trabajo se ha transformado, en parte debido al cambio tecnológico y los que conlleva en su regulación y en parte gracias a alzas repentinas del desempleo en momentos clave del periodo. El trabajo temporal y el ingreso de las mujeres a la fuerza de trabajo han tenido un fuerte efecto en la práctica laboral.[11] Es probable que se haya producido un nuevo equilibrio entre el trabajo pagado y el que no, mientras que las tecnologías de la información han alentado la invasión del tiempo privado por el trabajo, así como el aumento de las prácticas del trabajo a destajo y la subcontratación. En términos marxistas, es probable que el trabajo se haya intensificado y aumentado el trabajo no pagado. De la extensa literatura sobre satisfacción en el trabajo, por ejemplo, se desprende que la intensificación del trabajo asociada con las nuevas tecnologías es una causa importante de insatisfacción en los países desarrollados, como también lo es la pérdida de la libertad para elegir el trabajo que se desea desempeñar [Green 2004a y 2004b; Green y Titsianis, 2005].

Tercero, la producción y el comercio mundiales han quedado bajo el dominio de empresas multinacionales creadas en sucesivas olas de fusiones y adquisiciones. El grueso de la inver-

[10] La literatura sobre este tema es menos extensa. Véase Triplett Bosworth [2001 y 2003].

[11] La corriente principal tiene una amplia literatura sobre la relación entre las nuevas tecnologías y el trabajo. Véase, de forma muy selectiva, Brynjolfsson y Hitt [2000 y 2003], y Autor, Levy y Murnane [2003].

sión extranjera directa (IED) se da entre países desarrollados, pero desde mediados de los noventa también ha habido flujos sustanciales hacia los países subdesarrollados que han aumentado significativamente a partir del año 2000 [Banco Mundial, 2006]. La competencia en el mundo se ha intensificado, pero sin carteles formales ni zonas de derechos exclusivos de comercio e inversión. El aumento de las multinacionales se ha visto acompañado por un desplazamiento desde Occidente hacia lugares de crecimiento más dinámico, sobre todo China; incluso han aparecido flujos considerables de inversión extranjera directa Sur-Sur [UNCTAD, 2006]. Por supuesto, Alemania y Japón siguen disfrutando de grandes excedentes industriales; sin embargo, en Occidente, especialmente en Estados Unidos y el Reino Unido, se ha producido un desplazamiento general de la actividad capitalista hacia el sector financiero y otros servicios.

La financiarización tiene que analizarse en ese triple contexto de dudoso aumento de la productividad, prácticas laborales alteradas y desplazamientos mundiales de la capacidad productiva. Desde finales de los años setenta, la acumulación real ha tenido un aumento mediocre y precario, pero el sector financiero ha crecido de manera extraordinaria en lo que respecta a empleo, utilidades y tamaño de las instituciones y los mercados; ha habido desregulación, cambio tecnológico e institucional, innovación y expansión mundial. El sector financiero está ahora presente en todos los aspectos de la sociedad de los países desarrollados, aunque también se ha expandido ampliamente en el mundo en desarrollo. Aun cuando la acumulación real ha tenido resultados que no son ni buenos ni malos, la clase capitalista ha encontrado nuevas fuentes de ganancias en los mecanismos financieros modernizados; pero quizás el cambio más significativo a ese respecto haya sido el aumento de la expropiación financiera de los trabajadores y otras capas de la población.

Más adelante examinaremos los parámetros de esa compleja transformación, centrándonos principalmente en la banca comercial, el eje del sistema crediticio. El análisis se desarrolla en el marco de la economía política marxista que deriva fundamentalmente del trabajo de Marx; sin embargo, la aportación de la economía política marxista posterior, en especial la de Hilferding, es, al menos, igual de importante y, en algunos aspectos, superior.

3. Aspectos económicos de la financiarización: expropiación financiera y banca de inversión

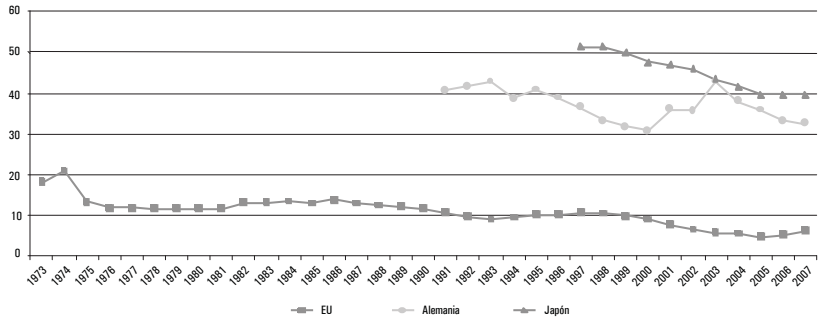
los bancos comerciales vuelven la mirada hacia el individuo: el surgimiento de la expropiación financiera

Los bancos comerciales se transformaron en gran medida en el transcurso de la financiarización. La fuerza motriz de su transformación ha reducido la dependencia de las grandes sociedades anónimas del financiamiento bancario. Las de los países desarrollados han financiado la inversión (en términos netos) principalmente mediante la retención de utilidades [Corbett y Jenkinson, 1996 y 1997]. En cuanto al financiamiento exterior, han confiado cada vez más en los préstamos directos en los mercados abiertos. Considérese lo siguiente para los casos de Estados Unidos, Japón y Alemania (véase la gráfica 1).

A ese respecto, hay diferencias entre los países; por ejemplo, las empresas estadounidenses dependen en mayor medida de la emisión de bonos; diferencias que no hacen sino reflejar el carácter de los sistemas financieros alemán y japonés, basados en la banca, en contraste con el estadounidense, que lo hace en el mercado, lo cual se desarrolla brevemente en el quinto apartado; pero la tendencia es indudable.

Desde el punto de vista marxista, los monopolios se han vuelto menos dependientes del crédito bancario para financiar

Gráfica 1. Préstamos bancarios, como porcentaje de la deuda financiera de las sociedades por corporaciones



Fuente: Contabilidad de flujos de fondos (EU, Japón y Alemania).

el capital fijo. Por otra parte, el capital circulante sigue apoyándose en el comercio y el crédito bancario; sin embargo, aún en este último caso, los monopolios han recurrido cada vez más directamente a los mercados financieros, en especial mediante la emisión de efectos de comercio. Por esa razón, los monopolios se han implicado cada vez más en las finanzas, incluso al grado de mantener departamentos separados para las operaciones de crédito comercial y títulos financieros; es decir, se han financiarizado, a la vez que dependen menos de los bancos.

Las razones de fondo de tal evolución fundamental se relacionan probablemente con la naturaleza de la tecnología de la información y las telecomunicaciones y la correspondiente acumulación (o no) del capital fijo. De igual manera son importantes los cambios en la estructura organizativa interna de las sociedades anónimas modernas, así como las variaciones en los ciclos de rotación. Independientemente de estas razones, las oportunidades clásicas que tienen los bancos de prestar a las sociedades anónimas se han reducido.

El proceso de desregulación financiera que se inició en los años sesenta se basó en la distancia, cada vez mayor, entre las grandes

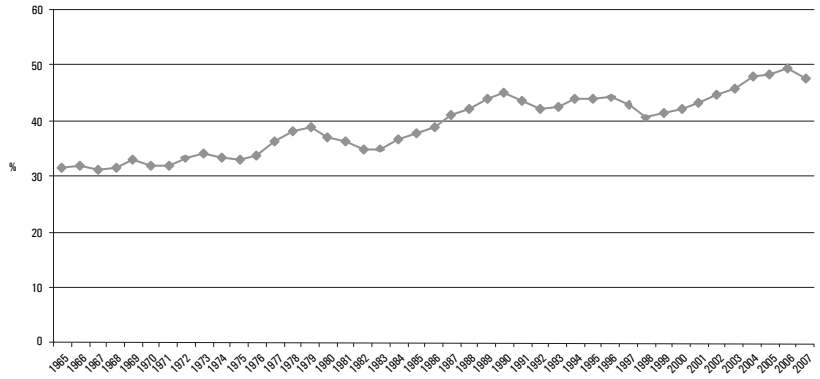
sociedades anónimas y los bancos. Las primeras, fomentaron la apertura de los mercados financieros, al evitar activamente los controles sobre los tipos de interés y las cantidades de crédito y preparar el terreno para la desregulación. Una vez que se produjo la desregulación, los bancos comerciales perdieron los depósitos cautivos que habían sustentado sus actividades. El ámbito de la banca comercial convencional se estrechó aún más.

Las respuestas de los bancos a la disminución de las vías tradicionales para obtener utilidades han sido múltiples; sin embargo, aquí nos interesan sobre todo dos tipos de respuesta: en primer lugar, los bancos se volvieron hacia la renta personal de los trabajadores y el resto de la población como fuente de utilidades y, en segundo, se dedicaron a la intermediación en los mercados financieros, es decir, adoptaron cada vez más las funciones de la banca de inversión. Ambas respuestas están estrechamente relacionadas entre sí; la primera se analiza en este apartado y la segunda en el siguiente.

El giro de los bancos hacia los ingresos personales como fuente de rentabilidad varía de manera significativa. Hay diferencias importantes entre los países industrializados, según su propio desarrollo histórico e institucional, pero la tendencia general es indiscutible (véanse las gráficas 2, 3 y 4)

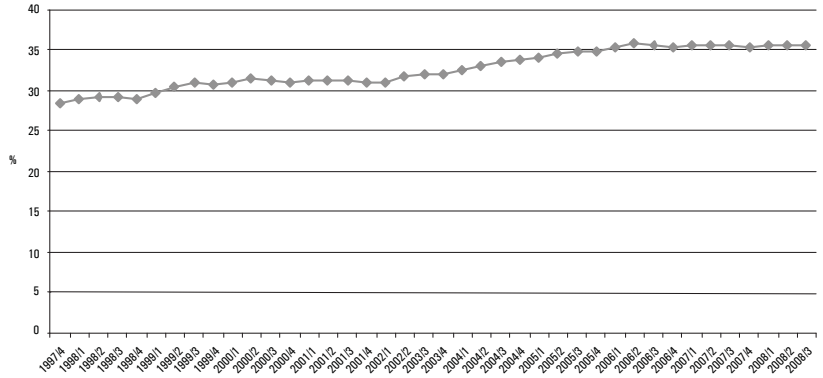
La tendencia general presupone la participación creciente de los trabajadores en los mecanismos de las finanzas con el propósito de satisfacer sus necesidades elementales, como vivienda, educación, salud y ahorro para el retiro; sólo entonces pueden los bancos extraer utilidades significativas directamente de los ingresos personales. Por supuesto, las diferencias a ese respecto entre los países desarrollados son muy grandes y reflejan su historia, sus instituciones y la simple costumbre; sin embargo, la creciente financiarización de los ingresos del trabajador es evidente, tanto desde el punto de vista de los pasivos (sobre todo los préstamos hipotecarios)

Gráfica 2. Préstamos al consumo e inmobiliarios, como proporción del préstamo bancario total (EU)



Fuente: Contabilidad de Flujos de Fondos, Reserva Federal.

Gráfica 3. Préstamos a particulares como proporción del préstamo bancario total (Japón)

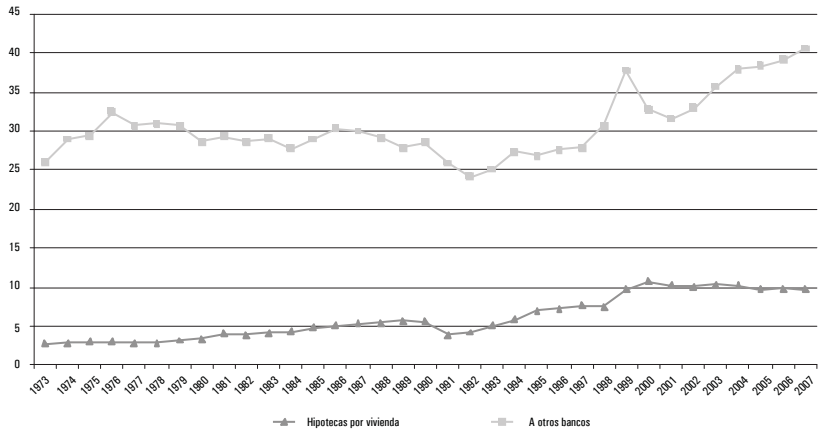


Fuente: Banco de Japón, activos y pasivos de las instituciones financieras

como de los activos (más que nada de las pensiones y seguros) (véanse las gráficas 5 y 6.

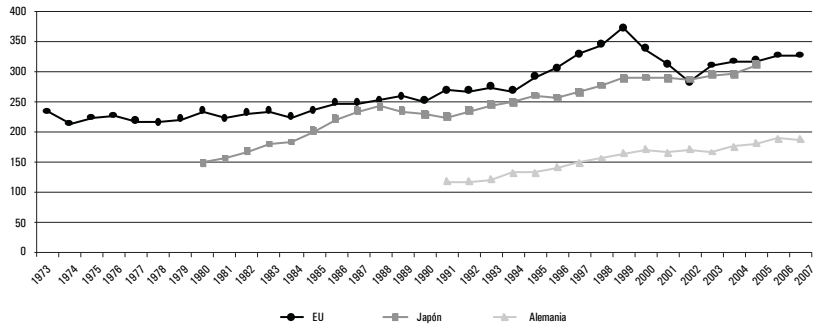
La participación directa de los trabajadores en los mecanismos de las finanzas es la base de la expropiación financie-

Gráfica 4. Préstamos hipotecarios para vivienda y a otros bancos como proporción del préstamo total (Alemania Occidental)



Fuente: Cuentas financieras de Alemania.

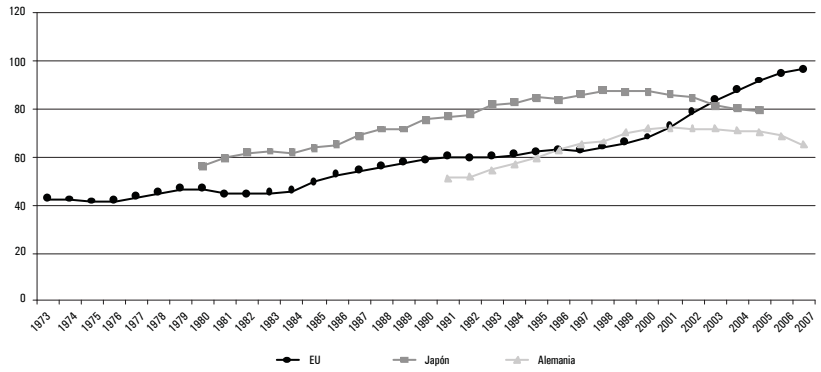
Gráfica 5. Activos financieros de los hogares como proporción del PIB



Fuente: Cuentas de flujo de fondos en los EU, Cuentas financieras de Alemania, OCDE.

ra; sin embargo, la proporción del ingreso de los trabajadores de que se apoderan los bancos y otras instituciones financieras es difícil de medir en escala agregada. Con todo, desde la perspectiva de los grandes bancos, no hay duda alguna de que los préstamos a los particulares han llegado a ser cada vez

Gráfica 6. Deudas de los hogares como proporción del PIB



Fuente: Cuentas de Flujos de Fondos en los EU, Cuentas Financieras de Alemania, OCDE.

más importantes para las utilidades de la banca [Dos Santos, 2009]. Por lo demás, Estados Unidos muestra algunos indicios respecto a las tendencias recientes en el nivel agregado:

Por lo tanto, la extracción directa de beneficios financieros a partir de la renta personal de los trabajadores es una fuente de expropiación financiera que surgió sistemáticamente durante las últimas décadas. No debe confundirse con la explotación que tiene lugar de manera sistemática en la producción y que es la piedra angular de las economías capitalistas contemporáneas. La expropiación financiera es más bien una fuente adicional de utilidades que tiene su origen en la esfera de la circulación. En cuanto a la renta personal, moviliza flujos existentes de dinero y valor, antes bien que nuevos flujos de plusvalor; ahora, a pesar de que tiene lugar en la circulación, dado que se produce de manera sistemática y mediante procesos económicos, también tiene un aspecto de explotación.[12]

[12] En las versiones previas de este artículo, se utilizaban los términos de explotación directa o financiera en lugar de expropiación financiera; sin embargo, este último término expresa de manera más adecuada la función fundamental de los mecanismos financieros, al mismo tiempo que evita la

En la teoría marxista, la esfera de la circulación no es el terreno natural para la explotación, pues el intercambio de mercancías tiene normalmente como premisa el intercambio de equivalentes, *quid pro quo*. Sólo puede haber explotación en la circulación si una de las partes del intercambio está mal informada sobre su valor o interviene en él alguna fuerza extraeconómica, lo cual sería diferente de la típica explotación capitalista, que es a la vez de naturaleza sistemática y económica. Ahora bien, las transacciones financieras se refieren al dinero y al capital dinero prestable, no a las mercancías producidas. Consisten normalmente en un intercambio de promesas y obligaciones basadas en la confianza, no en un *quid pro quo* directo. La transferencia de valor que se produce al final entre las partes de una transacción financiera depende del marco institucional y legal, los flujos de información e incluso el poder social.

Las ventajas que tienen las instituciones financieras en lo referente a la información y a su poder les permiten negociar de manera distinta con los particulares que con las empresas capitalistas. Estas últimas tienen un fácil acceso a la información y no van a la zaga de los bancos en cuanto al poder social y económico se refiere. Los servicios financieros que obtienen son necesarios para la producción y circulación del valor y el plusvalor. Y lo que se paga por esos servicios está normalmente dentro de los límites determinados en cada periodo por la disponibilidad de capital prestable y la rentabilidad de la acumulación real. Si no fuese así, las empresas capitalistas podrían, en principio, prescindir de los mecanismos financieros que hay y recurrir más, por ejemplo, al crédito comercial o al establecimiento de mecanismos alternativos creados de cabo a rabo. Dicho de otra manera, los usuarios capitalistas del sector

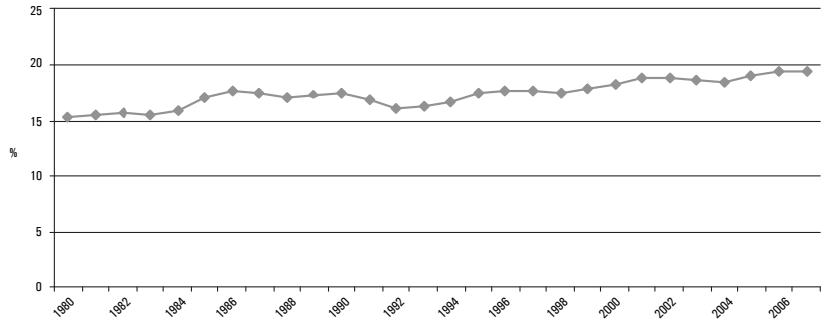
---

confusión con la explotación en el lugar de la producción; con todo, lo anterior no excluye la presencia de los procesos explotadores en la circulación.

financiero realizan un cálculo económico dictado por la lógica del circuito de su propio capital. Como resultado, la remuneración media de las empresas financieras en su intercambio con las empresas productivas y comerciales se somete a los dictados del capital social total.

En cambio, cuando se relaciona con la renta personal, el sector financiero juega con las necesidades básicas de los trabajadores y demás particulares, es decir, con la vivienda, las pensiones, el consumo, los seguros, etc., lo cual difiere cualitativamente del que se orienta a la producción y a la circulación del capital. Los particulares se interesan por los valores de uso, mientras que las empresas tienen como objetivo la expansión del valor. La actividad financiera de los particulares y de las empresas se guía por diferentes objetivos y motivaciones, cantidades de información y disponibilidad de alternativas y una diferente capacidad para "economizar". Además, los trabajadores y los particulares que pretenden cubrir sus necesidades básicas por medio del sector financiero –en especial, en un contexto de escaso gasto social por parte del Estado– tienen muy

Gráfica 7. Pagos por préstamos hipotecarios de consumo, para automóviles y otros préstamos, más pagos por el seguro de la vivienda y otros pagos relacionados, como proporción de la renta personal disponible (EU)



Fuente: Ratios del servicio de la deuda de los hogares y de obligaciones financieras, Banco de la Reserva Federal.

pocas opciones para prescindir de los mecanismos del sistema financiero o sustituirlos. Por consiguiente, la renta personal puede ser objeto de expropiación financiera.

Las ganancias que se obtienen por medio de la expropiación financiera recuerdan los beneficios del usurero. Históricamente, éste fue haciéndose presente a medida que se mercantilizaba la producción y, por lo tanto, los productores (no capitalistas) empezaron a depender del dinero como medio de pago;[13] y también se hizo presente cuando los consumidores (en especial de mercancías de lujo) dependieron cada vez más del dinero como medio de pago. El interés que recibía el usurero procedía de los ingresos monetarios de los productores y los consumidores e incluso podía provenir del mínimo necesario para la reproducción de estos últimos. Ello difiere del interés que reciben actualmente las instituciones financieras por los préstamos que otorgan a los capitalistas productivos, que proviene del beneficio que genera de manera sistemática la producción. De la misma forma, las instituciones financieras modernas son diferentes de los usureros, aunque en tiempos de crisis puedan convertirse en usureras y obtener más intereses del capital de los prestatarios que de los beneficios producidos [Marx, 1894, p. 734].

En el capitalismo financiarizado, las condiciones normales de los trabajadores están cada vez más en el punto de mira del sistema financiero. La dependencia de los particulares respecto del dinero como medio de pago (no sólo como medio de cambio) ha crecido a medida que la provisión del sector público se ha retirado de las esferas de la vivienda, las pensiones, el consumo, la educación, etc. El acceso al dinero determina cada vez más la capacidad de obtener bienes básicos, al tiempo que

[13] Marx analizó las utilidades del usurero en varias obras, por ejemplo, 1861-1863, pp. 14-19, y 1894, cap. 36.

también raciona la oferta. En ese contexto, se ha fortalecido el aspecto usurario de las instituciones financieras modernas, con la única diferencia de que sus beneficios son ahora el resultado, no sólo del interés, sino también de las comisiones.

Cuanto más obligados se han visto los trabajadores a depender de las instituciones financieras, tanto más aprovechan éstas sus lógicas ventajas de información, poder y motivación para inclinar la balanza en su favor en cada transacción. En esas relaciones aparecen elementos de dominación y subordinación como los que Marx consideraba consustanciales a la explotación económica, pero no pueden compararse con la explotación que tiene lugar en la producción;[14] sin embargo, la expropiación financiera se alimenta de la desigualdad fundamental que hay entre las instituciones financieras y los trabajadores que recurren a ellas.

LA ORIENTACIÓN DE LOS BANCOS HACIA LA INTERMEDIACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS: EL AVANCE DE LA BANCA DE INVERSIÓN

El crecimiento de los mercados financieros abiertos, en los que intervienen esencialmente las acciones, las obligaciones y los instrumentos derivados, ha proporcionado a los bancos más oportunidades para obtener ganancias. Los precios de las acciones y las obligaciones resultan del descuento de pagos futuros basado en el tipo de interés (ajustado para el riesgo) como punto de referencia.[15] Marx denominó ese proceso como la formación de "capital ficticio", lo que marcó la diferencia con respecto a la creación de valor en la producción [Marx, 1894, cap. 29]. Los mercados de instrumentos derivados per-

[14] Marx, 1876, p.1027, consideraba dichos elementos como fundamentales para la explotación.

[15] Hilferding [1981, cap. 8], elaboró el análisis original y más avanzado de los precios de las acciones en la economía política marxista.

miten a los participantes apostar al manejo del riesgo o, simplemente, especular.[16] Sus precios tienen un elemento ficticio, pero eso se deriva de las prácticas institucionales y de las normas del comercio. El auge del modelo de *black and scholes* (o sus variantes) durante la financiarización ha dado a los precios de los instrumentos derivados una apariencia de realidad objetiva.[17]

Los mercados financieros abiertos son un terreno natural para los bancos de inversión, que difieren sustancialmente de los bancos comerciales.[18] Los bancos de inversión son intermediarios de los mercados financieros que movilizan fondos a corto plazo para invertir en valores; no reciben depósitos pequeños y sus pasivos no funcionan como dinero; de igual modo, están fuera del marco regulador de los bancos comerciales, que incluye los seguros de depósito y la adecuación del capital. Los bancos de inversión obtienen ganancias de las comisiones y gastos bancarios para facilitar las transacciones con los títulos de deuda (proporcionan información acerca de las contrapartidas, colocan los títulos entre los compradores, reducen los costos de las transacciones, suscriben valores, etc.)

[16] En los textos de la economía política marxista existen pocas referencias a los instrumentos derivados. Bryan y Rafferty dieron algunos pasos en la formación de un marco analítico en 2007, pero, de manera equivocada, trataron los instrumentos derivados como dinero.

[17] MacKenzie [2003], y MacKenzi y Millo [2003], por ejemplo, elaboraron unos análisis sociológicos muy perspicaces sobre dicho proceso en una serie de trabajos.

[18] También son terreno natural para las compañías de seguros, fideicomisos de dinero, fondos mutuos, de inversión, de cobertura y de pensión. Esos intermediarios difieren drásticamente de los bancos porque sus pasivos no son en dinero y no prestan directamente con fines de producción. En los últimos años han crecido en parte debido a que el Estado ha abandonado la función de proveedor de bienestar, en especial en lo que se refiere a las pensiones. Toporowski [2000], denominó acertadamente su crecimiento como "capitalismo de los fondos de pensiones".

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 62 17/05/2011 02:55:46 p.m.

y con los negocios de su propia cartera. Tales actividades pueden agruparse bajo la denominación de intermediación de los mercados financieros.

Las ganancias de la banca de inversión plantean serios problemas a la economía política: Hilferding sugería que eran parte de la ganancia del "promotor" o el "fundador", es decir, del valor de las acciones descontado al tipo de interés menos su valor descontado a la (más alta) tasa de ganancia [Hilferding, 1981: 128-129]. Esa diferencia, según postulaba, es la ganancia futura de la empresa acumulada como suma única a tanto alzado para el vendedor de las acciones en el momento de una oferta pública de adquisición; sin embargo, el análisis de Hilferding debe repensarse, puesto que difícilmente se pueden aplicar distintas tasas de descuento al mismo flujo de rentabilidades esperadas sin una segmentación de los mercados financieros; más aún, las ganancias futuras de una empresa se acumularían para quienes siguieran manejándola, no para los vendedores de las acciones.

Es más probable que las ganancias de la banca de inversión resulten de la división del capital dinero prestable (y del dinero a secas) movilizado mediante los mercados financieros abiertos. La presencia de dinero ocioso disponible se moviliza ya sea de manera indirecta por medio de los bancos o directamente por los mercados financieros abiertos;[19] sin embargo, la movilización directa es facilitada por los bancos y otras instituciones financieras, que son remunerados mediante una parte de las cantidades que son objeto de transacción. Dado que el proceso se desarrolla con base en precios ficticios, se presta a la manipulación e influyen en él los sentimientos y los rumores.

Dos tendencias fundamentales han alentado la adopción de las funciones de banca de inversión por parte de los ban-

[19] Para un análisis más detallado véase Lapavitsas [2000].

cos comerciales desde finales de los años setenta. En primer lugar, las olas sucesivas de fusiones y adquisiciones que han tenido lugar entre las sociedades anónimas "financiarizadas". Los mercados de acciones no han sido una fuente significativa de financiamiento para las inversiones en capital fijo en los últimos años, pero sí han facilitado sin lugar a dudas la concentración y la centralización del capital mediante las ofertas públicas iniciales, las compras apalancadas y otras transacciones similares.[20]

En segundo lugar, los ahorros de los trabajadores y otros han sido encauzados hacia los mercados financieros abiertos por medio de la política del Estado. La introducción en 1978 de la norma 401K en Estados Unidos puso los ahorros para pensiones a disposición de la inversión en el mercado de acciones. En el Reino Unido se han desarrollado procesos similares mediante los planes de ahorro en acciones (PEP), los planes de ahorro especiales exentos de impuestos (*tax-exempt special savings accounts*, TESSA) y las cuentas de ahorro individuales (*individual savings accounts*, ISA), que son elementos integrantes de la "financiarización" del ingreso de los trabajadores.

La orientación de los bancos comerciales hacia la intermediación de los mercados financieros en Estados Unidos fue confirmada y promovida por la abolición de la Ley Glass-Steagall en 1999, lo cual estuvo en vigor desde la gran crisis del 29 e impedía a los bancos comerciales participar en actividades de banca de inversión. La separación formal de funciones re-

[20] Este tema ha suscitado importantes debates sobre la gobernanza de las sociedades anónimas y el "interés de los accionistas"; a ese respecto, véanse Lazonick y O'Sullivan [2000]. Es un debate con una larga historia, originado en parte en la literatura marxista, especialmente Marx [1894], pp. 512-514, y Hilferding [1981], cap. 7; sin embargo, dado que en este artículo centramos nuestra atención en los bancos, no es necesario desarrollarlo en detalle.

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 64 17/05/2011 02:55:46 p.m.

flejaba la diferencia inherente a los requerimientos de liquidez y solvencia entre los dos tipos de banca: en lo que respecta a la liquidez, los bancos comerciales se apoyan en una masa de depósitos tipo dinero, mientras que los bancos de inversión piden préstamos considerables en los mercados abiertos. De manera análoga, los bancos comerciales necesitan capital para enfrentar las pérdidas derivadas de los créditos a proyectos productivos, mientras que la banca de inversión necesita, por lo general, menos capital porque invierte en valores que posee durante periodos relativamente cortos.

La mezcla de los dos tipos de banca podría resultar desastrosa, en especial porque los titulares de los depósitos podrían asustarse y retirar sus fondos de los bancos comerciales que han emprendido actividades de banca de inversión. Esa fue una de las causas que contribuyeron a la gran depresión de los años treinta. De una manera similar, que exponemos más adelante, también ha contribuido a la crisis actual.

EXPROPIACIÓN FINANCIERA Y BANCA DE INVERSIÓN: UNA MEZCLA LETAL

La destructiva interacción entre liquidez y solvencia que ha marcado la crisis actual tiene sus raíces en las tendencias antes expuestas. Los bancos comerciales son intermediarios que, en esencia, toman prestado a corto plazo para prestar a largo plazo (se dice que están fuertemente "apalancados"); por lo tanto, necesitan mantener una cantidad razonable de activos líquidos para hacer frente a los retiros de depósitos; además, deben mantener unas entradas constantes de pasivos líquidos para financiar sus propios préstamos; por último, deben poseer un capital propio considerable para hacer frente a las pérdidas sobre los préstamos y para evitar impagos. Esos imperativos

resultan costosos y obligan a los bancos comerciales a caminar sobre el filo de la navaja, entre la liquidez y la solvencia.[21] La financiarización ha trastornado profundamente ese proceso.

Considérese primero el aspecto de la banca relacionado con los préstamos, o los activos. Para los bancos comerciales, participar en la expropiación financiera significa ante todo otorgar préstamos hipotecarios y créditos al consumo; pero, dado que, por lo general, las hipotecas son a largo plazo, una preponderancia de ellas habría provocado que los balances de los bancos mostraran una falta de liquidez insoportable. La respuesta fue la titulización, es decir, la adopción de las técnicas propias de la banca de inversión. Las hipotecas se emitían, pero no se conservaban en el balance, sino se transferían a sociedades instrumentales (*special purpose vehicles*, SPV) creadas por los bancos y entonces esas sociedades emitían títulos de deuda con respaldo hipotecario.

La solvencia de dichos títulos de deuda era establecida por las instituciones evaluadoras y también estaban garantizados ("mejoramiento del crédito") por aseguradoras especializadas en los créditos. Una vez vendidos los títulos, los bancos recibían el anticipo original de la hipoteca y podían comprometerse en el otorgamiento de nuevos préstamos. Los pagos de las hipotecas se acumulaban en forma de intereses para los tenedores de los títulos de deuda, mientras todas las demás partes, incluyendo a los emisores de las hipotecas, ganaban comisiones.

[21] Este tema es tan antiguo como la propia banca y ha sido de interés para la economía política clásica. Steuart [1767], libro IV, parte I, cap. I, por ejemplo, hizo hincapié en la solvencia porque consideraba que los bancos otorgaban préstamos a largo plazo y de muy poca liquidez. Smith [1789], libro II, cap. II, por otra parte, insistió en la liquidez porque consideraba a los bancos como proveedores de fondos que circulaban a corto plazo. El equilibrio lo determinan, en cada periodo histórico, las necesidades de la acumulación, la estructura de las instituciones, las leyes y las prácticas habituales de los bancos.

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 66 17/05/2011 02:55:46 p.m.

En consecuencia, para los bancos comerciales, la adopción de las prácticas de la banca de inversión significó transformar los préstamos (para obtener intereses) en intermediación de la circulación de los valores (para ganar comisiones). La titulización se extendió de manera natural a otros activos, tales como adeudos de tarjeta de crédito, préstamos para la compra de automóvil, créditos sobre el valor de la vivienda, etc. En el mismo orden de cosas, los bancos de inversión independientes crearon las obligaciones de deuda colaterales (*collateralised debt obligations*, CDOs) mediante la titulización de una amplia mezcla de activos fundamentales, tales como hipotecas, créditos al consumo, bonos ordinarios e incluso títulos de deuda con respaldo hipotecario. Los bancos parecían haber encontrado una forma de mantener el rubro de los activos de su balance en permanente liquidez, a la vez que de manera constante otorgaban más créditos. A ese maravilloso descubrimiento se le llamó el modelo bancario de "prestar y vender".

Los bancos comerciales y de inversión habrían podido evitar lo peor si hubiesen sido capaces de no beber ellos mismos el brebaje que preparaban y vendían a los demás; pero, durante la burbuja, los títulos de deuda con respaldo hipotecario daban altos rendimientos y el crédito era barato, por lo que los bancos comenzaron a establecer instrumentos de inversión estructurada (*structured investment vehicles*, SIV), es decir, compañías financieras que acopiaban fondos en el mercado dinerario para comprar activos titulizados, incluidas las obligaciones de deuda colaterales; además, también prestaban (o las establecían) a un gran número de instituciones financieras (entre ellas, los fondos de cobertura) con el mismo fin.

Finalmente, los activos bancarios aumentaron debido a la práctica de la banca de inversión de comerciar con las permutas financieras de incumplimiento crediticio (*credit default swaps*, CDS), las cuales consisten en instrumentos derivados en

Cuadro 8. Derivados sobre créditos fallidos / Permutas de cobertura por riesgos crediticios / CDS, monto nocional / teórico pendiente de pago (miles de millones de dólares)

Junio 2005	*Diciembre 2005*	*Junio 2006*	*Diciembre 2006*	*Junio 2007*
10 211	13 908	20 352	28 650	42 850

Fuente: BIS: varios.

los que una parte (el vendedor) promete reembolsar totalmente a la otra parte (el comprador) el valor de cierta deuda básica, siempre y cuando el comprador pague regularmente una prima. Cuando la burbuja llegó a su máxima expansión, el crecimiento de esos instrumentos fue pasmoso (véase el cuadro 8).

Las CDS se asemejan a los contratos de seguro y, por lo tanto, parecen ofrecer a los bancos una cobertura para sus activos en expansión, pero también son excelentes vehículos para la especulación si, digamos, la deuda básica es una obligación de una compañía de la que el banco piensa que podría ir a la bancarrota. La especulación se convirtió en el principal propósito del comercio con las CDS, contribuyendo a la fuerza destructiva del derrumbamiento. Considérense ahora las implicaciones de tales prácticas para el rubro de los pasivos en los balances de los bancos. Para sostener la expansión mediante la titulización, los bancos necesitaban tener acceso a una liquidez total, es decir, a tomar prestado en el mercado del dinero. Los bancos de inversión independientes encabezaron la tendencia al apoyarse aún más en la emisión de papel en el mercado dinerario, en lo que inevitablemente los siguieron los bancos comerciales.[22] Por esa razón, la crisis estalló primero en el mercado del dinero.

Las implicaciones para la solvencia fueron igualmente profundas. Los bancos de inversión han operado tradicionalmente con requerimientos de capital inferiores a los de los bancos comercia-

[22] Los bancos japoneses fueron muy afortunados, porque apenas habían comenzado a adoptar las nuevas prácticas cuando estalló la burbuja; por eso mantuvieron un flujo importante de depósitos en comparación con sus activos.

les en virtud de la distinta naturaleza de sus negocios. Durante la burbuja redujeron sus capitales a niveles extremadamente bajos, basados en la falsa creencia de que sus activos en expansión estaban a salvo por razones que exponemos en el siguiente apartado. Esa situación fue muy provechosa mientras duró, pero a fin de cuentas contribuyó a su ruina porque no pudieron hacer frente a las pérdidas que de manera inevitable sufrieron.

Por otra parte, los bancos comerciales mantuvieron ratios de capital en general más elevados, los cuales también son objeto de una regulación rigurosa. Las regulaciones de Basilea I, formalizadas en 1988, estipulaban que los bancos con actividades internacionales debían mantener un capital propio igual a 8% de sus activos como mínimo. Basilea II, que comenzó a definirse a finales de los noventa, permitía a los bancos que utilizaban los métodos modernos de administración de los riesgos (que se exponen en el siguiente apartado) mantener un ratio más bajo si algunos de sus activos tenían un peso de riesgo menor. Las regulaciones tenían como objetivo claro fortalecer la solvencia de los bancos, pero el resultado fue exactamente lo opuesto.

La razón fue que, para los bancos, resulta caro tener capital y, por ello, los bancos comerciales hicieron todo lo posible por evadir las regulaciones, al eliminar activos de sus balances y comerciando con CDS, lo cual reducía el peso del riesgo de sus activos. En consecuencia, Basilea II realmente fomentó la titulización. Al adoptar prácticas propias de la banca de inversión, los bancos comerciales podían hacer rotar en exceso de manera constante su capital y aparentar mantenerse dentro de los límites de la regulación, a la vez que aumentaban sus activos dentro y fuera de sus balances. En ese mundo maravilloso, los bancos parecían garantizar su solvencia, al tiempo que adquirían una mayor liquidez.

Al explotar la burbuja hipotecaria, se hizo evidente que tales prácticas habían provocado una amplia difusión de los pro-

blemas de solvencia para los bancos. A medida que los activos con respaldo hipotecario perdían su valor, los bancos de inversión estadounidenses independientes caían efectivamente en bancarrota debido a sus ratios de capital que eran muy bajos; y los bancos comerciales se vieron en una situación sumamente precaria por el mismo motivo. Peor aún, cuando la crisis se desató, las regulaciones de Basilea obligaron a los bancos a restaurar sus ratios de capital en el momento preciso en que las pérdidas iban en aumento y el capital fresco era sumamente escaso.

Ahora es más fácil ver las raíces del desastre que azotó a la economía mundial: los verdaderos titulares de las hipotecas en Estados Unidos eran trabajadores, con frecuencia los de menores recursos; además, los salarios reales no habían aumentado de manera significativa durante la burbuja, ni siquiera para los asalariados de mayores ingresos, de tal manera que la fuente de valor que en última instancia debía validar tanto las hipotecas como los activos con respaldo hipotecario era de una fragilidad patética. Sobre esa precaria base, el sistema financiero había construido una enorme superestructura de endeudamiento, minando así drásticamente su propia liquidez y solvencia.

Una vez que los impagos de las hipotecas de alto riesgo se declararon seriamente en 2006, los activos titulizados se volvieron muy riesgosos debido a que no podían venderse de manera fácil y, por ende, sus precios declinaron. Para los SIV y los fondos de cobertura, ello significó un empeoramiento de los precios y la calidad de sus activos, impidiéndoles pedir prestado en el mercado dinerario. Enfrentados a la bancarrota, tuvieron que recurrir a los bancos que los habían creado y, como consecuencia, los bancos empezaron a cargar con las pérdidas, viéndose forzados a realimentar su capital y restringir su crédito. Naturalmente, también se volvieron muy renuentes a prestarse unos a otros en el mercado del dinero, restringiendo aún más la liquidez. El temor condujo a la caída de los mercados de

acciones, lo que hizo que la solvencia de los bancos se tornara todavía más precaria. La interacción destructiva de la liquidez y la solvencia llevó a la bancarrota, el colapso del crédito, la disminución de la demanda y la aparición de la recesión.

EL MAL MANEJO DEL RIESGO O ¿CUÁL ES EL PAPEL DE LOS BANCOS EN EL CAPITALISMO FINANCIARIZADO?

El desastroso funcionamiento de los bancos durante la burbuja plantea interrogantes más amplias relacionadas con su papel en el capitalismo financiarizado. Los clásicos del marxismo pensaban que los bancos cumplían una función integradora en la economía capitalista al recopilar información, transferir recursos mediante la sociedad y facilitar la nivelación de la tasa de ganancia;[23] pero la financiarización cambió las cosas de manera drástica.

Resulta claro que los bancos necesitan información acerca de sus prestatarios para evaluar los riesgos y mantener niveles adecuados de capital. La economía dominante sostiene que los bancos adquieren información por métodos cualitativos ("suaves") y cuantitativos ("duros"):[24] los primeros, se basan en un contacto regular con los clientes, relaciones personales, visitas a las instalaciones donde opera el prestatario y la instalación de personal en los consejos de las sociedades; los segundos, implican el análisis de datos cuantitativos sobre las compañías, los mercados y la economía en general.

La expropiación financiera combinada con la banca de inversión ha desplazado el foco de atención de los bancos de los

[23] Lenin [1964], p. 223, pensaba que los bancos se habían convertido en instituciones con un verdadero "carácter universal" en la sociedad capitalista, mientras que Hilferding [1981], p. 368, imaginaba que la economía alemana podía ser controlada por "seis grandes bancos berlineses".
[24] Éstos son términos torpes, pero su significado es claro. Véase Berger y Udell [1995], y Berger, Klapper y Udell [2001].

métodos "suaves", "de relación", a las técnicas "duras", regidas por las estadísticas. De manera específica, para otorgar créditos hipotecarios y al consumo, los bancos han adoptado la "evaluación crediticia", es decir, técnicas "distantes" de recopilación de datos numéricos (ingresos, edad, activos, etc.) que se traducen en un puntaje individual y pueden ser objeto de manipulaciones estadísticas [Mester, 1997]. El préstamo se otorga siempre y cuando la persona que lo solicita supere cierto umbral; y las hipotecas de alto riesgo eran precisamente créditos para los que éste era bajo.

Los bancos también empezaron a estimar el riesgo de mora de sus activos mediante la aplicación de modelos matemáticos basados en el historial de las tasas de impagos. Tales estimaciones son en gran medida extrapolaciones de tendencias pasadas sometidas a pruebas de estrés dentro de los límites que indican los datos. De igual manera, los bancos aprendieron a aplicar los métodos de valor en riesgo, que se apoyan en correlaciones entre los precios de los activos (estimados históricamente) y la volatilidad (estimada a partir de los precios del mercado de acciones).[25]

Sobre esa base, los bancos calculan su ingreso diario de riesgo (*daily earnings at risk*, DEAR), es decir, la probabilidad de que el valor de sus activos disminuya por debajo de cierto nivel de un día a otro. De esa forma pueden reajustar la mezcla de sus activos con el fin de situar el DEAR en límites aceptables. Con ese propósito, los activos de los bancos deben reflejar las valoraciones de mercado actuales, más que los precios históricos y, por esa razón, la práctica contable del "ajuste al mercado" ha prevalecido durante la financiarización.

Las técnicas de administración del riesgo con un uso intenso de los modelos computarizados y basadas en la inferencia

[25] Para un análisis general, véanse Saunders y Allen [2002], pp. 84-106, y Duffie y Singleton [2003], pp. 31-42.

parecen "duras" y tienen la apariencia de ser científicas, además de que casan bien con las funciones de banca de inversión que han adquirido los bancos comerciales.[26] Durante la burbuja se afirmaba universalmente que los bancos se habían vuelto expertos en "rebanar, empaquetar y poner precio" al riesgo. Mediante la titulización, al parecer permitían que quedara en manos de quienes realmente lo querían, aumentando así la estabilidad financiera.[27]

La administración del riesgo basada en la inferencia puesta en práctica por los bancos ha resultado ser una calamidad. Primero, se basa en precios pasados para calcular correlaciones, lo cual difícilmente funciona en los tiempos de movimientos correlativos sin precedentes de los precios que caracterizan a las crisis. Además, esas técnicas pudieron haber aumentado la homogeneidad de la toma de decisiones de los intermediarios financieros, exacerbando así las oscilaciones de los precios y la inestabilidad general [Persaud, 2002].

De manera más esencial, esas técnicas parecen haber llevado al fracaso del conjunto del sistema financiero en recopilar adecuadamente la información necesaria para evaluar el riesgo.[28] Los créditos hipotecarios se otorgaban con base en la "calificación crediticia" y en el entendimiento de que rápidamente serían titulizados. Los valores con respaldo hipotecario eran evaluados por organismos calificadores del crédito paga-

[26] Allen y Santomero [1998 y 1999], afirmaban que esos cambios mostraban que la función fundamental de los bancos en el capitalismo contemporáneo consistía en administrar formalmente el riesgo.

[27] Huelga decir que ese cambio habría sido imposible si los bancos no hubiesen adoptado masivamente las tecnologías de la información, véanse Lapavitsas y Dos Santos [2008].

[28] Decir que ha sido "subestimar el riesgo" es una expresión poco convincente de Goodhart [2008]; el verdadero problema ha sido la incapacidad sistemática para aprehender completamente el riesgo.

dos por los bancos y, por lo tanto, interesados en atribuir excelentes puntajes a los títulos de deuda con el fin de garantizar su rápida venta. Además, su evaluación del riesgo también se desarrollaba con técnicas basadas en la inferencia, con lo que los compradores adquirían los nuevos títulos con una confianza ciega en que todo estaba en perfecto orden.

En ningún punto del proceso se tuvo la debida y verdadera diligencia con los créditos originales y las titulizaciones subsecuentes. Los bancos se imaginaban que por medio de la titulización estaban transfiriendo el riesgo a otros y, de hecho, simplemente estaban dando otra forma al riesgo mediante los préstamos a los SIV, los fondos de cobertura, etc. Cuando comenzaron las ejecuciones hipotecarias, se hizo evidente la verdadera dimensión del riesgo y los bancos ya estaban en la ruina.

Dicho en otras palabras, la orientación de los bancos hacia la expropiación financiera y la intermediación de los mercados financieros tuvo como resultado la pérdida de capacidad para recabar información y evaluar el riesgo sobre una base "de relación". Los bancos adquirieron parte de las características del corredor de bolsa y perdieron un poco las del intermediario financiero, lo que ha dificultado la evaluación de la solvencia de los prestatarios de una manera socialmente válida, porque, en una economía capitalista, esa tarea se ha realizado de manera tradicional mediante interacciones que en parte son "de relación" entre los bancos y otras instituciones y los mercados del sistema financiero [Lapavitsas, 2003, cap. 4].

El paisaje que se presenta a los bancos comerciales es lúgubre: ya no son proveedores importantes de finanzas de inversión para las sociedades de capital; su capacidad para recabar información y evaluar el riesgo se ha puesto en entredicho; y su intermediación de las necesidades de los trabajadores ha sido catastrófica; pero, entonces, ¿cuál es su futuro en la economía capitalista? Desde luego, siguen cumpliendo una función vital

en la creación de moneda y la operación de los mecanismos de pago; sin embargo, no se trata de una actividad específica de la banca, otras instituciones podrían encargarse de ella, por ejemplo, el correo. ¿Tienen acaso los enormes bancos del capitalismo financiarizado una función bancaria futura? Este es uno de los problemas más complejos que plantea la crisis actual, y la respuesta está muy lejos de ser obvia. Huelga decir que plantea de inmediato la cuestión de la propiedad y el control público de los bancos, una vieja demanda socialista.

4. Los aspectos sociales de la financiarización. ¿Vivimos una nueva era del rentista?

Como antes se demostró, la crisis actual es el resultado de la financiarización, que consiste en la transformación sistémica de la economía capitalista, la cual gira en torno al sistema financiero e implica la creación de nuevas fuentes de ganancias. En el resto de este trabajo se llevará el análisis a un contexto más amplio en el que se tomarán en consideración los aspectos sociales y políticos de la financiarización. Uno de ellos es la nueva prominencia adquirida por los rentistas, a quienes se asocia a menudo con las rentas y la riqueza acumuladas por medio del sector financiero y que contribuyeron al notable crecimiento de la desigualdad durante el periodo estudiado. ¿Es la financiarización una nueva era del rentista?; y, si es así, ¿en qué sentido?

En mucho de lo que se escribe sobre la financiarización en los últimos tiempos se supone (a veces tácitamente) que el ascendiente del rentista ocioso es una característica del capitalismo contemporáneo.[29] Ese es el meollo del enfoque keynesiano,

[29] Muy selectivamente, Stockhammer [2004], Crotty [2005], Epstein y Jayadev [2005], Polin [2007], y Orhangazi [2008].

que destaca que el rentista priva al capitalista activo de los fondos que necesita o, bien, los encarece, lo que disminuye el ritmo de la acumulación de capital; sin embargo, el ascenso de los rentistas contemporáneos no puede analizarse correctamente mediante la contraposición del rentista ocioso al capitalista activo.

También la economía política marxista tiene su análisis del rentista, con alguna referencia directa ocasional proveniente del propio Marx;[30] sin embargo, el mayor efecto procede del análisis que hace Lenin de los "rentistas parásitos" en su teoría clásica del imperialismo [Lenin, 1964: 276-285]. Lenin tomó la idea de Hobson, el crítico liberal del imperialismo [Hobson, 1938, cap. 4], aunque el grueso de su análisis económico se basa en Hilferding, en cuyo trabajo no hay mención alguna al "rentista parásito". Hilferding no relacionó las finanzas con los rentistas, sino arguyó, basándose en Marx, que el sistema financiero surge necesariamente de la acumulación real. Con base en la experiencia del capitalismo alemán, tampoco quiso saber nada de la idea de que la acumulación real tropieza con dificultades porque los industriales activos se vean obstaculizados por los rentistas ociosos.

Las ideas marxistas sobre el rentista se basan en el concepto de "capital que devenga interés" (o capital prestable);[31] sin embargo, a pesar de la importancia de este concepto, el análisis que hace Marx de su origen es ambiguo. En varios pasajes de *El capital*, lo trata como si perteneciera a los capitalistas "dinerarios", un subconjunto de la clase capitalista.[32] Los "capitalistas dinerarios" eluden las complicaciones de la gestión empresarial. En vez de eso, prestan capital a otros y se conforman con un interés, que es una parte de los beneficios futuros. Aunque Marx

[30] Por ejemplo, 1894, cap. 22.
[31] Introducido por Marx en 1894, parte 5.
[32] Por ejemplo, 1894, caps. 21- 24.

no usó el término en ese contexto, los capitalistas "dinerarios" son esencialmente rentistas, en contraposición a los capitalistas activos, que piden capital prestado para generar beneficios.

Ahora bien, en otras partes de *El capital*, Marx sugiere que el capital prestable procede del dinero ocioso generado en el curso normal del funcionamiento del capital industrial y comercial.[33] De ello se sigue que el capital prestable no pertenece a un subconjunto específico de la clase capitalista, sino que es constantemente recreado en el curso de la acumulación real. A la vista de esto, la función principal del sistema crediticio es movilizar los fondos ociosos que genera la rotación del capital, transformarlos en capital dinero prestable y encauzarlos de nuevo hacia la acumulación. En concordancia con ello, Hilferding detalla cuidadosamente las fuentes del dinero ocioso y las diferentes y complejas vías por las que se convierte en capital prestable [1981: 70-81].

El enfoque anterior tiene el mérito de zanjar algunas confusiones que rodean el debate actual sobre los rentistas y la financiarización. En primer lugar, la renta de los rentistas que se puede categorizar como contemporáneos no procede meramente de la posesión y préstamo de su capital prestable. Los administradores de fondos especulativos (*hedge funds*), por ejemplo, obtienen normalmente enormes rentas en comisiones, así como una gran proporción de los beneficios anuales. Aunque proceden del uso que se hace del dinero ajeno para especular con los activos financieros, esos ingresos recuerdan las rentas de los terratenientes y toman frecuentemente la forma de activos financieros que producen ganancias de capital y permiten evadir impuestos. Asimismo, los directivos de las empresas obtienen grandes rentas en forma de opciones a la

[33] Por ejemplo, 1885: 165,203, 248-261, 355-359, 423 y 569; y 1894, caps. 30- 32.

compra de acciones y mecanismos financieros similares, frecuentemente disfrazados como salarios. Por último, los contadores, abogados y demás profesionales que proporcionan el apoyo técnico necesario para la titulización y otras transacciones obtienen rentas en pago de sus servicios.

Tales rentas financieras se deben más a la posición y función que tiene en el sistema financiero quien las recibe que a la propiedad de capital dinero prestable o incluso de dinero ocioso. En otras palabras, los rentistas modernos no son simples poseedores de dinero que rehúyan el sucio negocio de la producción. Frecuentemente son, por supuesto, propietarios de capital prestable, pero la posibilidad que tienen de obtener rentas extraordinarias también está mediada por su posición relativa al sistema financiero. A ese respecto, ni siquiera tienen que formar parte del sistema financiero, por ejemplo, como administradores industriales o comerciales.

La limitada relevancia actual del rentista, en cuanto propietario de capital prestable que se enfrenta al capitalista industrial, es más evidente aun en el caso de los inversionistas institucionales. Los fondos de pensiones, compañías de seguro, fondos de inversión, etc., se nutren de dinero ocioso procedente de la renta personal de amplias capas de la población trabajadora. Esos intermediarios se dedican a la inversión financiera con el fin de obtener grandes ganancias para quienes son, en última instancia, los propietarios de los fondos. Por la misma razón, los rendimientos financieros que generan no se distribuyen acto seguido entre un grupo social de rentistas bien delimitado; por el contrario, se paga con ellos a particulares "financiarizados" de todas las clases sociales.

Finalmente, es un error ver en los beneficios agregados de las instituciones financieras una medida de los ingresos del rentista. Las instituciones financieras, sobre todo los bancos, no son parásitos que vivan del flujo de beneficios de los ca-

pitalistas productivos empeñosos. En principio, son empresas capitalistas que ofrecen servicios necesarios en la esfera de la circulación. En consecuencia, están sometidas a la competencia y tienden a ganar la tasa de ganancia promedio. La financiarización las ha reorientado hacia la explotación de la renta personal y la intermediación en el mercado financiero; pero, para analizar todo ello correctamente, hay que evitar considerar los beneficios de las instituciones financieras como una forma del ingreso de los rentistas.

En resumen, la renta, la función y la influencia de los rentistas en la era de la financiarización derivan del desarrollo del sistema financiero. Los rentistas contemporáneos han conseguido extraer unas rentas extraordinarias gracias a su posición en relación con el sistema financiero, así como de la propiedad de capital prestable. Su capacidad para extraer ingresos similares a las rentas mediante distintas técnicas financieras es una consecuencia de la transformación del sistema financiero, antes que su fuerza impulsora. El auge de las finanzas tiene orígenes sistémicos, mientras que sus resultados son mucho más complejos que el que los industriales sean supuestamente exprimidos por los rentistas. Por la misma razón, oponerse a la financiarización no significa apoyar a una industria que trabaja duro en contra de un sector financiero ocioso.

6. Conclusión
¿es la financiarización una nueva era del capital financiero?

El último aspecto de la financiarización que también merece un análisis es su analogía con el ascendiente de las finanzas a finales del siglo XIX y principios del XX. Por supuesto, también fue analizado en los debates marxistas clásicos sobre el

imperialismo.[34] Hilferding hizo una contribución decisiva al proponer el concepto de capital financiero para reflejar el cambio histórico resultante de la alteración de la relación entre el capital productivo y el bancario [Hilferding, 1981: 225]. Para él, al aumentar la escala de la producción, el capital monopólico industrial depende cada vez más de los bancos monopólicos para su inversión en las finanzas, hasta que uno y otros forman una amalgama en la que los bancos son el elemento predominante. En eso consiste el capital financiero, el cual domina la economía, restringe progresivamente la competencia y "organiza" las cuestiones económicas para que sirvan a sus propios intereses.

El análisis de Hilferding echó los cimientos sobre los que más tarde Lenin edificó su formulación canónica del imperialismo. Bauer ya había señalado que los carteles exigían aranceles muy altos a fin de asegurarse zonas comerciales exclusivas [Bauer, 2000]. Hilferding argumentó que los carteles también exportaban capital dinero a los países menos desarrollados para aprovechar lo bajo de los salarios. Ello representó el fin del capitalismo británico del *laissez-faire*, que fue reemplazado por el capital financiero de Alemania y Estados Unidos. Para contribuir al ascenso del capital financiero, esos países, desarrollados más tarde, se apoyaron en el poder del Estado, fomentaron por lo tanto el militarismo y el imperialismo, así como el consiguiente racismo. La teoría de Lenin ponía más el acento en el monopolio, refiriéndose también a los rentistas parásitos y al nuevo reparto territorial del mundo entre las potencias imperialistas, pero la economía fundamental provenía de Hilferding.[35]

[34] Incluidos Hilferding [1981], Lenin [1964], Luxemburgo [1951 y 2000], y Bujarin [1972].

[35] En contraste con Rosa Luxemburgo [1951], que ignoró el capital financiero en su análisis del imperialismo.

Los análisis de Hilferding y Lenin sobre el capital financiero y el imperialismo son obras maestras de la economía política que arrojaron luz sobre el ascendiente de las finanzas y sus consecuencias para la economía, la sociedad y la política; sin embargo, dichos análisis perdieron una parte de su fuerza durante el largo auge de la posguerra, debido a que se regularon de manera firme las actividades financieras, el imperialismo de EU relegó a segundo plano sus discrepancias con otras potencias para hacer frente común contra la Unión Soviética y una ola de movimientos de liberación destruyó los viejos imperios. Con todo, el ascenso de la financiarización parece haber inyectado nueva vida a sus análisis. ¿Representa la financiarización una vuelta al capital financiero? La respuesta rápida es que no, pero la analogía arroja luz sobre el periodo actual. Veamos.

Primero, no puede decirse que los bancos y las grandes empresas industriales y comerciales se hayan aproximado entre sí en los últimos decenios ni tampoco hay indicios de que los primeros lleven la voz cantante en sus relaciones con la industria. Como hemos visto, las grandes sociedades anónimas se han distanciado más de los bancos, aunque participen de forma independiente en las actividades financieras. Los bancos buscan beneficios mediante la expropiación financiera de las rentas de los particulares "financiarizados" y con la mediación en los mercados financieros abiertos.

Segundo, la creciente autonomía de las finanzas ha transformado el carácter de los sistemas financieros hasta hacerlos incompatibles con la teoría del capital financiero. Todos los sistemas financieros tienen elementos comunes; sin embargo, el equilibrio entre unos y otros –y, por lo tanto, la perspectiva global del sistema– depende de la fase de desarrollo, la historia, la estructura institucional y el sistema legal y político de cada país. Una distinción típica es la que hay entre el sistema

financiero anglo-americano, basado en el mercado, y el germano-nipón, basado en la banca.[36] A grandes rasgos, en el primer tipo de sistemas, el peso de los mercados financieros libres es mayor y los bancos mantienen relaciones más distantes con la industria. En cambio, los sistemas basados en la banca se caracterizan por sistemas de crédito más prominentes y una estrecha relación entre la banca y la industria, como reflejan el frecuente intercambio de personal entre ambas y las participaciones cruzadas de acciones entre una y otra.

La teoría del capital financiero de Hilferding es uno de los primeros análisis de los sistemas financieros basados en la banca. Sostenía implícitamente que, a medida que fuera en aumento el capital financiero, los sistemas financieros se basarían cada vez más en la banca; sin embargo, el aumento de los libres mercados financieros y la nueva orientación bancaria de las últimas décadas hacia la expropiación financiera y la intermediación no concuerdan con esa tendencia, por el contrario, ha habido un cambio mundial hacia los sistemas basados en el mercado, siguiendo el modelo estadounidense, aunque no han desaparecido, ni mucho menos, los que se basan en los bancos.

Tercero, tanto Hilferding como Lenin resaltaron la creación de zonas de comercio exclusivas y el consiguiente surgimiento de imperios territoriales; pero el capitalismo financiarizado no ha producido ese tipo de fenómenos; por el contrario, ha habido presiones para la reducción de los aranceles y la homogeneización del marco institucional del comercio internacional. El proceso ha sido desigual y contradictorio y, como es costumbre, ha implicado la discriminación de los países subdesarrollados. También se ha usado al Estado para crear barreras

[36] También usado en la corriente dominante, por ejemplo, Alan y Gale [2001].

al comercio en el mundo desarrollado, sin excluir a EU. Finalmente, se han creado bloques comerciales –la Unión Europea y el NAFTA, sobre todo– pero en general no han sido exclusivos. No ha habido nada comparable con la imposición competitiva de aranceles que caracterizó la época del capital financiero.

Cuarto, la teoría de Hilferding tiene poco qué decir sobre la intervención sistemática del Estado en la esfera financiera, a pesar de su predilección por el capitalismo "organizado";[37] pero el Estado ha sido central para el surgimiento de la financiarización, ya que, por una parte, ha proseguido con la desregulación financiera y, por otra, es el poder que respalda al banco central: mantiene los pasivos de este último con sus propios títulos y los declara de curso legal. Sin el apoyo del Estado, los bancos centrales habrían sido incapaces de intervenir eficazmente en la crisis de la financiarización; y, de manera más general, el Estado se ha establecido como el garante en última instancia de la solvencia de los grandes bancos y de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

Quinto, la financiarización vino acompañada de la extraordinaria turbulencia del sistema monetario internacional. El oro –el dinero mundial en la época de Hilferding y Lenin– se ha vuelto marginal en el sistema monetario internacional, convertido en reserva de última instancia. A falta de un ancla genuina, el dólar estadounidense se erigió poco a poco en el cuasi dinero mundial. Ya antes se vio que, en los últimos años, los países subdesarrollados fueron obligados a acumular sumas enormes de reservas internacionales, lo cual benefició básicamente a Estados Unidos, porque los países pobres terminaron abasteciéndolo de capital y sosteniendo sus enormes déficit comerciales; pero el país imperialista líder tuvo que pa-

[37] Lo mismo aplica en el caso de Bujarin [1972], a pesar de su fuerte posición en el capitalismo "organizado".

gar un precio a medida que la burbuja de la vivienda crecía y, al reventar, se conducía a la crisis actual.

En resumen, la financiarización no se reduce al dominio de los bancos sobre el capital industrial y comercial; antes bien, significa la creciente autonomía del sector financiero. Los capitales industriales y comerciales pueden pedir prestado en el mercado financiero libre, a la vez que participan ampliamente en las transacciones financieras. Por su parte, las instituciones financieras han buscado nuevas fuentes de rentabilidad en la expropiación financiera y en la banca de inversión. Mientras tanto, los trabajadores recurren cada vez en mayor medida al financiamiento privado para satisfacer sus necesidades básicas, como la vivienda, el consumo, la educación, la salud y los recursos para la jubilación. Hemos vivido un periodo de crecimiento bajo e inestable, de salarios reales estancados y frecuentes burbujas financieras. La crisis actual constituye una gigantesca concatenación de los desequilibrios, tensiones y aspectos explotadores del capitalismo financiarizado que pone de manifiesto la necesidad de una organización económica alternativa libre de crisis y que sirva a los intereses de la clase trabajadora.

Bibliografía

Allen, Franklin y David Gale [2001], *Comparative financial systems: A survey, Wharton: Centre for Financial Institutions*, working paper 01-15.

Allen, Franklin y Antony Santomero [1998], "The theory of financial intermediation", *Journal of Banking and Finance*, 21: 1461-1485.

——— [1999], "What do financial intermediaries do?", *Journal of Banking and Finance*, 25: 271-294.

Autor, David; Frank Levy, y Richard Murnane [2003], "The skill content of recent technological innovation: An empirical investigation", *Quarterly Journal of Economics*, 118, 4: 1279-1333.

Bauer, Otto 2000 [1906], *The Question of Nationalities and Social Democracy*, Minneapolis, University of Minnesota Press.

Bear Sterns [2007], *Form 10-Q*, United States Securities and Exchange Commission, http://www.bearsterns.com/includes/pdfs/investor_relations/proxy/3q_10q_07.pdf

Berger, Allen y Gregory Udell [1995], "Relationship lending and lines of credit in small firm finance", *Journal of Business*, 68, 3: 351-381.

Berger, Allen; Leora Klapper, y Groegort Udell [2001], "The ability of banks to lend to informationally opaque small business", *Journal of Banking and Finance*, 25: 2127-2167.

Brenner, Robert [1998], "The economics of global turbulence", *New Left Review*, I/229/mayo-junio, pp. 1-264.

Brenner, Robert [2002], *The boom and the bubble: The US in the world economy*, Londres, Verso.

Bryan, Dick y Mike Rafferty [2007], "Financial derivatives and the theory of money", *Economy and Society*, 36, 1: 134-158.

Brynjolfsson, Erik y Lorin Hitt [2000], "Beyond computation: Information technology, organizational transformation and business performance", *Journal of Economic Perspectives*, 14, 4: 23-48.

——— [2003], "Computing productivity: Firm-level evidence", *MIT-Sloan Working Paper,* 4210-01.

Bukharin, Nikolai, 1972 [1915], *Imperialism and World Economy*, Londres, Merlin.

Corbett, Jenny y Tim Jenkinson [1996], "The financing of industry, 1970-1989: An international comparison", *Journal of the Japanese and International Economies*, 10, 1: 71-96.

Corbett, Jenny y Tim Jenkinson [1997], "How is investment financed? A study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States", Papers in Money, Macroeconomics and Finance, *The Manchester School Supplement*, LXV: 69-93.

Crotty, James [2005], "The neoliberal paradox: The impact of destructive product market competition and "modern" financial markets on nonfinancial corporation performance in the neoliberal Era", en Epstein Gerry (ed.), *Financialization and the world economy*, Northampton, MA., Edward Elgar.

Dos Santos, Paulo [2009], "On the content of banking in contemporary capitalism", *Historical Materialism*, 17(2): 180-213 .

Duffie, Darrell y Kenneth Singleton [2003], *Credit Risk*, Princeton, Princeton University Press.

Dumenil, Gerard y Dominique Levy [2004], *Capital resurgent: Roots of the neoliberal revolution*, Cambridge, Mass., Harvard University Press.

Epstein, Gerald y Arjun Jayadev [2005], "The rise of rentier incomes in OECD Countries: financialization, central bank policy and labor solidarity", en Epstein Gerry (ed.), *Financialization and the world economy*, Northampton, MA., Edward Elgar.

Fine, Ben; Costas Lapavitsas, y Dimitris Milonakis [1999], "Analysing the world economy: Two steps back", *Capital and Class*, 67: 21-47.

Froud, Julie, Suhav Johal; Andrew Lever, y Karel Williams [2006], *Financialization and strategy: Narrative and numbers*, Londres, Routledge.

Hilferding, Rudolf, 1981 [1910], *Finance Capital*, Londres, Routledge & Kegan Paul.

Hobson, John [1938], *Imperialism*, 3era ed., Londres, George Allen & Unwin.

Glyn, Andrew [2006], *Capitalism unleashed: Finance, globalization and welfare*, Oxford, OUP.

Goodhart [CAE 2008], "The background to the 2007 financial crisis", *International Economics and Economic Policy*, 4: 331-346.

Gordon, Robert [1999], "Has the "New Economy" rendered the productivity slow-down obsolete?", working paper, Northwestern University, mimeo.

——— [2004], "Why was Europe left at the station when America's productivity locomotive departed?", working paper 10661, NBER.

Jensen, Michael y William Meckling [1976], "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3: 305-60.

Jorgenson, Dale y Kenneth Stiroh [2000], "Raising the speed limit: US economic growth in the information age", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 125-211.

Lapavitsas, Costas [2000], "On Marx's analysis of money hoarding in the turnover of capital", *Review of Political Economy*, 12 (2): 219-235.

Lapavitsas, Costas [2003], *Social Foundations of Markets, Money and Credit*, Routledge, Londres.

——— [2007], "Information and trust as social aspects of credit", *Economy and Society*, 36 (3): 416-436.

——— y Paulo dos Santos [2008], "Globalization and contemporary banking: On the impact of new technology", *Contributions to Political Economy*, 27: 31-56.

Lazonick, William y Mary O'Sullivan [2000], "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance", *Economy and Society*, 29 (1): 13-35.

Lenin, Vladimir, 1964 [1916], "*Imperialism, the highest stage of capitalism*", *Collected Works*, vol. 22, Moscú, Ed. Progreso.

Luxemburg, Rosa, 1951 [1913], *The Accumulation of Capital*, Londres, Routledge & Kegan Paul.

MacKenzie, Donald [2003], "Long-Term capital management and the sociology of arbitrage", *Economy and Society*, 32 (3): 349-380.

——— [2004], "The big, bad wolf and rational portfolio insurance, the 1987 crash and the performativity of economics", *Economy and Society*, 33 (3): 303-334.

——— y Yuval Millo [2003], "Constructing a market, performing theory: The historical sociology of a financial derivatives exchange", *American Journal of Sociology*, 109 (1): 107-145.

Marx, Karl 1991 [1861-3], *Karl Marx and Frederick Engels: Collected Works,* vol. 33, Londres, Lawrence and Wishart.

———, 1976 [1867], *Capital*, vol. I, Londres, Penguin/New Left Review.

———, 1978 [1885], *Capital*, vol II, Londres, Penguin/New Left Review.

———, 1981 [1894], *Capital*, vol. III, Londres, Penguin/New Left Review.

Mester, Loretta [1997], "What is the point of credit scoring?", *Federal Reserve Bank of Philadephia Business Review*, septiembre-octubre, pp. 3-16.

Mishkin, Frederic [2008], "The Federal Reserve"s Tools for Responding to Financial Disruptions", ponencia presentada para la *tuck global capital markets conference*, Tuck School of Business, Dartmouth College, Hanover, New Hampshire, http: www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20080215a.htm

Oliner, Stephen y Daniel Sichel [2000], The resurgence of growth in the late 1990s: Is information technology the story?", *Journal of Economic Perspectives*, 14 (4): 3-22.

——— [2002], "Information technology and productivity: Where are we now and where are we going?", *Economic*

Review, Federal Reserve Bank of Atlanta, Third Quarter, pp. 15-44.

Orhangazi, Ozgüur [2008], "Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation of the US economy, 1973-2004", *Cambridge Journal of Economics*, Advanced Access Published, 9 de abril de 2008, doi: 10.1093/cje/ben609.

Painceira, Juan Pablo [2009], "Developing countries in the era of financialisation: From deficit accumulation to reserve accumulation", *Historical Materialism*, 17 (2).

Papadatos, Dimofanis [2009], "Central banking in contemporary capitalism: Monetary policy and its limits", *Historical Materialism*, 17 (2).

Persaud, Avinash [2002], "Liquidity black holes", UNU-WIDER, DP 2002/31.

Pollin, Robert [2007], "Resurrection of the rentier", *New Left Review*, 46:140-153.

Rodrik, Dani [2006], "The social cost of foreign exchange reserves", *International Economic Journal*, 20 (3): 253-266.

Ross, Stephen [1973], "The economic theory of agency: The principal"s problem", *American Economic Review*, 63: 134-9.

Saunders, Anthony y Linda Allen [2002], *Credit risk measurement*, Nueva York, John Wiley & Sons.

Smith, Adam, 1950 [1776], *The wealth of nations*, 6ta. ed., Londres, Methuen.

Steuart, James, 1995 [1767], "Principles of political economy", en *Collected Works of James Steuart*, Londres, Routledge/Thoemmes.

Stockhammer, Engelbert [2004], "Financialisation and the slowdown of accumulation", *Cambridge Journal of Economics*, 28: 719-741.

Toporowski, Jan [2000], *The end of finance: Capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism*, Londres, Routledge.

Triplett, Jack y Barry Bosworth [2001], "What's new about the new economy? IT, economic growth and productivity", *International Productivity Monitor*, 2: 19-30.

Triplett, Jack y Barry Bosworth [2003], "'Baumol's disease' has been cured: IT and multifactor productivity in the US services industries", *Brookings Economics Papers*, septiembre.

UNCTAD [2006], *World Investment Report*, United Nations, Nueva York y Ginebra.

World Bank [2006], *Global Development Finance*, Washington, D.C.

2. LA EXCLUSIÓN RACIAL Y LA ECONOMÍA POLÍTICA DE LA CRISIS DEL CRÉDITO DE ALTO RIESGO

*Gary A. Dymski**

Introducción

La mayoría de las explicaciones de los economistas sobre las raíces de la crisis financiera mundial de los años 2007 a 2009 se ha centrado en la codicia, la miopía y la extralimitación de las entidades financieras y los propietarios de viviendas y en el riesgo moral de las agencias calificadoras de la solvencia crediticia [Krinsman, 2008; Shiller, 2008; y Tully, 2007]. Sus diagnósticos sugieren que la crisis tiene las mismas causas fundamentales que la latinoamericana de 1982, la crisis del ahorro y los préstamos de los ochenta y la asiática de 1997: el riesgo moral debido a un diseño institucional defectuoso, combinado con el fracaso de la regulación.[1] Según ellos, esta última crisis demuestra aparentemente que, cuando los incentivos y la información están distribuidos asimétricamente y cuando la supervisión de los mercados financieros es inadecuada, la miopía, la toma de riesgos o la incompetencia de los solicitantes de

* El autor agradece los útiles comentarios de los participantes en la conferencia de la Association for Evolutionary Economics en enero de 2008, en la conferencia sobre Cambio Estructural y Políticas de Desarrollo efectuada en la Universidad Nacional Autónoma de México ese mismo año y en los seminarios de la Universidad de Denver, la de Nevada en Reno, la Universidad de Nottingham y la de Tokio. Asimismo, hace extensivas las gracias a la Cedeplar y la Universidad Federal de Minas Gerais por su apoyo a la terminación de esta investigación.

[1] Véanse algunos análisis representativos de esas crisis en Eaton, Gersovitz y Stiglitz [1986]; Kane [1989]; Kaufman [1990]; y Krugman [1998], respectivamente.

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 91 17/05/2011 02:55:51 p.m.

préstamos y de las entidades crediticias pueden generar enormes pérdidas económicas y sociales [Reinhart y Rogoff, 2008]. Lo anterior implica que la normatividad para contrarrestar las pérdidas causadas por los préstamos parece ser contraproducente: es necesario mostrar a los mercados financieros, una vez más, cuáles son los inconvenientes.[2]

Sin duda alguna, las crisis financieras son difícilmente perennes en el sistema capitalista; pero la profundidad del colapso económico todavía en evolución que ha sido el resultado de esta crisis sugiere que se debe investigar cuidadosamente su historia, no escribirla a partir de las anécdotas.

En este estudio se argumenta que un factor clave de la crisis del crédito de alto riesgo de los años 2007 a 2009 fue la transformación de la exclusión racial en los mercados hipotecarios de Estados Unidos. Hasta principios de los años noventa, las minorías raciales habían sido excluidas sistemáticamente de la participación en el financiamiento hipotecario debido a las prácticas de segregación y discriminación ejercidas por los bancos; sin embargo, a partir de ese momento, la exclusión racial de los mercados crediticios se transformó: ya no se negó completamente el crédito hipotecario a las minorías raciales; en lugar de ello, se les otorgó un crédito hipotecario cada vez más amplio con condiciones mucho más adversas que las ofrecidas a los solicitantes de préstamos no pertenecientes a las minorías.

El surgimiento de los préstamos de alto riesgo está vinculado, a su vez, a la transformación estratégica de las actividades bancarias puesta en marcha por la banca en los años ochenta como respuesta a sus propias dificultades en los comienzos de

[2] Allen Meltzer [2007] escribe: "El capitalismo sin el fracaso es como la religión sin el pecado. La respuesta al exceso de la toma de riesgos es "déjese que fracasen'. El rescate alienta a correr riesgos excesivos; el fracaso alienta a correr riesgos con prudencia."

la era neoliberal. Habiéndose despojado de su tradicional papel de absorbedores de los riesgos, los bancos estaban buscando cada vez más vías para generar beneficios netos. Crearon activos financieros destinados a proporcionar servicios a diferentes segmentos de su base de clientes en diferentes maneras, generando al mismo tiempo considerables beneficios basados en el cobro de servicios y comisiones bancarias. Sus exitosas incursiones directas o indirectas en los préstamos de más alto riesgo para los mercados de más bajos ingresos y de las minorías, junto con el surgimiento de nuevos puntos de distribución –válvulas de escape– salidas para la deuda de más alto riesgo, inauguraron los mercados de crédito hipotecario de alto riesgo. Entonces, el auge de los mercados de la vivienda regionales de Estados Unidos generó oportunidades para extender los instrumentos de alto riesgo a los nuevos propietarios de viviendas mucho más allá de los límites de los vecindarios urbanos segregados. La aparentemente ilimitada oferta de liquidez a bajo costo, aunada a la singular posición macroeconómica mundial de Estados Unidos, proveyó el combustible para la manufactura y distribución en gran escala de los instrumentos de inversión basados en las hipotecas.

Siempre y cuando los préstamos de alto riesgo estuviesen completamente respaldados por la garantía colateral de un patrimonio inmobiliario básico, los bancos podían valerse de ellos para aumentar sus ganancias con poco incremento de los riesgos. Desde el punto de vista del proceso de acumulación capitalista, esos préstamos exacerbaron la expropiación financiera de la clase trabajadora por el capital financiero. Las condiciones para la crisis surgieron cuando las entidades crediticias comenzaron a emitir préstamos de alto riesgo sobre la base de garantías colaterales insuficientes. Ello ocurrió cuando se empezaron a usar cada vez más los préstamos de alto riesgo para cubrir la brecha creciente entre los ingresos medios

obtenidos y los precios de la vivienda. A medida que ello ocurría, los préstamos hipotecarios llegaron a ser no sólo extorsionadores sino especulativos. Los intermediarios hipotecarios y las entidades crediticias intensificaron el cambio porque, al hacer ese tipo de préstamos, aumentaban al máximo sus beneficios basados en el cobro de servicios y comisiones bancarias. Finalmente, la crisis se presentó cuando la pirámide de los precios de la vivienda y el crédito creció más que lo que podían soportar los flujos de ingresos de los propietarios de viviendas financieramente frágiles.

En el enfoque que se desarrolla en este estudio se destaca el hecho de que las crisis económicas se desarrollan en ciertas coyunturas históricas e institucionales en particular de los procesos capitalistas mundiales. En este estudio se entiende que los procesos financieros son una fuente clave de las crisis capitalistas contemporáneas. Los problemas de inestabilidad y acumulación pueden surgir de la dinámica financiera, debido tanto a la incertidumbre fundamental de los procesos financieros como a la aparición de flujos de crédito especulativos en el seno de la economía [Dymski, 2006]. Los bancos y las relaciones financieras no son elementos pasivos de los procesos de acumulación que simplemente faciliten la explotación en la producción; son elementos activos que, de manera independiente, ejercen un efecto en la trayectoria de las crisis. En el caso que se examina en este estudio, la innovación introducida por las entidades crediticias de dar acceso al financiamiento hipotecario a los hogares de las minorías mediante préstamos depredadores fue una causa, independiente de otras, de la crisis actual.[3]

[3] A todo lo largo de este estudio, se considera que los préstamos de alto riesgo son depredadores que implican la explotación y expropiación financieras. Todos estos términos se refieren al hecho de que esos préstamos requieren que se deba pagar tasas de interés y cargar cobros de servicios y

La exclusión racial en los mercados crediticios de Estados Unidos

A menudo se celebra el periodo de posguerra como una época de prosperidad generalizada para la clase trabajadora de Estados Unidos [Bowles, 1982; y Bowles y Gintis, 1982] y Europa [Glyn *et al*, 1988]. En esa era fordista, el salario real aumentó para muchas categorías de trabajadores, lo cual permitió una mejora considerable de los estándares de vida. Los bienes de consumo antes escasos tuvieron una amplia distribución y la vivienda aumentó de tamaño y se hizo más cómoda. En Estados Unidos (no en todos los países), el incremento del consumo de viviendas se logró en una gran medida mediante la expansión de la adquisición inmobiliaria [Dymski e Isenberg, 1998]. Consecuentemente, el incremento de las tasas de adquisición inmobiliaria desde los años cincuenta hasta mediados de los ochenta constituye una medida de la prosperidad relativa de los hogares. Desde luego, la vinculación del aumento del consumo de vivienda y de aparatos electrodomésticos con la construcción de casas y la adquisición inmobiliaria también dio lugar a nuevas e importantes facetas de la competencia comercial. La construcción de casas se hizo aún más procíclica que el gasto en inversión durable y no durable [Dymski, 2002]. Además, los trabajadores que eran propietarios de su casa tenían interés en el mantenimiento de las políticas regulatorias y de estabilización económica que generaban precios más altos de la vivienda.

---

comisiones bancarias más altos que el promedio. No se deben confundir las relaciones de explotación en el mercado crediticio con la explotación del trabajo de la mano de obra. La cuestión de la relación que hay entre, por una parte, las relaciones entidad crediticia-prestatario y, por la otra, la teoría de la explotación de Marx se aborda en el ensayo de Lapavitsas sobre el tema [2009]. Acerca de los vínculos entre la exclusión racial y la teoría de la explotación, véase también Dymski [1992 y 1996ª].

Con todo, se debe subrayar que la prosperidad generalizada coexistió con una desigualdad racial considerable [Dymski, 1996b]. Hasta los años setenta, la mayoría de las ciudades de Estados Unidos tuvo prohibiciones *de facto* y, en ocasiones, *de jure* respecto a dónde podían vivir las minorías raciales. Durante los periodos de escasez de trabajo que acompañaron a la primera y la segunda guerras mundiales, la mayoría de las minorías raciales se mudaron del sur rural y los campos a las zonas urbanas. En la mayoría de los barrios de las ciudades se les prohibió la propiedad de la vivienda mediante pactos raciales: acuerdos contractuales entre los compradores en prospecto de vivienda y los vendedores de vivienda según los cuales no se debería vender ni revender a esas minorías las viviendas de que se tratase. Esos acuerdos sociales obligaron a las minorías a apiñarse en las viviendas disponibles, en su mayoría de alquiler, en algunos sectores restringidos de las ciudades. Los caseros que eran dueños de esas viviendas podían cobrar alquileres más altos que lo que habría sido posible de otra manera y expropiar un porcentaje extra de la paga y los salarios de las minorías.

En consecuencia, la Edad de Oro nunca cruzó la línea racial: los afroamericanos y otras minorías funcionaron en gran medida como un amortiguador de regularización de la reserva de mano de obra, segregada espacialmente en los barrios de menores ingresos con tasas bajas de propiedad de la vivienda [Baron, 1985]. La política federal de vivienda fue culpable, en parte, de los patrones de segregación espacial y tasas bajas de propiedad de la vivienda. Desde el establecimiento de la Administración Federal de la Vivienda (FHA, por sus siglas en inglés: Federal Housing Administration) en los años treinta, sus directrices imposibilitaron el financiamiento de casas en los barrios de minorías o mixtos, lo cual fortaleció la segregación y las disparidades de riqueza según la raza. Las insti-

tuciones de depósito también tuvieron parte de la culpa: no establecieron sucursales en los barrios de minorías ni hacían préstamos en ellos. En respuesta, los afroamericanos y otras minorías crearon bancos de su propiedad en muchas ciudades [Ammons, 1996]; sin embargo, la mayoría de los servicios financieros y la mayor parte del crédito que se proporcionaba en esas áreas provenían de tiendas locales y de proveedores informales: tiendas de cambio de cheques, sociedades de financiamiento y prestamistas-casas de empeño. Algunos de ellos eran franquicias y algunos otros de propiedad local; pero prácticamente todos cargaban cobros de usura por sus servicios y comisiones bancarias. La intensidad política del Movimiento Pro Derechos Civiles obligó a introducir algunos cambios en esa situación: dos nuevas leyes, la Ley de la Vivienda Justa de 1968 y la Ley de Igualdad de Oportunidad Crediticia de 1974 extendieron los principios antidiscriminatorios de la Ley de Derechos Civiles a los mercados de la vivienda y crediticios, respectivamente.

Posteriormente, surgió una nueva tendencia: que fue la "huida de los blancos" de algunos barrios urbanos en los sesenta y setenta. Ello desestabilizó las líneas limítrofes raciales, ya que las familias de las minorías comenzaron a mudarse a zonas que antiguamente eran exclusivas de blancos. La reacción de los bancos y las cajas de ahorro fue reducir los préstamos hipotecarios en todos los barrios pobres del centro de las ciudades, lo cual llevó, irónicamente, a la creación de un movimiento basado en una comunidad multirracial para oponerse a la "segregación" que ejercían las entidades crediticias [Squires, 1993]. Dicho movimiento generó la presión política que llevó a la Ley de Divulgación Hipotecaria Residencial (HMDA, por sus siglas en inglés: *Home Mortgage Disclosure Act*) de 1975 y a la Ley de Reinversión Comunitaria (CRA, por sus siglas en inglés: *Community Reinvestment Act*) de 1977. Respectivamente, esas

leyes proporcionaron un mecanismo para supervisar los préstamos que hacía la banca e imposibilitaron la "segregación", esto es, el rechazo implícito o explícito de las entidades crediticias a poner el crédito hipotecario a disposición de los barrios con poblaciones numerosas de minorías.

La Ley de Reinversión Comunitaria exigía a los bancos que satisficieran las necesidades de crédito de todas las áreas de su mercado e impedía que reclamaran áreas de mercado en las que se excluyeran a las poblaciones de minorías y de bajos ingresos. Por su parte, la Ley de Divulgación Hipotecaria Residencial exigía que todas las instituciones de depósito informasen anualmente sobre la distribución de sus préstamos hipotecarios por sector del censo. Los académicos y los activistas comunitarios se valieron de los datos de la Ley de Divulgación Hipotecaria Residencial para demostrar, en una ciudad tras otra, que los bancos hacían préstamos para la adquisición inmobiliaria con mucho menor frecuencia en las zonas de minorías y de más bajos ingresos que en ninguna otra parte; por ejemplo: en un estudio que se hizo en 1991 en Los Ángeles sobre las actividades bancarias, la raza y los ingresos, se descubrió que los bancos hacían préstamos hipotecarios residenciales en los sectores del censo de las minorías de bajos ingresos cinco veces menos frecuentemente que en los de las minorías de altos ingresos y, por ende, ejercían una discriminación según los ingresos.[4]

Los abogados comunitarios se valieron de la fuerza que tenían esos estudios para formular sus demandas de "reinversión". El financiamiento hipotecario era de capital importancia para las demandas de los abogados, ya que permitiría que un mayor número de minorías participara en la acumulación de riqueza mediante la adquisición inmobiliaria. Las institu-

[4] Dymski, Veitch y White, 1991. Respecto a otros estudios, véase las referencias en Squires, 1993.

ciones de depósito argumentaron que no discriminaban, sino que había poca demanda para la compra de casas en esas áreas, que, en todo caso, eran de muy alto riesgo. Sus afirmaciones fueron apoyadas por algunos economistas [Benston, 1981, y Holmes y Horvitz, 1994], con cierta lógica: en la medida en que el mercado hipotecario fuese competitivo, las entidades crediticias que operaban en ese mercado no dejarían "dinero sobre la mesa". Sea lo que fuere, los datos de la Ley de Divulgación Hipotecaria Residencial no fueron lo suficientemente abundantes para resolver la disputa.

La crisis de los años ochenta de la industria del ahorro y los préstamos (es decir, la industria de las cajas de ahorro) dejó en claro que las entidades crediticias que operaban en el mercado hipotecario no habían tenido un desempeño óptimo al tomar sus decisiones sobre qué préstamos hipotecarios otorgar y con qué condiciones. Se consideró que la industria de las cajas de ahorro basadas en las localidades había fracasado debido en una gran medida a que el riesgo moral había predominado en las consideraciones sobre las ganancias y las pérdidas en su otorgamiento de préstamos. A cambio de la ayuda federal proporcionada para depurar el desorden, se abrió el mercado hipotecario a nuevas entidades crediticias; y, para permitir el ingreso de nuevos participantes en el sector de la oferta del mercado hipotecario, se redujo la severidad de las reglas para que las sociedades financieras de cartera compraran entidades crediticias no bancarias. Debido a la presión de los abogados de la Ley de Reinversión Comunitaria, en el proyecto de la ley de rescate de 1989 también se requirió que la información que debían proporcionar las entidades de crédito hipotecario conforme a la Ley de Divulgación Hipotecaria Residencial fuese más exhaustiva.

De 1990 en adelante, las entidades crediticias tuvieron que informar anualmente sobre las solicitudes de préstamo hipo-

tecario, los rechazos y los préstamos hechos, incluida la información sobre la raza, el género y los ingresos de los solicitantes, así como del monto del préstamo. Esos datos permitieron a los investigadores estudiar la discriminación racial en los mercados hipotecarios desde el punto de vista econométrico. Casi de manera uniforme, en esos estudios se descubrió que las probabilidades de los solicitantes de las minorías de que se aprobara su préstamo eran sistemáticamente menores que las de los solicitantes de raza blanca. El significado de esos resultados fue polémico:[5] para algunos, la desventaja racial demostraba que la animosidad racial de las entidades crediticias hacia los solicitantes de préstamos pesaba más que otros factores; para otros, representaba la "discriminación racional" basada en el mayor riesgo asociado con los préstamos que se otorgaban a las minorías y en las áreas de minorías.[6]

Desde la perspectiva de la acumulación de capital, el resultado de que la situación de las minorías *per se* afectaba las decisiones del mercado de préstamos representaba una paradoja: ¿por qué las compañías que buscaban ganancias no dejaban a un lado sus prejuicios raciales y hacían préstamos lucrativos? En igualdad de condiciones, la exclusión racial reducía las ganancias. Dos respuestas sugieren algunas explicaciones plausibles de esa paradoja: en primer lugar, a pesar de que las entidades crediticias buscan obtener ganancias, la mayoría de las instituciones crediticias y los ejecutivos de préstamos no pertenecen a una minoría y, por ende, son susceptibles a que su percepción se base en los prejuicios raciales (a pesar de su dedicación a la rentabilización máxima de las ganancias); en segundo lugar, los riesgos percibidos en asociación con el

[5] En Dymski [2006], se hace una revisión de los modelos teóricos de discriminación y de los extensos debates econométricos.

[6] Calomiris, Kahn y Longhofer [1994], por ejemplo, caracterizan la discriminación racial como un comportamiento adecuado de las entidades crediticias.

otorgamiento de préstamos en las áreas de minorías y a las minorías son lo suficientemente altos como para desalentar el otorgamiento de préstamos.

Esa situación estaba a punto de cambiar. Para entender cómo, es necesario revisar la transformación estratégica de las actividades bancarias en Estados Unidos.

Las actividades bancarias en Estados Unidos, de la Edad de Oro a la era neoliberal

Después de haber sido reorganizado durante la época de la depresión de los años treinta, el sistema bancario de Estados Unidos consistía en un conjunto de instituciones especializadas estrechamente controladas que proveían diferentes categorías de crédito a diferentes sectores económicos. El crédito hipotecario lo proporcionaban principalmente las sociedades de ahorros y préstamos y los bancos de ahorro (las cajas de ahorro), que atraían los ahorros a largo plazo de los consumidores.

La evolución del financiamiento de la vivienda en Estados Unidos durante el periodo de posguerra reflejaba el compromiso del gobierno federal con la expansión de la adquisición inmobiliaria. Durante el periodo de 1949 a 1959, la Administración Federal de la Vivienda proveyó casi la mitad de todo el financiamiento hipotecario en Estados Unidos y garantizó una porción de las hipotecas restantes. Además, el seguro de depósito federal garantizaba los fondos de depósito que respaldaban la mayoría de las hipotecas no liquidadas. La tasa de adquisición inmobiliaria subió de 44% en 1940 a 61% para 1960, a 63% diez años más tarde y, luego, a 66% en 1980.

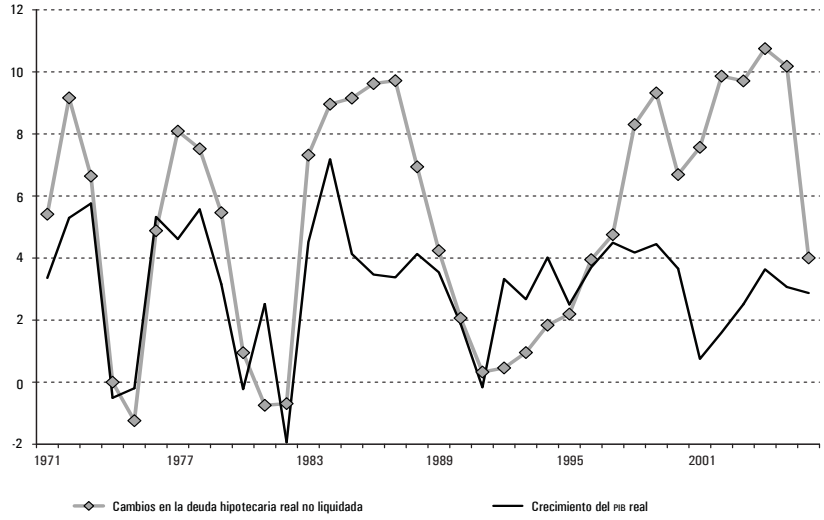
Después de haber sido una de las fuentes de inestabilidad durante la gran depresión [Fisher, 1993], el sistema bancario segmentado de Estados Unidos –incluido el subsistema finan-

ciero de la vivienda– era muy seguro. Desde los años cuarenta hasta los ochenta, prácticamente nunca hubo quiebras bancarias; en consecuencia, la Reserva Federal utilizó el sistema bancario como un instrumento clave para estabilizar la senda del crecimiento macroeconómico. En los años cincuenta y sesenta, la Reserva Federal reducía la presión inflacionaria y ponía en práctica restricciones al crédito cuyo punto débil era el sistema bancario [Wojnilower, 1980]. Con ello se aminoraba el crecimiento económico, mientras que la expansión de la disponibilidad de reservas, a su vez, estimulaba una mayor actividad económica mediante el incremento del financiamiento de la vivienda (y otras formas de préstamos).

Debido a su susceptibilidad a las restricciones al crédito y a que los ingresos de los potenciales compradores de vivienda varían procíclicamente, el financiamiento de la vivienda es marcadamente sensible al ciclo de los negocios. La inversión en la construcción de vivienda es mucho más volátil a lo largo del ciclo que el desembolso en inversión durable o no durable [Leamer, 2008]. La gráfica 1 muestra que las fluctuaciones de la deuda hipotecaria no liquidada fueron más volátiles que las fluctuaciones del producto interno bruto (PIB) real; además, la gráfica 2 demuestra que la proporción entre las casas no vendidas y las vendidas también varía durante el ciclo, la proporción aumenta cuando la economía se desacelera.

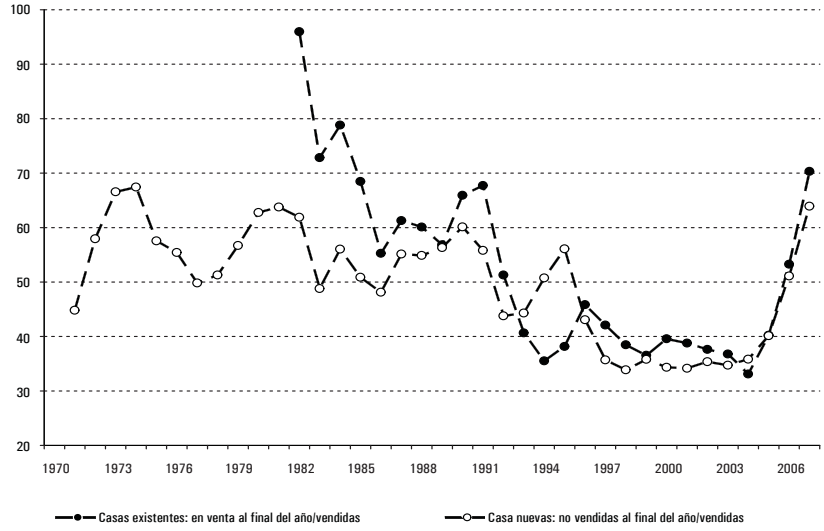
Hasta mediados de los setenta, los bancos y las cajas de ahorro navegaron por medio de esas depresiones cíclicas crónicas sin sufrir una tensión institucional significativa; pero después empezaron a surgir las tensiones. El detonante fue un cambio en la posición mundial de la macroeconomía de Estados Unidos. El decenio de inestabilidad de los setenta socavó el periodo estable, de baja inflación y alto crecimiento que había predominado con el sistema de Bretton Woods. Hacia finales de los años setenta ya había estallado la confusión ma-

Gráfica 1. Tasas de crecimiento del PIB real y la deuda hipotecaria no liquidada en Estados Unidos, 1971-2006 (%)



Fuente: Office of Policy Development and Research, US Department of Housing and Urban Development.

Gráfica 2. Viviendas en el mercado estadounidense al final del año como porcentaje de las casas vendidas, las usadas y las nuevas, 1970-2007



Fuente: Flow of Funds Accounts, Federal Reserve.

croeconómica: la inflación acompañada del estancamiento de la economía y las tasas de interés, muy superiores a la máxima regulatoria de los bancos, llevaron a una desintermediación sistemática —la pérdida de depositantes en los puntos de distribución del ahorro innovadores, como los instrumentos del mercado monetario. La oferta de crédito de los bancos a las sociedades no financieras se vio amenazada; las grandes sociedades anónimas no financieras respondieron mediante la creación del moderno mercado de los pagarés de empresa y expandieron ampliamente los campos de movimiento de los mercados de acciones de las sociedades anónimas.

Las instituciones de depósito, faltas de suficientes depósitos para cubrir la posición de sus activos, se vieron obligadas a pedir prestado a altas tasas nominales. La inversión de la curva de rendimiento causó pérdidas considerables por el riesgo de liquidez en que se había incurrido, especialmente en la industria de las cajas de ahorro. Estas últimas, emisoras de la mayoría de las hipotecas en Estados Unidos, sufrieron un golpe especialmente fuerte, porque en su cartera de activos predominaban las hipotecas no liquidables a tasas de interés fijas.

Las crisis de las actividades bancarias y las cajas de ahorro llevaron a la aprobación en 1980 y 1982 de dos leyes federales destinadas a desregular los instrumentos de responsabilidad legal de los bancos comerciales y dejar a las cajas de ahorro en libertad de emprender más actividades en el sector de los activos financieros, respectivamente. Esa legislación desencadenó un periodo de competencia por la desregulación entre los reguladores federales y estatales de las cajas de ahorro, lo cual, a su vez, llevó a las cajas de ahorro de algunos estados a emprender inversiones especulativas poco prudentes a mediados de los años ochenta, entre ellas la participación en el capital para el desarrollo especulativo de complejos residenciales. Como resultado, el problema de la iliquidez de las cajas de ahorro se

transformó en una pandemia de inversiones fallidas y activos no redituables.

Como consecuencia, algunas de las cajas de ahorro posteriores a la desregulación fracasaron, a menudo de manera estrepitosa. La legislación federal de 1989 proveyó entonces el financiamiento para eliminar la crisis del ahorro y los préstamos. La magnitud del sector de las cajas de ahorro se redujo marcadamente; muchas cajas de ahorro insolventes fueron integradas a bancos comerciales. La inestabilidad macroeconómica de principios de los años ochenta también precipitó la crisis de la deuda latinoamericana y una crisis de solvencia de los bancos mercantiles en varios países productores de petróleo. Tales acontecimientos llevaron a considerables pérdidas de los bancos comerciales y a la quiebra de varios bancos estadounidenses de los principales centros financieros.

La supervivencia de los bancos se vio amenazada, por lo que estos últimos reaccionaron, en parte, desarrollando nuevas estrategias mercantiles. El primer cambio estratégico de los bancos comprendió el desarrollo de estrategias de actividades bancarias minoristas selectas enfocadas en la venta de servicios financieros a consumidores y clientes de negocios con ingresos estables y una posición económica sólida. Tales estrategias llevaron a los bancos a concentrarse en las áreas de altos ingresos y a evitar sistemáticamente las áreas de más bajos ingresos, afroamericanas y latinas. Las nuevas estrategias desplazaron el balance financiero de los beneficios netos basados en el margen de intereses a los que lo están en el cobro de servicios y comisiones bancarias por los servicios financieros.

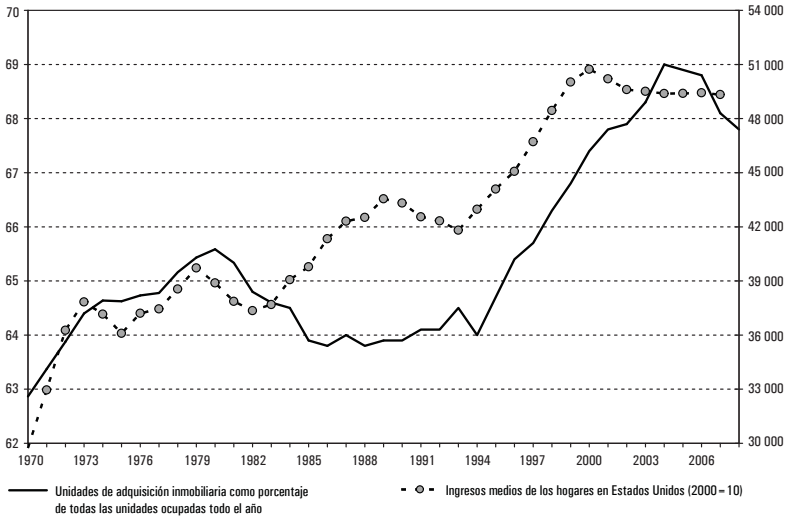
Los desplazamientos hacia el mercado de clientes pudientes y hacia los servicios basados en el cobro de servicios y comisiones bancarias se reforzaron mutuamente: la comercialización de servicios financieros estandarizados –tarjetas de crédito, cuentas especializadas de depósito e inversión y préstamos

hipotecarios– se dirigió a los clientes más codiciados por los bancos. Ambos desplazamientos estratégicos llevaron a fusiones bancarias cuyo objetivo era la expansión del mercado, por lo que, con el tiempo, un número cada vez menor de bancos, que se hacían más grandes prestaban más servicios al mercado bancario de Estados Unidos.

La titulización y el mercado hipotecario

Como lo muestra la gráfica 3, la tasa global de adquisición inmobiliaria en Estados Unidos, que había ido en aumento en el largo plazo en los años setenta, empezó a disminuir a partir de una máxima de 65.6% alcanzada en 1980, a un nivel de 63.8% en 1986; sin embargo, el colapso de las cajas de ahorro de principios de los años ochenta no llevó a un colapso repentino del

Gráfica 3. Tasa de adquisición inmobiliaria e ingresos medios reales de los hogares, 1970-2008 (% de todas las unidades de vivienda ocupadas todo el año)



financiamiento hipotecario en esos años. La deuda hipotecaria no liquidada no se volvió negativa (véase la gráfica 1); pero ese acontecimiento de los ochenta no fue una recesión de la economía más profunda que la de mediados de los setenta; y el crecimiento del PIB disminuyó aún más. Un factor de la recesión fue la sensibilidad de las tasas de los valores con garantía hipotecaria al riesgo del balance financiero, lo cual fue una característica del mercado hasta que una ley federal de 1989 rescató a los depositantes y a los propietarios de las instituciones de ahorro y préstamos [Brewer III y Mondschaen, 1992]. Como lo muestra la gráfica 2, la proporción entre casas nuevas no vendidas y vendidas aumentó, pero a una máxima ligeramente menor que la de mediados de los años setenta.

Esa profunda crisis institucional tuvo un efecto silencioso por dos razones. En primer lugar, el mercado de la vivienda se ajustó rápidamente a la caída de los ingresos: entre 1974 y 1979, los ingresos medios reales de los hogares aumentaron modestamente (0.84% anual), mientras que los precios medios reales de la vivienda tuvieron una escalada de 3.6% anual (véase el cuadro 1); durante el periodo de 1980 a 1982, mientras que los ingresos reales disminuían 2% anual, los precios reales de la vivienda caían casi con la misma rapidez; y, cuando los ingresos reales empezaron a ascender significativamente otra vez en 1983 y 1984 (2.3% anual), los precios de la vivienda permanecieron estables, por lo que disminuyó la capacidad de financiamiento de la vivienda, medida por la proporción entre los precios de la vivienda y los ingresos. Durante el resto de los ochenta, estas dos últimas variables aumentaron, si bien los precios de la vivienda lo hicieron un poco más velozmente que los ingresos.

En segundo lugar, la crisis de las cajas de ahorro en los ochenta tuvo un efecto muy restringido porque sólo aceleró una tendencia que ya se había puesto en movimiento en el caso del financiamiento de la vivienda en Estados Unidos: de

un sistema basado en los intermediarios pasó a uno sustentado en el mercado de valores. Anteriormente, como ya se ha hecho notar, las entidades crediticias conservaban en cartera las hipotecas hasta su madurez, lo que las exponía tanto al incumplimiento en el pago como al riesgo de liquidez. La nueva norma implicaba elaborar las hipotecas de tal manera que se vendieran en el mercado de valores. El proceso de emitir, prestar los servicios de cobro de intereses y capital y conservar en cartera las hipotecas se dividió en sus elementos constitutivos, cada uno de ellos con la fijación de su precio y su ejecución por separado. Una consecuencia inmediata fue que los bancos comerciales, las sociedades hipotecarias y otras instituciones pudieron competir por el cobro por los servicios de emisión de las hipotecas, así como por su agrupamiento y mantenimiento.

La titulización del financiamiento de la vivienda dependía de la comercialización de las hipotecas. En los ochenta, la titulización requirió el desarrollo de pautas de elegibilidad normalizadas; no obstante, las que surgieron privilegiaban a los clientes con un riesgo de incumplimiento mínimo. Tal aversión a los riesgos tuvo varias fuentes. En primer lugar, las dificultades de cálculo que implicaba la combinación de múltiples dimensiones de peligrosidad –especialmente el cálculo del riesgo de incumplimiento en un paquete dado de hipotecas que también estaban sometidas al riesgo de prepago– exigieron que, en la medida de lo posible, se normalizara el riesgo de incumplimiento *per se*. En segundo lugar, las dos agencias estadounidenses establecidas por decreto federal, la Asociación Federal Hipotecaria Nacional (FNMA, por sus siglas en inglés: Federal National Mortgage Association) y la Corporación Hipotecaria Federal de Préstamos Hipotecarios (FHLMC, por sus siglas en inglés: Federal Home Loan Mortgage Corporation) estaban comprando una proporción creciente de deuda hipotecaria. En 1979, esas dos entidades representaban apenas 16% de toda la deuda hipote-

caria pendiente; pero su participación superó 25% para 1986 y creció continuamente hasta que alcanzó una máxima de 43% en 2003. Por lo tanto, la mayor parte de la deuda comprada por esas agencias estaba al menos implícitamente garantizada y había sido vendida al mercado.[7] Entonces, las agencias insistieron en las hipotecas de bajo riesgo (conocidas como "plain vanilla" u "ordinarias"), las cuales establecen niveles mínimos para la proporción entre el pago inicial y el préstamo y entre el pago de la hipoteca y los ingresos. Ello lleva al tercer factor: una gran proporción de los clientes para los valores hipotecarios respaldados por las agencias eran titulares pudientes del extranjero, que eran relativamente reacios a correr riesgos.

Esos cambios rescataron el sistema financiero hipotecario al transformarlo, de un sistema con circuitos de ahorros localizados, provistos por numerosas cajas de ahorro que tomaban decisiones autárquicamente, en un mercado cada vez más nacional dominado por unas entidades crediticias que aplicaban normas del mercado en general. El préstamo basado en una relación cercana con el cliente, que era el meollo del sistema de posguerra, fue reemplazado: la asignación de crédito ya no dependía de unas entidades crediticias que decidían qué características y motivaciones microeconómicas de los solicitantes de préstamo garantizaban la toma de riesgos, sino que, en lugar de ello, implicaba la identificación de los solicitantes de préstamo que satisficieran unos umbrales establecidos mundialmente; los que, a su vez, pusieron líneas divisorias entre los solicitantes de préstamo con diferentes perfiles generalizados de riesgo de incumplimiento. En efecto, la creciente incertidumbre en el plano macroeconómico y las innovaciones institucionales y tecnológicas dieron como resultado la reorientación de la evaluación de

[7] No queda claro qué tipo de garantía gubernamental hay para los instrumentos negociables de la Asociación Federal Hipotecaria Nacional; véase la nota 10.

los riesgos sobre la base de unos parámetros macroeconómicos normalizados, no de las decisiones en el plano microeconómico.

Con una población creciente de emisores de hipotecas que generaban crédito normalizado y una demanda creciente para conservar en cartera esa deuda hipotecaria, el otorgamiento de préstamos fue separado del hecho de tener que asumir los riesgos; y, de la manera como se estructuró inicialmente ese mercado, tanto el riesgo de incumplimiento como el de liquidez se reducían. Las instituciones de depósito podían otorgar préstamos hipotecarios a largo plazo sin absorber el riesgo de liquidez. A su vez, los fondos y sociedades de inversión que compraban deuda hipotecaria podían igualar las fechas de madurez de esos pasivos financieros con los de sus activos (las hipotecas que compraban), siempre y cuando mantuvieran compromisos de pago a más largo plazo (como un seguro o fondos de pensión). Así, el riesgo de liquidez se podía transferir y evitar sustancialmente; y, dado un entorno de tasas de interés estables y de normas de préstamo prudentes, la tasa de incumplimiento permanecía baja y predecible.

De mediados de los ochenta y mitad de los noventa, la mayoría de las hipotecas eran préstamos convencionales que cumplían con las normas, garantizadas por las agencias cuasi gubernamentales, la Asociación Federal Hipotecaria Nacional y la Corporación Hipotecaria Federal de Préstamos Hipotecarios, y esas agencias las conservaban en su cartera hasta que, en la mayoría de los casos, las comercializaban en paquete.[8]

[8] El hecho de que esas agencias cuenten con un respaldo gubernamental implícito es, y sigue siendo, polémico. La Asociación Federal Hipotecaria Nacional fue retirada del presupuesto federal en 1968 y la Corporación Hipotecaria Federal de Préstamos Hipotecarios fue creada en 1970 como una entidad separada para facilitar las ventas de valores con garantía hipotecaria en los mercados secundarios. Esas dos agencias operan ahora como entidades independientes y completamente privadas; sin embargo, la idea de que esas entidades están

Esas agencias se adaptaron a la necesidad de más hipotecas titulizadas, creando más valores en paquete de traslado de los riesgos, es decir, valores cuyos titulares pueden reivindicar derechos sobre los flujos de efectivo de las hipotecas que respaldan esos valores. Los esfuerzos de esas agencias se fortalecieron más los redoblados de las aseguradoras hipotecarias privadas, las cuales se especializan en préstamos que no cumplen con las normas, porque exceden los créditos-préstamo de la Asociación Federal Hipotecaria Nacional: préstamos "gigantescos" superiores a lo permitido conforme a esa agencia. Sea lo que fuere, el límite máximo para que los préstamos fuesen aprobados por la Asociación Federal Hipotecaria Nacional aumentó 63% entre 1985 y 1989, después de haber subido sólo 22% en los cuatro años anteriores. En resumen, mantener la fortaleza del financiamiento de la vivienda en Estados Unidos no requirió la invención de nuevas instituciones en los años ochenta, sino solamente un ajuste de los parámetros de esas instituciones y un mercado para los instrumentos financieros que esas instituciones tenían que vender.

Lo anterior nos lleva a un factor clave. Lo que hizo que los flujos de hipotecas se mantuvieran relativamente fuertes fue la singular posición de Estados Unidos en el seno del régimen neoliberal mundial. Como se hizo notar, la crisis de la economía mundial –y de la posición de Estados Unidos en ella– incitó al cambio de la estrategia bancaria y requirió la transición a un nuevo mecanismo de financiamiento de la vivienda. Lo que hizo que esa transición fuese relativamente uniforme en relación con el financiamiento de la vivienda en Estados Unidos (véase el cuadro 1) fue que una gran parte del resto del mundo estaba entrampado en situaciones de bajo crecimiento o en cri-

---

respaldadas implícitamente por el gobierno de Estados Unidos sigue estando muy generalizada [véase, por ejemplo, *The Economist*, 2007a].

sis. Dado que Estados Unidos era la principal fuente mundial de divisas de reserva y tenía enormes déficit en su cuenta corriente, necesitaba ingresos sistemáticos en su cuenta de capital.

Como consecuencia, el hecho de que Estados Unidos pareciera ser un refugio mundial fue fortuito por partida triple. Los valores con garantía hipotecaria respondían a las necesidades de los inversionistas del extranjero: se trataba de valores que estaban implícitamente respaldados por el gobierno, pagaban más que los bonos del tesoro estadounidense y estaban denominados en la divisa de reserva del mundo durante un periodo de desorganización financiera mundial.[9] Además, la macroeconomía estadounidense necesitaba compradores del extranjero para sus valores, de tal manera que pudiera mantener su balanza de pagos con otros países. Y, finalmente, la afluencia de ahorros permitió a Estados Unidos restablecer tasas de interés nominales bajas. Las tasas bajas redujeron al mínimo los riesgos financieros implícitos en las hipotecas que se comercializaban en paquete en los mercados secundarios. Con el tiempo, esos riesgos quedarían al descubierto.

Esa coyuntura financiera mundial triple se desató finalmente, debido, en parte, a que la situación de refugio de Estados Unidos invitó a que se corriera riesgos excesivos. Para entender cómo ocurrió, se debe revelar primero el siguiente paso en la evolución de la exclusión racial en sus mercados crediticios.

La explotación racial, de la segregación a los préstamos depredadores

Como se ha visto, los años ochenta obligaron a reconsiderar los procesos bancarios que habían sido establecidos desde hacía

[9] En Dymski [2008], se desarrolla ampliamente la argumentación sobre el papel de Estados Unidos en el seno del sistema internacional.

mucho tiempo: la *manera* como se financiaba la vivienda y la *manera* como los bancos generaban el mecanismo financiero de ganancias estaban en transición. La intensificación ininterrumpida de la desigualdad de la riqueza y el ingreso, combinada con la fuerte competencia por los clientes pudientes, llevó a los bancos a desarrollar estrategias para captar y hacer negocios con los clientes de más bajos ingresos y de las minorías. Un imán para los bancos fue el mercado de crecimiento astronómico de las remesas entre países, de las que los bancos tenían una pequeña proporción (aproximadamente 3% en los primeros años de este siglo) [Orozco, 2004].

Una dificultad en particular para ingresar a los mercados financieros de más bajos ingresos fue la alta proporción de individuos sin cuenta bancaria en ese segmento del mercado. Según la Contraloría General de Gobierno (GAO, por sus siglas en inglés: General Accounting Office) [2002], 28% de todos los individuos y 20% de todos los hogares carecían de cuenta bancaria y, por ende, no participaban en el sistema financiero. Entre los individuos sin cuenta bancaria, las minorías son mayoritarias, pero más de la mitad de los hogares estadounidenses sin cuenta bancaria son de individuos de raza blanca, por lo que ese segmento representaba un gran potencial de ganancias. Los hogares con poca participación en el sistema financiero y sin cuenta bancaria generaban 6 200 millones de dólares en cobros por servicios y comisiones bancarias, un promedio anual de 200 dólares por hogar, incluso en el caso de los muy pobres [Katkov, 2002].

Consecuentemente, la exclusión racial –el rechazo a otorgar préstamos a los solicitantes de crédito de las minorías– fue reemplazada por la inclusión racial extorsionista: proveer acceso al crédito a los antes excluidos de él, pero únicamente a plazos y en condiciones depredadores, es decir, que implican costos y penalizaciones por incumplimiento mucho más altos

que los préstamos "normales". Los bancos ingresaron en esos mercados mediante la adquisición de subsidiarias y el diseño de instrumentos especiales destinados a los clientes de más bajos ingresos y de las minorías que antes habían sido ignorados; consecuentemente, esos bancos comercializaron, emitieron y distribuyeron los instrumentos de préstamos depredadores. Desde mediados de los noventa, esos instrumentos han aumentado a un ritmo frenético en los barrios que históricamente habían estado sometidos a la exclusión financiera. Frecuentemente, esos préstamos provocaron tasas excesivas de incumplimiento de los hogares y las empresas y, por ende, llevaron a ejecuciones hipotecarias y desastres financieros personales mucho *antes* del colapso del mercado hipotecario en 2007. Hay dos categorías principales de esos préstamos: los garantizados por el cheque de pago del salario (o préstamos hasta el día de paga) y los de alto riesgo garantizados por la vivienda.

EL PRÉSTAMO GARANTIZADO POR EL CHEQUE DE PAGO DEL SALARIO

Los hogares estadounidenses de más bajos ingresos tienen ingresos más volátiles que los otros hogares y, por ende, necesitan crédito para cerrar las brechas entre sus ingresos y sus gastos con mayor frecuencia que los otros hogares [Gosselin, 2004]; pero, para obtener crédito, muchos de esos hogares carecen de los antecedentes financieros que sirven como respaldo para la obtención de una tarjeta de crédito o un préstamo, es decir, no son sujetos de crédito.[10] La volatilidad de los ingresos de esos hogares proporciona su razón de ser al mercado de préstamos garantizados por el cheque de pago del salario.

La práctica de adelantar a los trabajadores una parte del dinero que van a recibir con el cheque de su paga se ha convertido en una práctica común del servicio de cambio de cheques.

[10] Véanse los datos del Information Policy Institute [2005].

Esa forma de crédito se ha extendido muy rápidamente, al igual que la infraestructura de las entidades crediticias que lo desembolsan. Algo desconocido todavía en 1990, ahora hay unos 22 000 establecimientos que ofrecen préstamos garantizados por el cheque de pago del salario. Esos préstamos tienen un volumen de mercado de 40 000 millones de dólares en las 37 entidades de Estados Unidos que permiten esa práctica.[11] La comisión promedio que se cobra por un cheque de 100 dólares es de 18 dólares. En 2001, en Estados Unidos había 15 000 establecimientos que ofrecían préstamos hasta el día de paga, con 70 millones de transacciones y 2 600 millones de dólares por el cobro de comisiones: en promedio, 37 dólares por transacción, con 173 310 dólares de cobros por comisiones por establecimiento. Los cobros por comisiones de ese mercado alcanzaron los 4 400 millones de dólares en 2005.

Algunas entidades financieras desarrollan nuevas fuentes de información que podrían calificar a los hogares para obtener mayores niveles de crédito, a plazos más largos; sin embargo, la carencia de ese tipo de información no ha inhibido el crecimiento de esos mercados crediticios. La razón por la que no fue así es la transformación estructural de los mercados de préstamos con garantía colateral para los solicitantes de más bajos ingresos –y, en última instancia, para los solicitantes de más bajos ingresos de alto riesgo– en la economía de Estados Unidos.

¿Por qué ha crecido tan rápidamente el sector del préstamo garantizado por el cheque de pago del salario? En el sector de la oferta de crédito, el financiamiento es proporcionado a menudo por grandes sociedades financieras de cartera, bancos de inversiones y fondos de especulación (mediante intermediarios) interesados en introducir en el mercado instrumentos de

[11] Las estadísticas presentadas en esta sección sobre el crédito garantizado por el cheque de pago del salario fueron tomadas de Bair [2005].

inversión estructurados (véase más adelante). En el sector de la demanda, han convergido varios factores: uno es el decreciente valor real del salario de los trabajadores y la creciente volatilidad de los ingresos provenientes del salario. Entre los clientes de los préstamos hasta el día de paga, aproximadamente 29% ganan menos de 25 000 dólares anuales y 52% ganan entre 25 000 y 50 000; entre esos clientes, las familias de afroamericanos y de militares son una gran mayoría; y aproximadamente 41% son propietarios de su casa. El uso es recurrente: la mayoría de los clientes utiliza los préstamos garantizados por el cheque de pago del salario entre 7 y 12 veces por año. Un segundo factor relacionado con la demanda es la gran disponibilidad del crédito en los años recientes, lo cual ha alentado incluso a los trabajadores de salarios aún más bajos a endeudarse para cubrir sus gastos de subsistencia o para adquirir bienes de consumo duraderos.

Un último factor de la demanda es el concerniente a las prácticas bancarias cambiantes. Se debe hacer notar que la base de clientes para los préstamos garantizados por el cheque de pago del salario no incluye a los individuos sin cuenta bancaria: los préstamos hasta el día de paga requieren que el cliente tenga una cuenta de cheques. Los bancos están cobrando comisiones cada vez más altas por los cheques devueltos (sin fondos suficientes). Aunados a esos cobros, están los cargos cada vez más altos por la mora en el pago del alquiler, la tarjeta de crédito y los servicios públicos: en 2003 cobraron aproximadamente 22 000 millones de dólares por cheques sin fondos suficientes y 57 000 millones de dólares de cargos por mora [Bair, 2005]. Lo anterior quiere decir que la creciente probabilidad de tener que pagar altos cargos por mora debido a una cuenta de cheques sobregirada empuja a los trabajadores a solicitar préstamos garantizados por el cheque de pago del salario.

EL CRÉDITO DE ALTO RIESGO

El crédito de alto riesgo surgió cuando las entidades crediticias crearon las hipotecas depredadoras –esto es, hipotecas con cargos excesivamente altos por cobros de servicios y comisiones bancarias, penalizaciones financieras y tasas de interés– y empezaron a comercializarlas entre los hogares de más alto riesgo que tenían un acceso restringido a otras fuentes de crédito, especialmente de crédito de bajo costo. Las entidades crediticias centraban la comercialización de esos préstamos en las áreas de segregación y en los hogares a los que tradicionalmente se les había negado el acceso al crédito [California Reinvestment Committee, 2001]. Inicialmente, la mayoría de los préstamos de alto riesgo consistían en segundas hipotecas, las cuales eran atractivas para los solicitantes de préstamos porque permitían que los propietarios de casas modestas obtuvieran dinero para cualquier contingencia financiera a la que tuvieran que hacer frente. Los fondos que los hogares de los trabajadores podían "obtener de una casa" mejoraban su fortuna económica en deterioro, especialmente la de los hogares de las minorías que habían sido afectados desproporcionadamente por la desindustrialización en Estados Unidos.

Pronto, las entidades crediticias empezaron a comercializar los préstamos de alto riesgo entre quienes buscaban adquirir una casa. Desde el punto de vista de los abogados comunitarios, los términos y condiciones de esos préstamos eran depredadores, mientras que, para los apologistas de los bancos, eran una respuesta legítima a ciertas características de riesgo especiales de quienes buscaban adquirir una casa. Sea lo que fuere, ahora se ofrecía crédito con condiciones explotadoras a muchos hogares anteriormente excluidos del acceso al crédito a largo plazo –en especial a los de más bajos ingresos y los de las minorías. En 1998, por ejemplo, las entidades

de crédito y de préstamos de alto riesgo para la compra de casas fabricadas representaron 34% de todas las solicitudes de hipotecas para la compra de casas y 14% de las emisiones de hipotecas. En ese mismo año, esas mismas entidades crediticias emitieron 20% de todas las hipotecas extendidas a los solicitantes de préstamos de más bajos ingresos y latinos y la tercera parte de todas las otorgadas a los solicitantes de préstamos afroamericanos.[12] El crédito de alto riesgo aumentó 900% durante el periodo de 1993 a 1999, a pesar de que las demás actividades de préstamos hipotecarios realmente disminuyeron [ACORN, 2000]. En un estudio en escala nacional sobre los datos de la Ley de Divulgación Hipotecaria Residencial para el año 2000 se descubrió que los afroamericanos tenían más del doble de probabilidades de recibir préstamos de alto riesgo que los blancos, mientras que los latinos tenían más de entre 40 a 220% de probabilidades [Bradford, 2002; Staten y Yezer, 2004; y McCoy y Wyly, 2004].

Entonces surgió un conjunto de entidades crediticias especializadas –y a menudo depredadoras– que empleaban prácticas comerciales agresivas para vender sus préstamos. Esa nueva clase de entidades crediticias era el reflejo de los drásticos cambios en ese sector. La más importante de las entidades de crédito de alto riesgo, el banco Ameriquest Mortgage, inició sus actividades en 1979 como banca de ahorro con el nombre de Long Beach Savings, en la ciudad de ese nombre; en 1991, se mudó al condado de Orange, en California y, en 1994, renunció a su licencia bancaria y en lugar de esa actividad se concentró en la venta al menudeo y al mayoreo de hipotecas de alto riesgo. En 1999, Long Beach Savings se dividió en dos: una subsidiaria pública, que fue vendida al banco Washington Mutual ese mismo año y se convirtió en el departamento de

[12] Estas estadísticas fueron tomadas de Canner *et al.* [1999].

comercialización de crédito de alto riesgo de ese banco, y una subsidiaria de propiedad privada, Ameriquest, que en enero de 2006 se vio obligada a llegar a un arreglo por 325 millones de dólares en un juicio de defensa del consumidor (con base en las prácticas en 49 estados) [Gittelsohn, 2007]. En un artículo del periódico *The Washington Post* sobre ese arreglo se indica el carácter de los abusos que se cometían con el crédito de alto riesgo:

Conforme al arreglo, los ejecutivos de préstamos de Ameriquest tendrán la obligación de informar a los solicitantes de préstamos respecto a cosas como cuál será la tasa de interés del préstamo, cuánto podría aumentar esa tasa y si el préstamo incluye una cláusula de penalización por pago adelantado. Los ejecutivos de préstamos que no revelen esa información serán sometidos a sanciones. También se prohibirá a la compañía que otorgue a los agentes de ventas incentivos financieros por ejercer presión sobre los consumidores para que acepten préstamos con intereses más altos o con cláusulas de penalización por pago adelantado [Downey, 2006].

Los préstamos hipotecarios de alto riesgo y los préstamos garantizados por el cheque de pago del salario ya tenían algunas características estructurales comunes que más tarde abrieron la puerta a los mercados de crédito de alto riesgo en general del periodo de 2004 a 2006: *1*) se basaban en alguna garantía colateral (casas y cheques de pago del salario) que tenía valor independientemente de los flujos de efectivo basados en los ingresos de las unidades económicas a las que se hacían esos préstamos; *2*) representaban valores de riesgos más altos cuyos titulares podían esperar rendimientos más altos en compensación por los riesgos; y *3*) las entidades crediticias que emitían esos préstamos necesitaban trasladar sistemáticamente esos instrumentos fuera de su balance financiero. Lo que ese nuevo conjunto de mercados financieros necesitaba para crecer de

manera vertiginosa eran clientes que estuvieran dispuestos a comprar valores compuestos de préstamos de muy alto riesgo. El requerido aumento de esos clientes llegaría pronto.

Las presiones y la adaptación estratégica de los mercados de crédito al consumidor e hipotecarios en los noventa

Para los bancos, el hacer negocios sistemáticamente con los hogares de más bajos ingresos a los que antes excluían requería un nuevo modelo comercial de banca para el consumidor. El concepto central de ese modelo es que por una parte, se pueda proveer de crédito a los clientes de mayor riesgo si la combinación de, los cobros por servicios y comisiones bancarias y, los valores incorporables, por la otra, es suficiente como para poder estimar en cifras aproximadas si se espera o no que la transacción propuesta en general sea redituable. Dado que el capital invertido en una casa representa el principal activo de la mayoría de los hogares, se comprende fácilmente la lógica del crédito hipotecario de alto riesgo. Y la lógica fundamental de la industria del préstamo garantizado por el cheque de pago del salario es similar: el cheque de la paga del mes siguiente sirve como una garantía en contra de la pérdida. El éxito de ese nuevo modelo se hace evidente en la Encuesta sobre la Economía del Consumidor estadounidense: los datos del periodo de 1989 a 2004 muestran que los hogares pertenecientes a los dos quintiles de ingresos más bajos habían tenido incrementos súbitos del monto de su deuda que no tenían equivalencia con incrementos proporcionales del monto de su patrimonio.

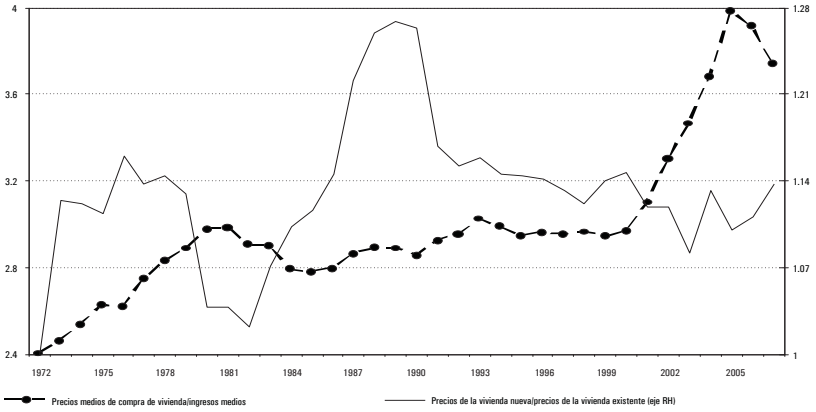
Una gran parte de la presión para la acumulación de la deuda durante ese periodo tenía sus raíces en las fuerzas que operaban en el mercado de la vivienda. La orientación de la política federal de vivienda para los hogares de más bajos in-

gresos se desvió cada vez más hacia la propiedad de la vivienda. El programa público de vivienda más importante de los ochenta y noventa fue el correspondiente a la Sección 8, que proporcionaba bonos de alquiler de vivienda a ciertos hogares seleccionados que cumplían los requisitos para ello, pero no preveía nada para el caso de la oferta de viviendas de alquiler a precios razonables. Después del año 2000, el gobierno de George W. Bush impulsó la idea de la propiedad universal de la vivienda, mediante la conversión de las viviendas de alquiler antes públicas en unidades ocupadas por sus propietarios. La escala, tanto del programa de alquiler de vivienda pública para hogares de bajos ingresos como del programa de propiedad de la vivienda, fue mucho más reducida que la población potencialmente elegible. Tanto la creación de los nuevos canales de crédito para los hogares de más bajos ingresos como la carencia de capacidad programática federal llevó a los hogares estadounidenses hacia las innovaciones de las prácticas de adquisición inmobiliaria basadas en el mercado.

El crecimiento de la demanda de adquisición inmobiliaria es evidente en las pruebas empíricas. Como lo muestra la gráfica 3, después de la crisis de los ochenta, los ingresos medios de los hogares estadounidenses fueron en aumento hasta 1990, para después disminuir a todo lo largo de 1994 y, luego, aumentar rápidamente una vez más hasta 2001. Los precios de la vivienda también iban al alza; pero, como lo muestra la gráfica 4, la proporción entre los precios medios de la compra de una vivienda y los ingresos medios sólo aumentó ligeramente entre 1983 y 2000. El cuadro 1 muestra que, como en los ochenta, los precios reales agregados de la vivienda respondieron al menos parcialmente a la trayectoria de los ingresos reales. Durante el periodo de 1991 a 1994, los ingresos medios reales de los hogares cayeron, mientras que los precios medios reales de la vivienda aumentaron, pero en menos de 1% anual, la mayoría más

lentamente que a finales de los ochenta. Cuando los ingresos reales volvieron a crecer durante el periodo 1995-1999, también aumentaron los precios de la vivienda, pero a una tasa un tanto más reducida.

Gráfica 4. Proporción entre los precios de la vivienda y los ingresos y entre los precios de la vivienda nueva y la existente, 1972-2008

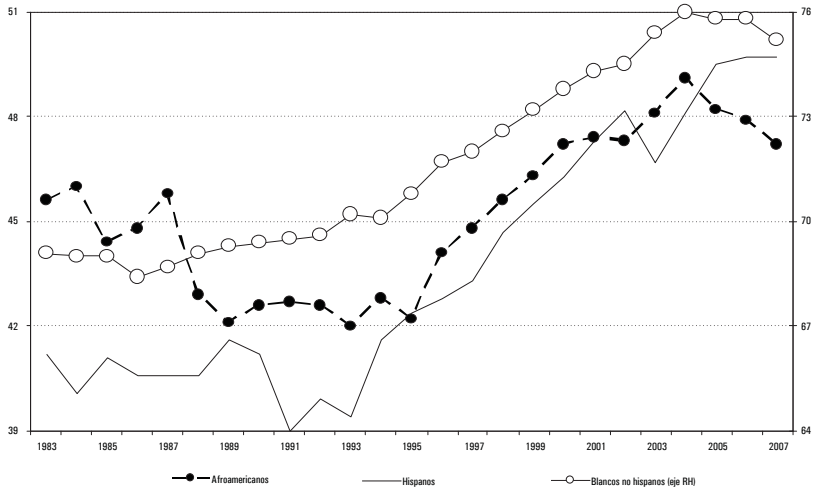


Fuentes: Office of Policy Development and Research, US Department of Housing and Urban Development; US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

La tasa de adquisición inmobiliaria en Estados Unidos aumentó de 64 a 69% entre 1994 y 2004 (véase la gráfica 3). A su vez, la gráfica 5 ilustra que, mientras que las tasas de adquisición inmobiliaria de los blancos aumentaron sistemáticamente de mediados de los años ochenta en adelante, las tasas de adquisición inmobiliaria de los afroamericanos y los latinos aumentaron ligeramente más rápido que las de los blancos. Las tendencias en la construcción de casas nuevas impulsaron todo el mercado al alza en los años ochenta: la gráfica 4 muestra que los precios de las casas nuevas, que eran casi iguales que los de las casas usadas en 1982, aumentaron rápidamente

a un excesivo 28% hacia 1990. Después de la recesión de principios de los noventa –esto es, durante el periodo en que la tasa de adquisición inmobiliaria de las minorías crecía con la misma rapidez que la de los blancos–, el precio excesivo de las casas nuevas cayó por abajo de 10 por ciento.

Gráfica 5. Tasas de adquisición inmobiliaria en Estados Unidos por raza y etnicidad, 1996-2007 (porcentaje de todos los hogares propietarios de su vivienda)



Fuente: Office of Policy Development and Research, US Department of Housing and Urban Development.

La fuerza cada vez mayor de la demanda de vivienda –impulsada a una velocidad excesiva por la inclusión extorsionista de los propietarios de casa afroamericanos y latinos– se representa en la gráfica 2. La proporción entre casas en venta y vendidas cayó sistemáticamente de una máxima de 68% en 1991 a una mínima de 33% en 2004, mientras que la de las casas nuevas cayó de 64% a 35% durante el mismo periodo. Las hipotecas de alto riesgo dieron forma a ese mercado cada vez más apetecido: el aumento de las tasas de adquisición inmobiliaria de las minorías coincidió con la disminución del va-

lor excesivo de las casas nuevas; y la escasez de casas creó un entorno en el que llegó a ser tan fácil vender una casa usada como una nueva. La industria de la construcción entró en auge y los propietarios que ya tenían una casa obtuvieron rápidos aumentos en el valor de sus activos.

Todo lo anterior en el sector de la demanda; pero, ¿qué ocurrió en el sector de la oferta? El sector de crédito de alto riesgo había crecido de manera tan explosiva en los últimos años a causa precisamente de que se establecieron los vínculos necesarios para conectar el otorgamiento de préstamos con la titulización de diversos créditos, a menudo riesgosos. El riesgo, se debió a que hubo una proporción cada vez más aventurada entre los precios de las casas y los ingresos, palideció en comparación con el aumento aparentemente incesante de los precios de la vivienda. Los bancos de inversiones de Wall Street canalizaban sumas cada vez mayores de fondos a las entidades de crédito de alto riesgo: para 1998 y 1999, la titulización en ese mercado ya promediaba 80 000 millones de dólares anuales; además, las compañías aseguradoras de Wall Street respaldaban los valores con garantía hipotecaria que las entidades de crédito de alto riesgo comercializaban en paquete en los mercados [Henriques y Bergman, 2000].

Los altos cobros por servicios y comisiones bancarias que se obtenían del proceso de emisión y titulización de los préstamos y la fácil disponibilidad de fondos con bajas tasas de interés en el mercado de dinero –ligados a su vez a la dependencia macroeconómica de la cuenta de capital de la economía de Estados Unidos– atrajeron a muchos jugadores al sector de la oferta de esos mercados. Esa afluencia de proveedores llevó a una interpenetración cada vez mayor entre las principales sociedades bancarias, las sociedades de financiamiento y las entidades de crédito de alto riesgo. Las principales sociedades bancarias emprendieron o intentaron hacer numerosas adqui-

siciones. Algunas sociedades financieras de cartera compraron entidades de crédito de alto riesgo. Citicorp adquirió la sociedad anónima Associates First Capital, que entonces se encontraba bajo investigación de la Comisión Federal de Comercio (Federal Trade Commission) y el Departamento de Justicia (Justice Department) de Estados Unidos. En otro caso, First Union Bancorp compró Money Store en junio de 1998, para luego cerrarla a mediados de 2000, después de generar pérdidas gigantescas [Berman *et al.*, 2006]. En 2003, HSBC compró Household International, casa matriz de Household Finance Company, después de saldar los cargos en que había incurrido debido a los préstamos depredadores. Associates First Capital representó un paso hacia la meta de Citicorp de establecer su subsidiaria Citifinancial como la mayor compañía financiera del consumidor en Estados Unidos [Oppel y McGeehan, 2000]. En cualquier caso, esa subsidiaria de préstamos al consumidor ayudó a estabilizar los flujos de caja de Citicorp durante un periodo en el que los beneficios de la mayoría de los bancos gigantes se desplomaron [Sapsford *et al.*, 2001; *Business Week*, 2007].

Como consecuencia, los años noventa prepararon el camino para la crisis del crédito de alto riesgo diez años más tarde. La premisa inicial de la titulización fue homogeneizar de los riesgos. La titulización se centró en los solicitantes de préstamos cuyo riesgo era bajo y de quienes se esperaba que pagaran. El financiamiento de las agencias federales fue el fundamento de una gran proporción del mercado. Luego, debido a la intensificación de la competencia financiera, a las actitudes más relajadas respecto a la toma de riesgos y al incremento de la capacidad de cálculo, esa premisa fue infringida sistemáticamente. Las entidades crediticias emitieron y comercializaron en paquete préstamos heterogéneos garantizados por la vivienda, algunas veces a solicitantes de préstamos cuyas posibilidades de pago en el largo plazo eran dudosas. La combinación de los altos cargos

por el cobro de servicios y comisiones bancarias y por penalización, aunados a la suficiencia de las garantías colaterales, hicieron redituables esos préstamos.

Con todo, lo que los noventa trajeron no fue únicamente un nuevo instrumento financiero de la vivienda, el préstamo de alto riesgo, sino un conducto cada vez más eficaz para originar y distribuir los riesgos. Por su parte, las entidades de crédito de alto riesgo hacían préstamos hipotecarios y luego los vendían a los bancos, los que, a su vez, fabricaban valores que podían conservar en su cartera o vender a los inversionistas. Antes, los valores garantizados por hipotecas creados a partir de hipotecas ordinarias habían atraído a compradores más interesados en la aversión a los riesgos que en el rendimiento máximo; pero los instrumentos de inversión estructurada (IIE; o SIV, por sus siglas en inglés: structured investment vehicles) en que fueron convertidas las hipotecas de alto riesgo crearon opciones de rendimientos y riesgos más altos.[13]

Muchos tipos diferentes de deuda con garantía colateral, no únicamente las hipotecas de alto riesgo, fueron combinados en la parte de los activos financieros de los instrumentos de inversión estructurada. La transparencia relativa asociada con los valores en paquete de traslado de los riesgos fue reemplazada por la opacidad, lo cual proporcionó a los bancos la oportunidad de desplazar diversos tipos de deuda fuera de su balance financiero, con la obtención de cobros de servicios y comisiones bancarias en cada paso del camino. Los instrumentos de inversión estructurada encontraron financiamiento fácilmente en los mercados de capital. Las altas tasas de ganancias inundaron de fondos a muchas sociedades anónimas; y la perspectiva de que fuesen duraderas las tasas de interés

[13] De acuerdo con Mollenkamp *et al.* [2007], los primeros instrumentos de inversión estructurada fueron creados por Citigroup en 1988 y 1989.

nominales bajas –vinculadas, como se hizo notar antes, al superávit de la cuenta de capital de Estados Unidos– hicieron que pareciera muy natural financiar los instrumentos de inversión estructurada con pagarés de empresa. En realidad, los "pagarés de empresa respaldados por activos" llegaron a ser cosa común. Ignorando el riesgo de liquidez, los instrumentos de inversión estructurada parecían una manera segurísima de generar beneficios basados en el margen de intereses con una inversión mínima –o incluso sin ella– de capital propio. El siguiente paso, que se dio pronto, fue hacer que los fondos de especulación y los de capital privado ingresaran al juego. No es claro si los inversionistas en instrumentos de inversión estructurada asumían los riesgos de incumplimiento implícitos en los bienes que respaldaban esos valores; en realidad, dado que la opacidad reemplazó a la transparencia en el mercado de valores garantizados por hipotecas, los inversionistas en instrumentos de inversión estructurada perdieron de vista los riesgos que estaban corriendo; además, los subproductos del riesgo crediticio eran utilizados a menudo para desplazar los riesgos a terceros [*The Economist*, 2007b]. Sea lo que fuere, los instrumentos de inversión estructurada se convirtieron rápidamente en un sector con un valor de 400 000 millones de dólares. Como lo expresó el *Wall Street Journal*: los instrumentos de inversión estructurada "florecieron porque permitieron a los bancos cosechar beneficios de las inversiones en valores de última moda, pero sin reservar capital para mitigar los riesgos" [Mollenkamp, Solomon, Sidel y Bauerlein, 2007].

El tercer cambio importante de los años 1990 residió en las prácticas crediticias directas de los bancos o, bien, de terceros en los barrios marginados del centro de las ciudades. Anteriormente, la renuencia de los bancos había llevado a la escasez extrema de crédito en los barrios de más bajos ingresos y de minorías; ahora, las ciudades estaban inundadas de crédito.

Los bancos establecieron o contrataron intermediarios para hacer y titulizar enormes volúmenes de préstamos de alto riesgo y préstamos garantizados por el cheque de pago del salario. La misma entidad crediticia podía hacer préstamos depredadores en algunas zonas de la ciudad, al mismo tiempo que hacía préstamos preferenciales en otras. Las entidades crediticias, los bancos y los mercados acabaron por considerar que los agresivos e incluso esperadamente insostenibles términos y condiciones para un subconjunto de sus solicitantes de préstamos eran prácticas comerciales normales. Y esas prácticas emigraron pronto de los barrios marginados del centro de las ciudades a los mercados en general.

La explosión y la crisis del crédito de alto riesgo en los años 2000

Una vez que los mercados de valores aceptaron valores heterogéneos que no estaban respaldados por un financiamiento blindado, estuvieron listos para absorber hipotecas y otros títulos de crédito aún más riesgosos.[14] Como ya antes se hizo notar, la demanda de bienes raíces residenciales empezó a consolidarse a finales de los noventa. Ese auge de los activos pronto se convirtió en una manía: los propietarios de una casa querían una más grande; los que todavía no eran propietarios querían ingresar en el mercado de la vivienda, incluso a precios excesivos. El hecho de que muchos compradores potenciales de casa no tuvieran ni los ingresos ni los ahorros para respaldar las hipotecas ordinarias –que insistían en que no se debía gastar más de 30% de los ingresos en la vivienda ni de 20% de pago

[14] La quiebra del Franklin National Bank en 1974, debida a la acumulación imprudente de riesgos no homogéneos en sociedades de inversión inmobiliaria [Sinkey, 1981], debió de haber servido como una advertencia.

inicial en cualquier préstamo hipotecario– generó un sentimiento de desesperación, de un "ahora o nunca", especialmente en los mercados que experimentaban las revalorizaciones más rápidas de los precios.

La exitosa experiencia tanto de las entidades crediticias como de los intermediarios en la creación de préstamos para solicitantes con parámetros de muy alto riesgo sugirió la solución que se requería: crear préstamos a la medida de los riesgos especiales de aquellos cuyo perfil de ingresos y de pago inicial no habían seguido el ritmo de los mercados de la vivienda muy codiciados de muchas ciudades. Dado que los precios de las casas iban vertiginosamente al alza, se podían dar a los compradores préstamos por montos superiores a 80% del precio de su nueva casa; o se les podían dar dos préstamos: uno de 80% –haciendo el préstamo de tal manera que fuese potencialmente vendible a la Asociación Federal Hipotecaria Nacional de Estados Unidos– y otro de 20% restante del precio.

A la escala de los agregados macroeconómicos, lo que desencadenó la fase de la burbuja del mercado de la vivienda fue la expansión continua de los precios reales de las casas, a pesar de que los ingresos reales incluso se habían estancado: el cuadro 1 muestra que los ingresos medios reales de los hogares descendieron a un ritmo de 0.21% anual de 2000 a 2005, mientras que los precios reales de las casas aumentaron a 5% anual. Como lo muestra la gráfica 5, la proporción entre los precios medios de las casas y los ingresos medios aumentó rápidamente a partir del año 2000; sin embargo, como lo muestra la gráfica 3, mientras que los ingresos medios de los hogares alcanzaron su máxima en 2000, las tasas de adquisición inmobiliaria alcanzaron lo hicieron apenas en 2004. Asimismo, como lo muestra la gráfica 4, las tasas de adquisición inmobiliaria, tanto de los afroamericanos como de los blancos, alcanzaron su máxima en 2004 (la de los latinos la alcanzó prematuramente en

2002, para después seguir aumentando de manera constante). La burbuja empezó a reventar hacia 2005: después de 2004, los inventarios no vendidos, tanto de casas usadas como nuevas, aumentaron vertiginosamente (véase la gráfica 2).

En efecto, el concepto del crédito de alto riesgo se extendió a lo largo de una dimensión diferente del instrumento hipotecario. Anteriormente, los préstamos de alto riesgo habían sido otorgados principalmente a los solicitantes de préstamos que habían sido excluidos de los mercados crediticios predominantes, como se mostró antes; sin embargo, a partir del 2000, el crédito de alto riesgo también incluía los préstamos otorgados a los propietarios de vivienda incapaces de soportar los paquetes hipotecarios ordinarios; a esos solicitantes de préstamos se les podría permitir tomar préstamos con tasas de descuento especiales durante periodos limitados. Para hacer que un comprador potencial "entrara" en una casa, se le podía hacer un préstamo a una tasa "gancho" inferior a la del mercado para el primer año o para los dos primeros años de la hipoteca. Toda brecha entre las tasas del mercado y las tasas "gancho" se podía amortizar y toda la hipoteca se podía refinanciar a una tasa de mercado ajustada al riesgo después de que expirase la tasa "gancho". La revalorización del precio de la vivienda anularía finalmente los riesgos de la compra de una casa financiada 100%; y el previsible aumento de los ingresos y, o, el crecimiento previsible de los precios de las casas podían, a su vez, compensar los pagos de casa demasiado onerosos. Asimismo, a esos instrumentos se podían añadir como justificadas las cláusulas de cobro de servicios y comisiones bancarias y de penalizaciones.

A medida que los incrementos de los precios de las casas y la euforia por ello se intensificaron, especialmente en algunas áreas regionales muy codiciadas, los compradores se vieron obligados cada vez más a aceptar las tasas "gancho", las hipo-

tecas de tasa ajustable híbridas (HTA; o *ARM*, por sus siglas en inglés: adjustable rate mortgage), etc., etc. [Wray, 2007, p. 9]; pero la revalorización de los precios de las casas predominaba tanto en la conciencia de los compradores y de los vendedores ya que los altos cobros por servicios y comisiones bancarias y los altos pagos esperados, todos asociados a la obtención de un préstamo, simplemente parecieron lo que era necesario para ingresar al mercado mientras la ventana de oportunidad permanecía completamente abierta, puesto que, sin duda alguna, razonaban los compradores, a los dos años, los incrementos futuros de los precios permitirían la renegociación de los términos y condiciones que no fuesen viables, cuando el préstamo hipotecario 2/28 obtenido fuese vendido a un precio especulativo y pasase de la tasa "gancho", inferior a la de ingreso en el mercado, a la tasa fija de éste.

El aumento de la proporción entre los precios de la vivienda y los ingresos explica en parte, pero no por completo, la creciente demanda de préstamos hipotecarios de alto riesgo. Los intermediarios hipotecarios también generaron parte del aumento de la demanda. En un estudio sobre la experiencia de 2005 y 2006, se descubrió que 55 y 61%, respectivamente, de quienes adquirieron hipotecas de alto riesgo tenían una calificación crediticia lo suficientemente alta como para obtener préstamos convencionales [Brooks y Simon, 2007]. En este estudio se descubrió también que los intermediarios hipotecarios que vendieron esos títulos de crédito obtuvieron como ganancia unos cobros de servicios y comisiones bancarias más altos que lo que hubiesen obtenido como beneficio neto de las hipotecas convencionales.

En el sector de la oferta del mercado financiero de la vivienda, los fondos eran abundantes. Las circunstancias estructurales macroeconómicas fueron favorables: la cuenta corriente de Estados Unidos era marcadamente negativa, por lo que

los ahorros continuaron fluyendo a ese país. El mercado de valores garantizado por hipotecas, que había sido el mercado de valores financieros más grande del mundo durante 20 años, era familiar para los inversionistas extranjeros. En particular, muchos bancos del Reino Unido y Europa se apresuraron a adquirir instrumentos de alto riesgo [Mollenkamp, Taylor y McDonald, 2007]. El dólar fuerte y las bajas tasas de interés nominales restaron importancia al riesgo de liquidez.

Otros factores que estimularon la oferta fueron los cambios estratégicos de los bancos a los beneficios basados en el cobro de servicios y comisiones bancarias y a deshacerse de los riesgos, ya antes analizados, y la competencia exacerbada entre las entidades crediticias; por ejemplo, en un artículo reciente del periódico *Wall Street Journal* se subrayaba la "antes lucrativa sociedad" entre Wall Street y las entidades de crédito de alto riesgo, sociedad que, según un observador interno, implicaba: "una fiera competencia por esos préstamos [...]. Eran una importante fuente de utilidades y ganancias percibidas tanto para los inversionistas como para los bancos de inversiones" [Anderson y Bajaj, 2007]. En el artículo se cita a Jeffrey Kirch, presidente de una empresa que compra préstamos hipotecarios; según él: "La manera más fácil de hacerse de una parte del mercado era pagando más que los competidores". Lo que estaba en juego eran los enormes flujos de posibles ingresos para la banca de inversión, así como las lucrativas primas de administración. En el año 2006, los directores ejecutivos de los bancos de inversión promediaron una compensación total de 2.5 millones de dólares. Esos incentivos llevaron a muchas empresas a continuar de manera enérgica en esos mercados, incluso cuando ya se advertían en la lejanía las señales de advertencia.

Los volúmenes de préstamos de alto riesgo explotaron en el periodo que va de 2004 a 2006, en un momento en que el auge de la vivienda alcanzaba su máxima. De 2001 a 2003, la

emisión de hipotecas totalizó con 9.04 billones de dólares, de las que 8.4% fueron préstamos de alto riesgo; y 55% de las emisiones de crédito de alto riesgo, o 418 000 millones de dólares, fueron titulizadas. En el periodo de 2004 a 2006, las emisiones totales de hipotecas fueron las mismas en términos nominales, 9.02 billones de dólares; sin embargo, 19.6% de todas las emisiones consistieron en préstamos de alto riesgo, de los que 78.8% –aproximadamente 1.391 billones de dólares– fueron titulizados.[15] Además, como antes se hizo notar, el carácter opaco de los instrumentos de inversión estructurada y otros instrumentos para la titulización llevó a que se incluyera más tipos de crédito en los balances financieros de esos instrumentos; entre ellos se encontraban los préstamos puente de los fondos de capital privados para compras apalancadas, préstamos para la adquisición de bienes raíces, financiamiento de la construcción, deudas por cobrar de tarjetas de crédito, etcétera.

EL COMIENZO DE LA CRISIS DEL CRÉDITO DE ALTO RIESGO

Como la crisis asiática de 1997, la del crédito de alto riesgo adquirió intensidad mediante un efecto dominó que comprendió acontecimientos interconectados en una gran área geográfica. Unas 80 compañías de hipotecas de alto riesgo quebraron en los primeros siete meses de 2007. Las grandes agencias calificadoras de la solvencia crediticia recibieron presiones para revisar sus métodos de evaluación del riesgo de incumplimiento en el mercado de crédito de alto riesgo de Estados Unidos [Pittman, 2007]. Cuando lo hicieron, las sociedades bancarias de Estados Unidos y del extranjero se vieron afectadas. El 20 de junio de 2007, el banco Bear Stearns se vio obligado a cerrar dos fondos de inversión de alto riesgo que operaban para sus inversionistas

[15] Los datos, del *Mortgage Market Statistical Annual*, aparecen en el cuadro 1 de Wray [2007], p. 30.

[Kelly, Ng y Reilly, 2007]. Seis semanas más tarde, la entidad crediticia American Home Mortgage cerró sus puertas [Dash, 2007]. Mientras tanto, el banco hipotecario Countrywide Financial, que había emitido aproximadamente la sexta parte de los préstamos hipotecarios de Estados Unidos, entró cada vez más visiblemente en crisis [Hagerty y Richardson, 2007].

En agosto, el banco alemán IKB fue rescatado por el Deutsche Bank y otros bancos cuando ya no logró tener acceso a los mercados monetarios para financiar la sociedad Rhineland Funding, establecida en un paraíso fiscal con un fondo financiero que contenía 17 500 millones de dólares en obligaciones de deuda con garantía colateral, incluidas algunas hipotecas de alto riesgo estadounidenses [*The Economist*, 2007c]. Algunos de los bancos más grandes, como Goldman Sachs, echaron leña al fuego de la crisis al hacer paquetes y vender valores garantizados por hipotecas de alto riesgo, a pesar de que, al mismo tiempo, reducían su exposición a la deuda de alto riesgo en sus propios balances financieros.[16] Para septiembre de 2007, entre 16 y 24% de los valores de alto riesgo agrupados en paquetes en 2006 por bancos de todo el mundo tenían al menos 60 días de atraso en el pago: un total de 73 700 millones de dólares de préstamos en mora de 60 días tan sólo en ese tipo de valores.

En 2008, la situación se volvió más sombría. Un gran número de viviendas fueron a juicio hipotecario: muchas de ellas habían sido comercializadas entre los hogares antes excluidos racialmente y construidas muy cerca de las zonas históricamente sometidas a la segregación en el mercado hipotecario, es decir, a pesar de que el crédito de alto riesgo se había extendido más allá de los barrios pobres del centro de las ciudades

[16] Anderson y Bajaj [2007]. Las nuevas emisiones de Goldmann Sachs alcanzaron 6 000 millones de dólares en los primeros nueve meses de 2007; para diciembre, 15% de esos préstamos ya estaban en mora desde hacía más de 60 días.

durante el periodo de la burbuja del mercado de la vivienda, las líneas divisorias raciales relacionadas con el uso de la tierra urbana habían permanecido en su lugar. Así, cuando la crisis golpeó, tuvo un efecto desproporcionado en los barrios de minorías y de más bajos ingresos [California Reinvestment Committee *et al*., 2008]: los hogares de las minorías, a los que con mayor frecuencia dirigían sus préstamos las entidades de crédito de alto riesgo, eran también los que con mayor frecuencia vivían en los barrios donde los ciclos de ejecuciones hipotecarias ocasionados por el crédito de alto riesgo causaban pérdidas terribles [Housing and Economic Rights Advocates and California Reinvestment Coalition, 2007].

Además, el crédito a corto plazo para los instrumentos de alto riesgo negociables y para los instrumentos de inversión estructurada se agotó. Por lo tanto, en Estados Unidos como en el extranjero, cada vez más bancos trasnacionales se vieron obligados a aceptar la devolución de instrumentos de alto riesgo negociables en sus balances financieros y a declarar pérdidas por centenas de miles de millones de dólares. También tuvieron que buscar inyecciones de capital y, al mismo tiempo, reducir drásticamente la oferta de crédito.

Conclusión

El colapso de las actividades bancarias y los mercados crediticios mundiales empezó en 2007, cuando el final de la burbuja de la vivienda en Estados Unidos precipitó un rápido incremento de la mora en el pago de las hipotecas. Estas hipotecas se conservaban en forma titulizada en las carteras de acciones en todo el mundo, por lo que las dificultades de pago en la base de la cadena alimenticia financiera llevaron a erupciones sísmicas en los mercados financieros de la cima.

Consecuentemente, una de las raíces de la crisis del crédito de alto riesgo todavía en desarrollo fue la transformación que llevaron a cabo los bancos de sus estrategias de generación de utilidades debido al desasosiego tanto en el plano macro como en el microeconómico al comienzo de la era neoliberal. Ello implicó la separación del otorgamiento de préstamos de la toma de riesgos, es decir, la separación de la creación de riesgos de la absorción de los riesgos. Esas adaptaciones estratégicas, que aparentemente redujeron el peligro de la intermediación financiera en general, tuvieron un enorme efecto colateral: los bancos ya no tuvieron que equilibrar el potencial de beneficios del otorgamiento de préstamos con los riesgos de incumplimiento y liquidez a los que da origen el otorgamiento de préstamos, es decir, se eliminó un freno clave de la expansión basada en el financiamiento.

Más adelante, la reorientación estratégica de los bancos transformó el entorno de la exclusión racial y social en los mercados crediticios de Estados Unidos. Un escenario de exclusión financiera y negación de préstamos se convirtió en uno de expropiación financiera y otorgamiento de préstamos: los hogares a los que anteriormente se habían negado los préstamos hipotecarios empezaron a recibir préstamos de alto costo y riesgo. A medida que aumentó la capacidad institucional de los mercados directos, las entidades crediticias no bancarias se unieron a los bancos en el otorgamiento de préstamos de riesgo y costo altos —a cambio de un elevado cobro de servicios y comisiones bancarias. Y, cuando las prácticas introducidas por primera vez en el otorgamiento de préstamos depredadores a las comunidades excluidas socialmente en Estados Unidos se generalizaron y fueron introducidos en el mercado de la vivienda en general, se crearon las condiciones tanto para la explosión insostenible de los precios de las casas en ese país como para la dilatación insostenible de los límites de la liquidez del mercado financiero.

La tercera raíz de la crisis es el prolongado descenso de los salarios de la clase trabajadora estadounidense. Cuando las posibilidades de una vida digna basada en el salario obtenido del trabajo se desvanecieron, el deseo de los trabajadores estadounidenses de compartir el "sueño americano" acabó por incluir la adquisición de una casa; pero la brecha entre los precios de las casas y los ingresos se había ensanchado durante 20 años (véase la gráfica 4). El análisis que se ha hecho de los ochenta mostró que los ingresos medios de los hogares estadounidenses aumentaron durante esos años después de la crisis de entonces; pero después, cuando el crédito de alto riesgo alcanzó su máxima nos indica que los ingresos medios de los estadounidenses han permanecido deprimidos (véase el cuadro 1), a pesar incluso de que los precios de la vivienda han caído.

Cuadro 1. Cambios porcentuales de los precios medios de la vivienda y los ingresos medios en Estados Unidos, 1974-2007

Periodo	*Ingresos medios reales de los hogares*	*Precios reales de la vivienda (nueva y usada)*	*Proporción entre los precios de la vivienda y los ingresos*
1974–1979	0.84	3.55	2.71
1980–1982	–2.02	–1.81	0.22
1983–1984	2.28	0.25	–1.96
1985–1990	1.75	2.15	0.39
1991–1994	–0.19	0.93	1.15
1995–1999	3.08	2.77	–0.30
2000–2005	–0.21	4.97	5.20
2006–2007	0.04	–3.05	–3.09

Fuente: Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

Todo ello hizo que la adquisición inmobiliaria fuese más costosa y más deseable al mismo tiempo, puesto que la vivienda parecía ganar valor de mercado a ritmos más rápidos incluso que los de obtención de préstamos de alto riesgo. En efecto, la adquisición inmobiliaria se convirtió en el medio de los trabajadores para participar de las ganancias especulativas a las que la

economía estadounidense se había vuelto adicta en la era posterior a la industrialización. Lo irónico fue que la brecha creciente entre los precios de la vivienda y los ingresos fue moderada parcialmente mediante las adaptaciones que no sólo pusieron de manifiesto la debilidad de la posición de la clase trabajadora sino que la empeoraron: más hogares con dos o tres salarios, perfeccionamiento de las técnicas de producción en masa de casas y el uso de trabajadores no sindicalizados en las obras; todo ello de tal suerte que los hogares de la clase trabajadora pudieran mudarse a viviendas "de precio razonable" cada vez más distantes de sus lugares de trabajo y de los centros urbanos.

La cuarta raíz estructural de la crisis del crédito de alto riesgo que destaca en este estudio es el contexto macroeconómico de Estados Unidos. Después de los caóticos inicios de los años ochenta, el déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos y la posición de ese país como "refugio mundial" crearon una liquidez disponible para la máquina de la titulización. Esa situación, basada en última instancia en las circunstancias únicas de la hegemonía monetaria de Estados Unidos, fue finalmente insostenible [Dimsky, 2008]. En este caso, surge una segunda ironía: el crédito de alto riesgo y la opaca titulización de alto riesgo, que tuvo parte de sus causas en la fácil disponibilidad de liquidez, alcanzó su punto alto precisamente en la época –junio de 2004 a julio de 2006– en que la Reserva Federal hacía un esfuerzo sostenido por restringir la liquidez. El cual se vio abrumado por la continua afluencia de dinero en la cuenta de capital de Estados Unidos; misma que, vinculada al déficit de la cuenta corriente del país, parecía estar fuera del control del banco central. Cuando los titulares de esa riqueza en el extranjero se volvieron recelosos de los valores basados en el dólar, por lo general a raíz de la crisis del crédito de alto riesgo que se estaba acumulando, la Reserva Federal, de manera similar, enfrentó los límites en su capacidad para administrar los daños.

En resumen, la crisis del crédito de alto riesgo se originó en la interacción perversa del legado de discriminación racial y desigualdad social de Estados Unidos, en su singular y, en última instancia, frágil posición mundial y en su extremadamente competitivo sector financiero, montado a horcajadas en todo el mundo. Para decirlo provocadoramente: los efectos negativos de la discriminación racial en Estados Unidos se están dejando sentir ahora en la crisis del crédito de alto riesgo.

Las raíces raciales de la crisis también han llamado la atención hacia el extenso y vigoroso debate concerniente a las respuestas normativas a la crisis. En 2007, en diferentes artículos, dos columnistas del periódico *The New York Times*, Bob Herbert y Paul Krugman, afirmaron que la exclusión racial es el origen de la crisis del crédito de alto riesgo. Otros expertos han dado la vuelta a esa afirmación, arguyendo que la Ley de Reinversión Comunitaria estadounidense –que, como se ha visto, fue aprobada en respuesta a la discriminación racial de los bancos– obligó a los bancos a otorgar préstamos especulativos [Calomiris, 2008, y Liebowitz, 2008]. El análisis que se ha hecho en este estudio nos permite ver hasta qué punto esta última línea de razonamiento tuerce la trayectoria de la historia; la continuación del (controvertido) legado histórico de los bancos de negar acceso igualitario al mercado crediticio fue lo que llevó a la creación de nuevos instrumentos de expropiación financiera que, una vez generalizados y trasladados a un mercado de compra desenfrenada de casas, llevaron al sistema bancario y la economía de Estados Unidos al borde de un precipicio profundísimo.

Bibliografía

Ammons, Lila [1996], "The evolution of black-owned banks in the United States, 1880s to 1990s", *Journal of Black Studies*, 26(4), marzo, pp. 467-489.

Anderson, Jenny, y Vikas Bajaj [2007], "Wary of risk, bankers sold shaky debt", *New York Times*, 6 de diciembre, p. A1.

Bair, Sheila [2005], *Low-cost payday loans: Obstacles and opportunities*, Isenberg School of Management, University of Massachusetts, Amherst, junio.

Baron, Harold [1985], "Racism transformed: The implications of the 1960s", *Review of Radical Political Economics*, 17(3), otoño, pp. 10-33.

Benston, George [1981], "Mortgage redlining research: a review and critical analysis", *Journal of Bank Research*, 12, pp. 8-23.

Berman, Dennis K.; Carrick Mollenkamp, y Valerie Bauerlein [2006], "Wachovia strikes $26 billion deal for golden west", *Wall Street Journal*, 8 de mayo, p. A1.

Bowles, Samuel L. [1982], "The Post-Keynesian capital-labor stalemate", *Socialist Review*, 65, pp. 44-72.

Bowles, Samuel L., y Herbert Gintis [1982], "The crisis of liberal democratic capitalism: The case of the united states", *Politics and Society*, 11, pp. 51-93.

Brewer III, Elijah, y Thomas H. Mondschaen [1992], "The impact of S&L failures and regulatory changes on the CD market, 1987-1991", *Working Paper Series WP-92-93*, Federal Reserve Bank of Chicago, diciembre.

Brooks, Rick, y Ruth Simon [2007], "As housing boomed, industry pushed loans to a broader market", *Wall Street Journal*, 3 de diciembre, p. A1.

Business Week [2002], "The besieged banker: Bill Harrison must prove J.P. Morgan Chase wasn't a star-crossed merger", 22 de abril.

California Reinvestment Coalition [2001], *Inequities in california's subprime mortgage market*, California Research Coalition, San Francisco.

——— [2008], Community Reinvestment Association of North Carolina, Empire Justice Center, Massachusetts Affor-

dable Housing Alliance, Neighborhood Economic Development Advocacy Project, Ohio Fair Lending Coalition and Woodstock Institute, 2008, "Paying more for the american dream: The subprime shakeout and its impact on lower-income and minority communities".

Calomiris, Charles W. [2008], "The subprime turmoil: What's old, what's new, and what's next", documento de trabajo, American Enterprise Institute, 1 de octubre.

———; Charles M. Kahn, y Stanley D. Longhofer [1994], "Housing-finance intervention and private incentives: helping minorities and the poor", *Journal of Money, Credit and Banking* 26 (parte 2), agosto, pp. 634-674.

Canner, Glenn B., Wayne Passmore y Elizabeth Laderman [1999], "The role of specialized lenders in extending mortgages to lower-income and minority homebuyers", *Federal Reserve Bulletin*, noviembre, pp. 709-723.

Dash, Eric [2007], "American home mortgage says it will close", *New York Times*, 3 de agosto.

Downey, Kirstin [2006], "Mortgage lender settles lawsuit: ameriquest will pay $325 million", *Washington Post*, 24 de enero, p. D01.

Dymski, Gary A. [1992], "Towards a new model of exploitation: The case of racial domination", *International Journal of Social Economics*, 19(7/8/9), pp. 292-313.

——— [1996a], "Exploitation and racial inequality: The US case", *Research in Political Economy*, 15: 111-138.

——— [1996b], "Economic Polarization and US Policy Activism", *International Review of Applied Economics* 10 (1), enero, pp. 65-84.

Dymski, Gary A. [2002], "U.S. housing as capital accumulation: The contradictory transformation of american housing finance, households and communities", en Gary Dymski y Dorene Isenberg (coords.), *Housing finance futures: Housing*

policies, gender inequality and financial globalization on the pacific rim, M.E. Sharpe, Armonk, Nueva York.

——— [2006], "Discrimination in the credit and housing markets: Findings and Challenges", en William Rodgers (coord.), *Handbook on the economics of discrimination*, Edward Elgar, Cheltenham, Reino Unido, pp. 215-259.

——— [2008], "Financial risk and governance in the neoliberal era", mimeo, University of California Center Sacramento.

———; John M. Veitch, y Michelle White [1991], "Taking it to the Bank: Race, Poverty, and Credit in Los Angeles", en United States Senate, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, *Report on the Status of the Community Reinvestment Act: Views and Recommendations*, vol. II, US Government Printing Office, Washington, DC., septiembre.

———, y Dorene Isenberg [1998], "Housing finance in the age of globalization: From social housing to life-cycle risk", en Dean Baker; Gerald Epstein, y Robert Pollin (coords.), *Globalization and progressive economic policy*, Cambridge University Press, pp. 219-239.

———, y John M. Veitch [1996], "Financial transformation and the metropolis: Booms, busts and banking in Los Angeles", *Environment and Planning* A. 28(7), julio, pp. 1233-1260. [También en "Refereed Journal Articles – Technical", *Which is it?*]

Fisher, Irving [1933], "The debt-deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica* 1 (1), pp. 337-357.

General Accounting Office [2002], *Electronic transfers: Use by federal payment recipients has increased but obstacles to greater participation remain*, informe al Subcommittee on Oversight and Investigations, Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, informe GAO-02-913, General Accounting Office, Washington, DC, septiembre.

Gittelsohn, John [2007], "How subprime lending all started in O.C.", *Orange County Register*, 30 de diciembre.

Glyn, Andrew; Alan Hughes; Alain Lipietz, y Ajit Singh [1988], "The rise and fall of the golden age", *Cambridge Working Papers in Economics*, núm. 884, University of Cambridge.

Goldstein, Steve [2007], "HSBC restructures two SIVs", *Wall Street Journal*, 26 de noviembre.

Gosselin, Peter [2004], "The poor have more things today – Including wild income swings", *Los Angeles Times*, 12 de diciembre.

Hagerty, James R., y Karen Richardson [2007], "Countrywide shows even prime loans are beginning to sour", *Wall Street Journal*, 25 de julio, p. C1.

Henriques, Diana B., y Lowell Bergman [2000], "Profiting from fine print with Wall Street's help", *Wall Street Journal*, 15 de marzo.

Herbert, Bob [2007], "A Swarm of Swindlers", *New York Times*, 20 de noviembre.

Holmes, Andrew, y Paul Horvitz [1994], "Mortgage redlining: race, risk, and demand", *Journal of Finance*, 49 (1), marzo, pp. 81-99.

Housing and Economic Rights Advocates y California Reinvestment Coalition [2007], "Foreclosed: The burden of homeownership loss on city of Oakland and Alameda County Residents", diciembre.

Katkov, Neil [2002], *ATMs: Self-service for the unbanked*, celent communications, Tokio, octubre.

Kelly, Kate; Serena Ng, y David Reilly [2007], "Two big funds at Bear Stearns face shutdown As rescue Plan Falters Amid Subprime Woes, Merrill Asserts Claims", *Wall Street Journal*, 20 de junio, p. A1.

Krinsman, Allan N. [2007], "Subprime mortgage meltdown: How did it happen and how will it end?", *Journal of Structured Finance*, 13(2), verano.

Krugman, Paul [2007], "Henry Paulson's priorities", *New York Times*, 10 de diciembre.

Lapavitsas, Costas [2009], "Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation", Historical Materialism, 17 (2), pp. 114-148.

Leamer, Edward, 2007, "Housing is the business cycle", *NBER Working Paper* 13428, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Liebowitz, Stan J. [2008], "Anatomy of a train wreck: Causes of the mortgage meltdown", *Independent Policy Report*, The Independent Institute, Oakland, CA, 3 de octubre.

McCoy, Patricia, y Elvin Wyly [2004], *Market failures and predatory lending*, *housing policy debate*, 15(3), edición especial.

Meltzer, Allen [2007], "Let 'em fail", *Wall Street Journal*, 21 de julio, p. A6.

Mollenkamp, Carrick; Deborah Solomon; Robin Sidel, y Valerie Bauerlein [2007], "How London created a snarl in global markets", *Wall Street Journal*, 18 de octubre, p. A1.

Oppel, Jr.; Richard A., y Patrick McGeehan [2000], "Citigroup announces changes to guard against abusive loan practices", *New York Times*, 8 de noviembre.

Orozco, Manuel [2004], *The remittance marketplace: Prices, policy and financial institutions*, Pew Hispanic Center, Washington, DC, junio.

Petruno, Tom [2007], "Loan fix requires investors to yield", *Los Angeles Times*, 8 de diciembre.

Pittman, Mark [2007], "Moody's, S&P understate subprime risk, study says (Update2)", *Bloomberg News Service*, 3 de mayo.

Reinhart, Carmen M., y Kenneth S. Rogoff [2008], "Is the 2007 U.S. Sub-Prime financial crisis so different? An international historical comparison", documento de trabajo, Department of Economics, University of Maryland, College Park, 5 de febrero.

Sapsford, Jathon; Laurie Cohen; Monica Langley, y Robin Sidel [2001], "J. P. Morgan chase to buy Bank One", *Wall Street Journal*, 14 de enero.

Shiller, Robert J. [2008], *The subprime solution*, Princeton University Press, Princeton.

Siconolfi, Michael [2007], "Did authorities miss a chance to ease crunch?", *Wall Street Journal*, 10 de diciembre, p. C1.

Sinkey, Jr., Joseph F. [1981], *Problem and Failed Institutions in the Commercial Banking Industry*, JAI Press, Greenwich, Connecticut.

Squires, Gregory D. (coord.) [1993], *From redlining to reinvestment*, Temple University Press, Philadelphia.

Staten, Michael E., y Anthony M. Yezer [2004], "Subprime lending: Empirical studies", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, edición especial, "Introduction", 29 (4): 359-363.

The Economist [2007a], "Fannie and Freddie ride again", 5 de julio.

——— [2007b], "At the risky end of finance", 21 de agosto, pp. 80-82.

——— [2007c], "Sold down the river rhine", 11 de agosto, p. 66.

Tully, Shawn [2007], "Wall Street's money machine breaks down: The subprime mortgage crisis keeps getting worse–and claiming more victims", en *A Fortune Special Report*, Fortune, 12 de noviembre.

Wray, L. Randall [2007], "Lessons from the Subprime Meltdown", documento de trabajo núm. 522, Levy Economics Institute of Bard College, diciembre.

3. DEL CONTENIDO DE LA BANCA EN EL CAPITALISMO CONTEMPORÁNEO*

Paulo L. dos Santos

Introducción

Si se le aprecia en función de un gran número de parámetros históricos, la crisis financiera actual no tiene precedentes. No se originó en una crisis industrial, ni en una caída del mercado de acciones. Lo que la precipitó fue simplemente el hecho de que un número cada vez mayor de familias en general negras, latinas y blancas de la clase trabajadora en Estados Unidos dejaron de pagar sus hipotecas. El hecho de que esa situación haya provocado el colapso de Bear Sterns y Lehman Brothers, arrastrando a todo el sistema financiero al borde del abismo, y que siga generando pérdidas a los gigantes de la banca, como son Citibank y UBS, es revelador de los cambios fundamentales en las prácticas y en el contenido social y de clase que han tenido lugar en la banca durante los últimos 25 años.

La banca se ha vuelto altamente dependiente de los préstamos a las personas y de la extracción directa de ingresos provenientes de los asalariados comunes. Además, se ha enredado con los mercados de capitales, donde los bancos actúan como intermediarios en transacciones del mercado financiero

* Quiero agradecer a los participantes en el Taller internacional sobre la economía política de la financiarización en la Universidad Kadir Has de Estambul y a quienes participaron este año en la conferencia sobre la "Crisis de la financiarización" en la SOAS. Mi agradecimiento muy especial al profesor Makoto Itoh por sus comentarios tan precisos y acertados sobre mi borrador. Cualquier error o punto de vista parcial que haya quedado es responsabilidad exclusivamente del autor.

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 147 17/05/2011 02:56:03 p.m.

que implican obligaciones, acciones y derivados financieros, mediante las cuales obtienen cada vez más financiamientos. Adicionalmente, se apoya de manera creciente en técnicas basadas en la inferencia para la estimación del riesgo inherente a los instrumentos del mercado de capitales y a la posición financiera de los propios bancos. La actual crisis financiera es, en muchos aspectos, un problema de la banca tal como ésta ha surgido de esos drásticos cambios. Por esta razón, identificar los orígenes, el contenido y las contradicciones de la banca es una parte considerable de la comprensión de la crisis actual, así como del carácter más general del capitalismo contemporáneo.

La banca se distingue claramente del negocio tradicional consistente en acopiar depósitos provenientes de las sociedades y del público en general, otorgar préstamos a las empresas y obtener ganancias de la diferencia entre los tipos de interés que se aplican a unos y otros. También difiere del "capital financiero" que Hilferding describía en 1891, en la tradición marxista. Sin embargo, la economía política marxista tiene una contribución única y fundamental que hacer al análisis del significado social e histórico de la banca contemporánea y de su relación con la acumulación. En este trabajo se hacen algunas contribuciones analíticas a esa tarea.

Desde el punto de vista empírico se consideran datos macroeconómicos, esencialmente estadounidenses, acerca de la banca y de los mercados de capitales. Asimismo, se incluye información detallada sobre las operaciones realizadas por nueve de los mayores bancos comerciales internacionales, basada en su información corporativa anual.[1] En la muestra se incluyen

[1] Los bancos estudiados son Citigroup, HSBC, Bank of America, RBS, Barclays, Santander, BNP Paribas, Dresdner Bank y Sumitomo Mitsui Financial Group. Los dos primeros bancos realizan las operaciones internacionales más destacadas y extensas. La lista incluye a los dos más grandes bancos comerciales estadounidenses y a los tres británicos. Santander es el

bancos de primera línea estadounidenses, europeos y japoneses que hacia finales de 2007 controlaban en su conjunto más de 16 billones de dólares estadounidenses en activos distribuidos en todo el mundo. Incluso en ese año, la mayoría de ellos sufrió pérdidas considerables, pero la rentabilidad promedio de sus acciones fue relativamente alta, de 14.87 por ciento.

El análisis a la escala de la firma muestra hasta qué punto los préstamos a las personas se han vuelto vitales para las organizaciones bancarias más grandes del mundo. También muestra la importancia relativa de las diferentes actividades de intermediación de mercado, cada una de las cuales expresa una relación social específica. En particular, los ingresos provenientes de la administración de fondos y de cuentas comerciales y patrimoniales constituyen una fuente importante de ganancias para los bancos, sobre todo los europeos.

Con el fin de caracterizar esas actividades, proponemos una serie de elementos analíticos relacionados con las diferentes funciones principales de la banca contemporánea, a partir de los escritos de Marx de 1909, de los de Itoh y Lapavitsas de 1999 y, directamente, de Hilferding de 1891. Prestamos particular atención a la caracterización de las funciones de intermediación en el mercado financiero, lo que implica adelantar una apreciación particular del contenido social de los mercados de capitales y de la banca de inversión, retomando de manera crítica el análisis realizado por Hilferding en 1910.

A partir de lo anterior, en este trabajo afirmamos que la banca contemporánea se centra, por una parte, en las relacio-

---

banco español más importante y realiza vastas operaciones internacionales, sobre todo en Latinoamérica. Preferimos incluir a Dresdner Bank más que a Deutsche como banco alemán representativo, ya que este último es esencialmente un banco de inversión. BNP Paribas y SMFG son los bancos líderes francés y japonés, respectivamente. En el apéndice figura información sobre la extracción de los datos de los informes corporativos.

nes con las sociedades anónimas, relaciones independientes y mutuamente provechosas basadas en los servicios de la banca de inversión. Al mismo tiempo, los bancos han desarrollado modos de apropiación, históricamente nuevos y *con un carácter explotador*, de los ingresos que los asalariados obtienen independientemente de los bancos. Esos modos de apropiación se han desarrollado en el marco del clima político que ha resultado de las significativas derrotas sufridas en la lucha de clases por el movimiento de los trabajadores, en el cual el abastecimiento de una proporción creciente de bienes y servicios necesarios se ha vuelto o sigue siendo privado.

El suministro privado de servicios educativos, vivienda y salud ha vuelto el acceso al dinero un requisito cada vez más importante para el consumo presente y futuro. Ante una situación de salarios reales estancados y de una desigualdad creciente en los ingresos, los asalariados se han visto obligados a recurrir a los mercados financieros como parte integrante de su reproducción básica. Los bancos median el acceso a la vivienda, a los bienes de consumo duraderos, a la educación y, cada vez más, a la salud, mediante los seguros, los créditos hipotecarios y otros préstamos personales, con esto obtienen ganancias del ingreso asalariado que adquieren una importancia cada vez mayor en sus operaciones.

La privatización gradual del suministro de las pensiones también ha contribuido a que los bancos desarrollen otras vías de apropiación basadas en el ingreso asalariado. Las pensiones y otros fondos de inversión han generado mayores ingresos por cobro de servicios para los bancos. Los flujos sin precedentes de dinero hacia los mercados de capitales también han ampliado el abanico de las variadas medidas corporativas de "ingeniería financiera", en las cuales los bancos desempeñan un papel central. En contraste con la relación entre las sociedades y los bancos, esas actividades llevan la marca de la profunda

desigualdad social entre, por una parte, los asalariados, que buscan asegurar su consumo futuro, y por otra, los bancos, que tratan de maximizar sus ganancias; todo ello con desventajas patentes y podría decirse que sistemáticas para los asalariados. Sería útil comprender que el contenido de dichas relaciones es la explotación.

El resto del artículo se presenta como sigue: en el primer inciso exponemos los grandes cambios de composición y de carácter de los ingresos de la banca y discutimos el contexto regulatorio, tecnológico y de mercado de capitales que los ha determinado. En el segundo nos referimos a los cambios en los préstamos convencionales y en las actividades de manejo de dinero por parte de los bancos. En los incisos 3 y 4 estudiamos el significado y el contenido social de las funciones de intermediación de mercado financiero que cumplen los bancos. El 3 se centra en la administración de fondos, los productos derivados y las ganancias patrimoniales. En el 4 proponemos una serie de elementos analíticos marxistas particulares para un enfoque del contenido social de los mercados de capitales y de las funciones tradicionales de la banca de inversión. El inciso 5 contiene una serie de reflexiones a manera de breve conclusión.

1. Nuevas fuentes y nuevos tipos de ingresos bancarios

En algunos estudios se han documentado y discutido los cambios de la banca durante los últimos tres decenios.[2] Las grandes líneas empíricas reveladas por dichos estudios resultan claras: la importancia de los ingresos que perciben los bancos, provenientes de los diferenciales de tipos de interés, ha dis-

[2] Véase, por ejemplo, Allen y Santomero [1997, 2001], Erturk y Solari [2007], Leyshon y Thrift [1999], Lapavitsas y Dos Santos [2008].

minuido de manera constante. Los hogares han desviado sus activos de los depósitos bancarios para destinarlos a diversos fondos de inversión y la magnitud de los préstamos bancarios a las empresas ha caído de forma significativa. Ante esa situación, los bancos han respondido desarrollando nuevos canales de ingresos mediante pagos por servicios, comisiones y otras ganancias no derivadas de intereses, sobre actividades relacionadas con la "intermediación del mercado financiero". Ello ha implicado facilitar la participación de nuevos agentes en los mercados financieros por medio de servicios de banca de inversión a sociedades, corretaje y, cada vez más, la administración de fondos de inversión, fondos mutualistas, de pensiones y de seguros por cuenta de pequeños inversionistas. Además, los créditos al consumo y los hipotecarios que los bancos otorgan a los particulares también se han incrementado.

Esas tendencias se pueden observar claramente en los datos macroeconómicos que arrojan las economías avanzadas.[3] El ingreso de los bancos no proveniente de intereses se ha incrementado de manera significativa en todos los países de la OCDE.

Cuadro 1. Ingreso no proveniente de intereses, como porcentaje de los ingresos bancarios totales

	1980	*1985*	*1990*	*1995*	*2000*	*2005*
Estados Unidos	24.9	30.5	30.3	32.1	39.7	40.7
Alemania (Occidental)	20.4	20.6	26.8	21.0	35.8	34.2
España	14.9	15.6	18.2	23.1	35.8	33.2
Francia			22.6	45.5	60.9	62.2

Fuente: Calculado a partir de OECD Bank Income Statement y de Balance Sheet Statistics.

[3] Estas observaciones también son ampliamente válidas para las economías de los demás países de la OCDE para los cuales hay información comparable disponible. www.oecd.org

La importancia de los préstamos bancarios ha disminuido en proporción a lo anterior. Su composición también ha cambiado, deslizándose de los préstamos a las firmas del sector real a los créditos personales para el consumo de los particulares y a los créditos hipotecarios. En Alemania, los préstamos no hipotecarios a instituciones no bancarias disminuyeron de 68.2% del producto interno bruto (PIB) en 1972 a 26.8% en 2003. En Gran Bretaña, entre 1976 y 2006, los préstamos de los bancos residentes a particulares aumentaron de 11.6 a 40.7% de los préstamos totales, al mismo tiempo que los préstamos a los intermediarios financieros aumentaron de 20.3 a 32.4%. En Estados Unidos, los préstamos bancarios a empresas comerciales e industriales cayeron de 10.8 a 8.2% del PIB. Aunque de manera tardía, la caída en Japón de esos mismos rubros fue súbita: los préstamos bancarios a las empresas no financieras disminuyeron de 61% del PIB a finales de 1997 a 39.2% en el otoño de 2007.[4]

EL AUGE DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

El contexto que favoreció los cambios descritos en el punto anterior resultó de una serie de procesos e innovaciones interrelacionados. La innovación técnica ha contribuido de manera decisiva a orientar a los bancos hacia los créditos personales. Los métodos de calificación crediticia han hecho posible la masificación de los préstamos al por menor, gracias a la producción de estimaciones cuantitativas (y problemáticas) de la solvencia de los deudores particulares y a la constitución de grandes fondos titularizados para préstamos personales. Los cambios tecnológicos también han llevado a la creación de

[4] Porcentajes calculados a partir de datos de Bank of England, US Flow of Funds, cuentas financieras para Alemania, Bank of England y Bank of Japan.

nuevos servicios de manejo del dinero, tales como los cajeros automáticos y la banca electrónica, cuyos costos los bancos parecen haber cargado a los pequeños cuentahabientes [Lapavitsas y dos Santos, 2008].

Las políticas del Estado en favor de la liberalización financiera y los cambios seculares en el comportamiento financiero de las sociedades y de los hogares han tenido una importancia particular. De manera más directa, la relajación y el rechazo de las restricciones Glass-Steagall en Estados Unidos, así como la aceptación en Europa del suministro de diversos servicios de seguro por los bancos, han ampliado el ámbito de la intervención de los bancos comerciales en los mercados de capitales.

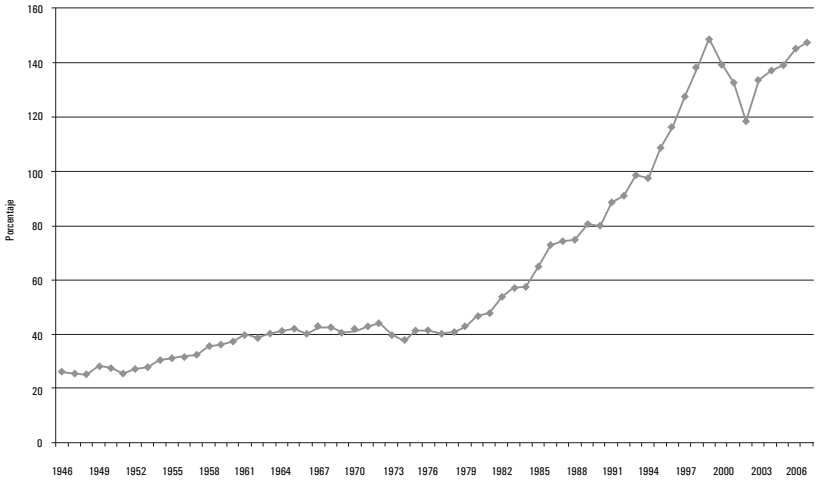
De forma aún más fundamental, la creciente importancia de las ganancias propias que las sociedades retienen y la gradual privatización de los pagos de pensiones han tenido un gran efecto sobre los dos aspectos de los mercados de capitales. Desde el punto de vista de la demanda, los volúmenes de dinero que se han orientado a la compra de valores son cada vez mayores. Desde el punto de vista de la oferta, el ámbito de las ganancias de capital que se obtienen mediante diversas medidas de "ingeniería financiera" se ha ampliado. Y de manera transversal a ambos aspectos, el ámbito de los pagos por servicios y otros ingresos provenientes de la intermediación en el mercado financiero también se ha ampliado de manera considerable.

A medida que las pensiones gubernamentales se erosionaban en los países de la OCDE, billones de dólares entraron a los mercados de capitales en forma de diversos fondos de inversión para jubilaciones. En Estados Unidos, a finales de los setenta y principios de los ochenta, una serie de medidas, por una parte, degradaron las pensiones públicas y, por otra, alentaron el ahorro privado para el retiro. El acceso a las cuentas de retiro individual con ventajas fiscales se amplió incesantemente en los años setenta y, a principios de los ochenta, se aplicaron los

planes 401(k). La Comisión Greenspan de 1981 a 1983 para el seguro social aprobó esas medidas y encabezó el ataque contra la calidad de las pensiones públicas gravando los beneficios a partir de un nivel muy bajo con el impuesto sobre la renta [Greenspan Commission 1983, e Investment Company Institute 2006, 2007]. Como resultado de ello se produjo un auge de la participación de los hogares en los fondos de inversión y de pensiones, pasando de un promedio de alrededor de 40% del PIB después de la guerra al nivel promedio de 120 a 140% de los últimos diez años.

Los hogares japoneses también acumularon activos financieros significativos durante el mismo periodo, constituyéndose incluso un alto grado de reservas de seguro, entre ellas el ahorro para la jubilación.

Gráfica 1 Participación de los hogares estadounidenses en los fondos mutualistas y de pensiones como porcentaje del PIB (1946-2007)



Fuente: Calculado a partir de datos de Flow of Funds of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Cuadro 2. Participación de los hogares japoneses en fondos mutualistas y reservas de seguros, como porcentaje del PIB

1980	*1985*	*1990*	*1995*	*2000*	*2005*
21.8	36.2	54.6	72.3	83.5	88.3

Fuente: Calculado a partir de datos de la OCDE

De manera análoga, en varios países de la OCDE, el total de las participaciones en las sociedades de inversión de capital fijo y variable y en las reservas de seguros aumentó de 41.9 a 73.4% del PIB entre 1995 y 2005.[5] Hacia 2006, con esos incrementos, el total de activos en fondos administrados en el mundo alcanzó un total de 63.8 billones de dólares estadounidenses, es decir, el equivalente de más de dos veces la suma del PIB de Estados Unidos y la Unión Europea para ese año [Watson Wyatt, 2007].

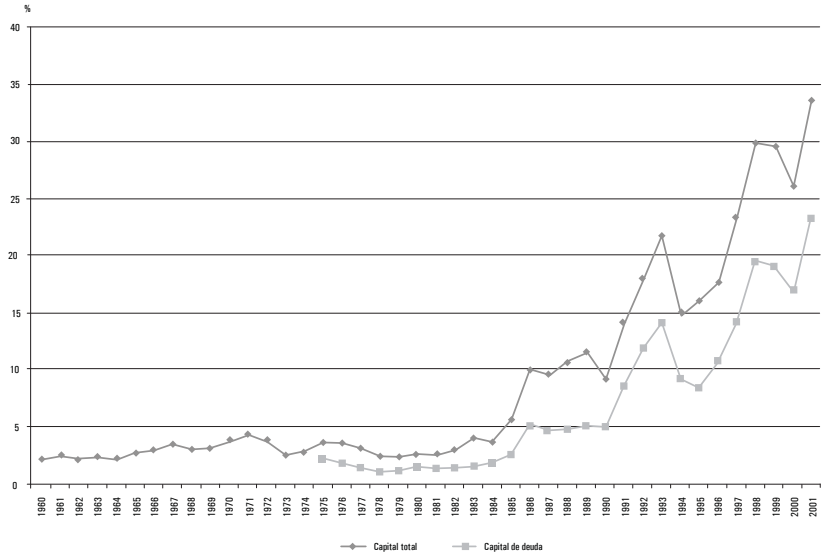
El incremento de esos fondos institucionales creó oportunidades de nuevas adquisiciones de activos para los bancos, que pudieron obtener ingresos por cobro de servicios directamente de la administración de los fondos de inversión. Además, también pudieron obtener pagos de servicios mediante la asesoría a los seguros independientes, los fondos de cobertura y otros fondos de inversión en las transacciones relativas a sus valores.

CAMBIOS EN EL COMPORTAMIENTO FINANCIERO DE LAS SOCIEDADES

Los nuevos fondos también contribuyeron a crear nuevos ingresos "bursátiles" para los bancos, al alimentar un formidable aumento de las emisiones de títulos de deuda en el mercado de capitales, especialmente en Estados Unidos. La emisión de pasivos financieros de las sociedades estadounidenses, en particular en forma de obligaciones, creció a la par con las nuevas

[5] Cifras calculadas a partir de datos de la OCDE para Bélgica, Canadá, Dinamarca, Francia, Alemania, Japón, Países Bajos, España y Reino Unido.

Gráfica 2 Financiamiento de las sociedades estadounidenses como porcentaje del PIB



Fuente: Calculado a partir de datos de Securities Industry Association Factbook, 2002

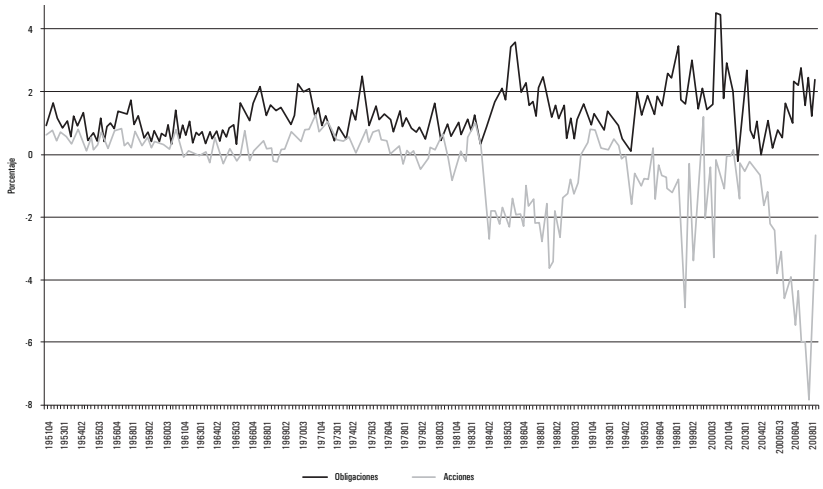
entradas de dinero, ya que aumentaron de un promedio de 4% del PIB después de la guerra a más de 30% en 2001.

La situación de las sociedades no financieras estadounidenses hace pensar que el incremento de la emisión de pasivos comercializables de sus sociedades indicaba cambios fundamentales en su relación con los mercados de capitales. Desde principios de los setenta su inversión neta fija ha tendido a caer, con fluctuaciones cíclicas, en comparación con sus ganancias. En 25 años, es decir, hasta finales de 1984, la inversión neta fija de las sociedades estadounidenses no financieras promedió 23.7% de sus ganancias reales. Y en los 25 años siguientes el promedio fue de 17.7%, pese al auge de las inversiones en los dominios punto.com de internet de 1995 a 2000. En ese contexto,

el aumento de las emisiones de valores de las sociedades no iba de la mano con un aumento de las inversiones productivas, las cuales podían financiarse cada vez más con fondos internos.

En realidad, dicho incremento iba asociado a un drástico aumento de las operaciones de "ingeniería financiera" tendientes a garantizar la obtención de ganancias de capital. Dado que la importancia de la emisión de obligaciones aumentó para las sociedades no financieras,[6] su relación con los flujos netos de acciones sufrió un cambio estructural fundamental. En términos estadísticos puros, entre 1946 y 1983, los flujos financieros en forma de obligaciones presentaban una clara correlación positiva con los de forma de acciones, lo que hace pensar que constituían fuentes de fondos alternativas. Desde 1983 la correlación se volvió negativa, al igual que los flujos netos en acciones.

Gráfica 3. Flujos de pasivos de sociedades no financieras estadounidenses como proporción del PIB (1951Q1-2008Q2)



Fuente: Calculado a partir de datos de Flow of Fund of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System.

[6] Sus préstamos aumentaron de 46.7% en 1983 a 70% hacia 2007.

Esto es, el endeudamiento creciente de las sociedades mediante obligaciones durante ese periodo parece estar estrechamente relacionado con la disposición de acciones, que normalmente adoptan formas características de las operaciones de "ingeniería financiera", tales como rescate de acciones, compras privadas de acciones, fusiones y adquisiciones. Esas operaciones han adquirido una importancia cada vez mayor para la relación entre las sociedades no financieras y los mercados financieros, por lo menos en Estados Unidos. Tal como se discute detalladamente más adelante, las plusvalías potenciales obtenidas mediante esas operaciones aumentan considerablemente en un contexto de volúmenes crecientes de dinero que ingresan a los mercados de capitales. Los bancos comerciales han desarrollado corrientes significativas de ingresos por medio de la administración y la asesoría o la suscripción y el financiamiento de esas operaciones financieras.

Mediante todos esos cambios, los bancos han sido capaces no sólo de mantener sino, además, de aumentar el peso de sus ganancias en las economías avanzadas.

Cuadro 3. Ganancias de los bancos como porcentaje del PIB

País	*1980*	*1988*	*2005*
Estados Unidos	0.72	0.74	1.62
Alemania (Occidental)	0.53	0.81	1.35
España	0.84	1.42	1.77
Francia		0.96	1.53

Fuente: Calculado a partir de OECD Bank Income Statement y de Balance Sheet Statistics.

2. Las relaciones económicas entre los préstamos bancarios y el manejo de dinero

Los cambios en las operaciones bancarias y en las relaciones sociales han implicado transformciones importantes en las

funciones de préstamo bancario y de manejo del dinero. Durante mucho tiempo, la economía política marxista ha sido muy convincente en sus explicaciones de la naturaleza y del contenido social de esas actividades bancarias;[7] explicaciones que pueden extenderse fácilmente para ofrecer claridad sobre las formas particulares que adoptan dichas actividades en la banca contemporánea: préstamos personales y aumento de las comisiones que pagan los clientes minoristas de los bancos por concepto de manejo de cuentas y tarjetas de crédito.

Por medio de ambos canales, los bancos han logrado actuar cada vez más como intermediarios del consumo, al obtener utilidades de los ingresos por salario que sus clientes reciben de manera independiente de su relación con los bancos. Así, constituyen vías históricamente nuevas para la expropiación financiera de los asalariados. En esta sección se abordan esos cambios en el comportamiento de los bancos, mediante una discusión empírica y analítica de la importancia y del contenido social específico de esos nuevos canales de apropiación.

LOS PRÉSTAMOS A LAS EMPRESAS

El análisis marxista clásico del crédito bancario se basa específicamente en el concepto de capital que devenga interés (o capital prestable). Éste es un tipo peculiar de capital distinto del industrial y del comercial. Tiene su origen en los fondos de capital dinero ociosos que primero aparecen en el circuito del capital industrial y del capital mercancía. Dichos fondos se movilizan y se transforman en capital dinero susceptible de darse en préstamo por medio del sistema crediticio, el cual lo devuelve a la circulación en forma de préstamos a las empresas capitalistas [Itoh y Lapavitsas, 1999]. El comercio con el capi-

[7] La exposición más clara a este respecto es la de Hilferding [1981].

tal que devenga interés implica relaciones de crédito, es decir, el hecho de adelantar un valor contra la promesa de un reembolso con interés. Desde este punto de vista, los bancos son empresas capitalistas que se especializan en todos los aspectos del manejo de capital que devenga interés y que acumulan ingresos provenientes de la diferencia entre el precio que se paga por los depósitos y el que se paga por los préstamos.

El capital dinero prestable no percibe ganancias, sino que se reembolsa con intereses. Para Marx (1894),[8] el nivel del tipo de interés contiene un elemento irracional: es el precio (o la expresión del valor en dinero) de un flujo de dinero futuro. También revela que en él no hay una relación socioeconómica fundamental ni un aspecto material inherente a la reproducción social, entre otras cosas porque no es el precio de una mercancía producida. La tasa de rendimiento del capital dinero prestable se determina simplemente por la interacción de la oferta y la demanda; sin embargo, para Marx, la competencia entre compradores y vendedores tiende a mantener el tipo de interés entre cero y la tasa de ganancia durante los periodos ordinarios. Su distancia relativa con respecto a las realidades concretas de la producción hace que las relaciones que se definen en torno al capital dinero prestable sean altamente susceptibles a la influencia de patrones más amplios del poder sociopolítico [Lapavitsas, 2003].

En los préstamos a empresas capitalistas, el pago de intereses es, por lo general, una parte de la ganancia que genera el capital aplicado a la producción o a la circulación de las mercancías. En el nivel más amplio, la base sistemática para el pago de intereses en ese contexto es el aumento del rendimiento del capital total que se logra con la movilización de dinero ocioso y su utilización en los circuitos de funcionamiento del

[8] Véase el inciso 4.

capital mediante los préstamos. De manera más concreta, las firmas individuales podrán incrementar la rentabilidad de su propio capital apalancándolo mediante los préstamos, siempre y cuando el rendimiento del capital utilizado sea superior al tipo de interés. Por último, dado que hay que pagar a los acreedores para evitar la bancarrota, los altos grados de endeudamiento se pueden utilizar como una palanca para mantener bajos los costos de las empresas, en la mayoría de los casos es necesario disminuir o mantener bajos los costos salariales totales.[9]

En condiciones normales, el capital dinero prestable que se adelanta a una empresa capitalista ayudará a generar la fuente para su propio reembolso con intereses, porque circula en el circuito del prestatario y se expande por medio de la apropiación de plusvalía. Finalmente, en este nivel de abstracción, la relación entre el prestamista y el prestatario capitalistas es la de dos iguales en el sentido social que participan en una transacción sobre la base de un cálculo de maximización de la ganancia. Una expresión importante de esa igualdad es la contratación de administradores financieros, cuya función es precisamente asegurarse de que la firma se allegue financiamiento externo en los términos más ventajosos que sea posible. Las relaciones sociales que se definen en el marco de los préstamos a las personas son muy diferentes en la mayoría de esos aspectos.

LOS PRÉSTAMOS A LOS PARTICULARES

Se han vuelto una parte esencial de las actividades generales de los bancos en materia de préstamos, lo cual resulta muy

[9] Esto es una práctica cada vez más común, particularmente en firmas controladas por grupos de accionistas que buscan obtener ganancias rápidas en capitalización de mercado.

claro en el caso de los estudiados aquí, en particular de los dos más grandes bancos estadounidenses.

Cuadro 4. Préstamos a particulares como porcentaje de la cartera total de préstamos (diciembre 2006)

HSBC	*Citigroup*	*Bank of America*	*RBS*	*Barclays*	*Paribas*	*Dresdner*	*SMFG*
40.5	77.7	76.3	24.0	44.0	33.0	20.1	26.8

Incluso las cifras citadas arriba subestiman la importancia de ese tipo de préstamos para los más grandes grupos financieros del mundo. La orientación de Citibank, HSBC y Bank of America hacia los créditos a particulares se refleja en su organización misma. El segmento "consumidor global" de Citibank generó ganancias por 12 100 millones de dólares estadounidenses, es decir, 56% del total de sus ganancias en 2006. Los ingresos por tarjetas de crédito y créditos al consumo se situaron en 13 500 millones de dólares, esto es, 31.6% del total de los ingresos. En ese mismo año, el segmento de "servicios financieros personales" de HSBC, que se centra en el consumo y los créditos hipotecarios, generó 9 500 millones de dólares de ganancias, es decir, 42.9% del total, superior a las de las divisiones de banca comercial y de inversión, que generaron 27.3 y 26.3% de las ganancias, respectivamente. Para los resultados de HSBC es fundamental su red de tarjetas de crédito, con más de 120 millones de plásticos en todo el mundo. El segmento "consumidor global y pequeños negocios" del Bank of America, centrado básicamente en el consumo, los créditos hipotecarios y las cuentas minoristas, representó 65.6% del ingreso por intereses netos de ese año.

Ese tipo de préstamo tiene un claro contenido social de explotación. En general, el dinero que se presta a los particulares a título de créditos al consumo o hipotecarios no produce

el valor mediante el cual se reembolsará con intereses.[10] Los pagos de los intereses por lo general provienen de los ingresos subsecuentes por concepto de salarios que perciben los prestatarios y ello representa una apropiación del valor que éstos se han allegado independientemente del préstamo. Las últimas innovaciones en materia de créditos al consumo que implican operaciones internacionales realizadas por bancos como HSBC y Citibank son una expresión congelada de esa apropiación directa. Al igual que otros bancos en América Latina, esos bancos ofrecen préstamos vinculados con los salarios y las pensiones, los cuales a menudo incluyen un acuerdo legal con el patrón del prestatario o con el Estado, quienes los autorizan a descontar los reembolsos del préstamo directamente de la nómina.

Hay por lo menos dos factores concretos que condicionan el carácter explotador de los préstamos a los particulares. En primer lugar, la relación es profundamente desigual porque, por una parte, implica a un especialista en manejo del dinero que trata de maximizar las ganancias y, por la otra, a un asalariado común que trata de asegurarse el acceso al consumo. De ahí siguen patrones que el análisis económico convencional considera "irracionales", por ejemplo, la tendencia de los consumidores a seguir utilizando la primera tarjeta que solicitaron, sin tener en cuenta sus tasas comparativas.[11] Además, los tipos de interés sobre los préstamos con mucha frecuencia están de 10 a 20 puntos por encima de los tipos de interés básicos. La alta rentabilidad relativa de ese tipo de crédito hace

[10] La excepción obvia y parcial a esto se relaciona con las burbujas de bienes raíces residenciales, que abren la posibilidad de plusvalías apalancadas temporales sobre activos de vivienda para ciertos hogares. La inestabilidad, la inequidad y el poder destructor de este tipo de burbuja no requieren mayor explicación en este estadio.

[11] Gruber y McComb [1997], señalan esta evidencia para la economía estadounidense.

pensar que los elevados tipos de interés no se deben a tasas de reembolso más bajas. Por ejemplo, en 2006 HSBC obtuvo 42.8% de sus ganancias mediante los préstamos a particulares y las comisiones vinculadas con ellos, mientras que destinó sólo 29.4% del total de sus activos a dichas actividades. Unas significativas economías de escala en los métodos de calificación crediticia acrecientan esos efectos, reduciendo el espacio para la competencia [Mester, 1997].

En segundo lugar, el ámbito de la explotación mediante los préstamos a los particulares se ha ampliado durante los últimos 20 años. La privatización de los servicios que responden a cierto número de necesidades sociales ha obligado más a los particulares comunes a endeudarse, transfiriendo proporciones cada vez mayores de sus ingresos a los bancos y a otras empresas financieras. El ejemplo más obvio es la vivienda, donde el suministro para la clase trabajadora y los pobres se ha convertido en sinónimo de facilitar la apropiación privada mediante el desarrollo de los mercados de titulización de las hipotecas. Como se muestra en el cuadro 5, los créditos hipotecarios representan una fracción muy grande de los préstamos a los particulares para los bancos mencionados.[12]

Cuadro 5. Créditos hipotecarios como porcentaje del total de los préstamos a los particulares, (diciembre de 2006)

HSBC	*Citigroup*	*Bank of America*	*RBS*	*Barclays*	*Paribas*	*Dresdner*	*SMFG*
53.6	33.1	59.1	72.9	73.0	N/A	33.3	98.1

Otro rubro importante es la educación, ya que, en muchos países, los costos en aumento de esos servicios recaen cada

[12] Estas cifras incluyen los créditos con garantía hipotecaria, que son en realidad créditos al consumo. Incluso en Gran Bretaña, donde este tipo de crédito era frecuente, nunca habían llegado a representar más de 20% de los créditos hipotecarios.

vez más directamente sobre los propios estudiantes y sus familias, lo cual ha abierto una vía más para la explotación directa por parte de los bancos. En 2006, Citibank reportó ganancias por 220 millones de dólares estadounidenses, provenientes tan sólo de su división de préstamos a estudiantes en Estados Unidos.

Las tarjetas de crédito son otra parte importante de esos préstamos; y en ese caso, los bancos se movilizaron de forma determinante en Estados Unidos para concentrar la industria mientras ésta crecía en tamaño y rentabilidad en los años noventa. En 1995, los bancos no concentraban más de 25% de las tarjetas de crédito aceptadas en Estados Unidos [Allen y Santomero, 2001]. Hacia 1999, los 10 primeros emisores de tarjetas en Estados Unidos ya controlaban 55% del mercado; muchos de ellos eran compañías independientes emisoras de tarjetas de crédito.[13] Desde entonces, los grandes bancos se hicieron de cuotas de mercado dominantes mediante la adquisición de Associates, Bank One, MBNA británica, y Providian. Después de 2004, los 10 más grandes emisores de tarjetas estadounidenses ya controlaban más de 90% del mercado, y había únicamente una empresa no bancaria independiente.[14]

El significado más amplio de la orientación hacia los préstamos a los particulares no se puede sobreestimar. En estados Unidos, en un contexto de estancamiento de los salarios reales, se estima que las obligaciones financieras de los hogares aumentaron de 15.36 a 19.35% del ingreso disponible entre 1980 y 2007.[15] El volumen de las transferencias de los hoga-

[13] Land, Mester y Vermilyea [2007].

[14] En esa época, JP Morgan, Citigroup, Bank of America, el independiente Capital One, HSBC y Washington Mutual estaban en las primeras siete posiciones. Véase Akers *et. al.* [2005].

[15] Véase Federal Reserve, Household Debt Service y Financial Obligations Ratio.

res al sector financiero por ese concepto no tiene precedentes. Además, como lo muestra la crisis financiera actual, esos préstamos han introducido una nueva fuente diferenciada de inestabilidad en los mercados financieros.

PAGOS POR SERVICIOS DE MANEJO DE DINERO

Los bancos siempre han percibido ingresos por el simple hecho de manejar dinero, lo que incluye operar el sistema de pagos, transferir dinero al extranjero y realizar transacciones de cambio de divisas. Los bancos son comerciantes de dinero, o empresas comerciales que se especializan en manejar flujos y reservas de dinero [Véase Lapavitsas, 2007]. El manejo de dinero y las comisiones por manejo de cuentas son fuentes muy importantes del ingreso de los bancos contemporáneos. Ello ha generado grandes controversias, por ejemplo en Gran Bretaña, donde el Departamento de Transacciones Equitativas (Office of Fair Trading) ha tratado durante muchos años de frenar las comisiones por sobregiro y otras relacionadas, que una gran parte de la población percibe como excesivas y opacas. Las cifras relativas a los ingresos por comisiones sobre tarjetas y servicios de manejo de cuentas de los bancos analizados cuentan su propia historia, especialmente en lo que se refiere al Bank of America y a los bancos británicos.

En 2007 Bank of America y Citigroup juntos percibieron casi 30 000 millones de dólares estadounidenses por concepto de servicios de manejo de dinero prestados a los particulares sobre sus cuentas. En Gran Bretaña, más de 25% de los ingresos de Barclays en 2007 provinieron de las comisiones bancarias y del crédito y mostraron una ligera disminución de su importancia en comparación con 2006, mientras que el mencionado Departamento de Transacciones Equitativas ponía en marcha

Cuadro 6. Cargos por tarjetas de crédito y otros servicios bancarios, 2006*

Banco	*2006*		*2007*	
	Miles de millones dólares	*Proporción del ingreso %*	*Miles de millones dólares*	*Proporción del ingreso %*
HSBC	9.00	12.8	10.86	12.4
Citigroup	6.78	7.6	7.22	8.8
Bank of America	22.51	30.5	22.99	33.8
RBS	9.1	17.7	10.08	16.2
Barclays	11.10	27.9	12.73	27.6
BNP Paribas	2.53	7.2	3.07	7.2
Dresdner	0.33	3.9	0.35	4.7
Santander	1.53	5.5	1.95	5.7
SMFG	1.58	9.6	n/a	

* Para una explicación de las categorías utilizadas en diferentes informes corporativos, véase el apéndice, donde se podrán obtener las fuentes de todos los datos proporcionados en este inciso. La cifra suministrada en este cuadro para RBS incluye también los ingresos por pagos de servicios de detalle, no relacionados con el manejo de dinero.

reglas para limitar los cargos por sobregiro y por mora.[16] En 2007, ese banco y HSBC juntos obtuvieron un total de 23 607 millones de dólares estadounidenses por concepto de comisiones relacionadas con sus actividades de manejo de dinero.

Una parte importante de esos ingresos tienen que ver con los créditos a particulares. Los cobros por sobregiro, por mora, las comisiones sobre las tarjetas de crédito, etc., se cargan como pagos por servicios bancarios, pero en realidad son parte de los créditos al consumo. Bank of America atribuyó el aumento significativo de sus ingresos no provenientes de intereses entre 2005 y 2006 a la compra que realizó del emisor de tarjetas de créditos MBNA basado en Gran Bretaña, compra que se tradujo

[16] A los accionistas se les puede asegurar que las pérdidas subsiguientes de ingresos se compensaban por lo menos parcialmente con el crecimiento de Barclaycard International. Véase Barclays [2008: 30].

en aumentos de las comisiones excesivas por administración, anticipo de efectivo e intereses moratorios. De manera análoga, según Furnace, 2004, el total de las comisiones por tarjetas de crédito aumentó de niveles insignificantes en 1990 a más de 1 000 millones de dólares estadounidenses en 1996, y casi a 9 000 millones en 2003. De tal manera que también debe considerarse que esos cobros tienen un carácter explotador.

Otras comisiones sobre las cuentas bancarias tienen que ver con la administración de las cuentas y otros servicios de manejo de dinero. Algunas son nuevas y se relacionan con los actules servicios de acceso, como los cajeros automáticos y los servicios de banca por teléfono y por internet. Los bancos han incurrido en costos fijos al poner en marcha esos nuevos servicios y su introducción todavía no se refleja en la reducción de sus costos de operación. Los clientes de los bancos se han vuelto usuarios asiduos de las nuevas tecnologías al utilizar cada vez más las tarjetas y efectuar retiros frecuentes en los cajeros automáticos con fines de consumo [Berger y Mester, 2003, y Lapavitsas y dos Santos, 2008]. Por lo tanto, las comisiones por manejo de dinero en parte equivalen a pagos que los usuarios finales efectúan por esas nuevas y caras tecnologías. Pero su persistencia y opacidad, los montos que representan y su intrusión en el proceso mismo del consumo sugieren que esos pagos contienen elementos explotadores.

Aunque es necesario profundizar en la investigación sobre esos aspectos en particular, resulta claro que, tanto en lo que se refiere a los préstamos como a los servicios de manejo de dinero, los bancos se han reorientado hacia los ingresos por salario privados como fuente de ganancias. Las relaciones que resultan de ello contienen elementos explotadores importantes; sin embargo, aunque las ganancias que se obtienen de ello son muy significativas, no agotan el alcance actual de la apropiación bancaria de los salarios. El ámbito creciente de

las actividades de intermediación financiera ha permitido a los bancos contar con más vías de obtención de ganancias provenientes de los salarios. Los siguientes dos incisos están dedicadas a esas actividades y al contenido social de los mercados de capitales contemporáneos.

3. La intermediación de los mercados financieros

La facilitación del acceso a los mercados de capitales se ha convertido en una actividad importante de los bancos comerciales durante los últimos 20 años. Como lo muestra el cuadro 7 para el año 2006, los ingresos por esas actividades son muy importantes para los bancos estudiados, en especial los europeos. Durante ese año, los nueve bancos reunidos tuvieron entradas brutas de 113 000 millones de dólares por ese concepto.

Cuadro 7. Ingresos por intermediación de los mercados financieros como porcentaje de los ingresos totales (2006)

HSBC	*Citi*	*Bank of America*	*RBS*	*Barclays*	*Paribas*	*Sant'dr*	*Dresd'r*	*SMFG*
19.5%	14.6%	16.6%	30.5%	37.8%	58.1%	19.0%	50.8%	6.6%

Esos ingresos de los bancos provienen de diversas actividades, desde las funciones bancarias tradicionales de suscripción, corretaje y servicios de asesoría de inversión para las empresas, hasta la inversión y la administración de fondos de seguros y la emisión de productos derivados y su comercialización. Junto con esas actividades, también hay que tener en cuenta ganancias cada vez más cuantiosas que los bancos obtienen de sus cuentas propias y de explotación.

El punto de vista que motiva los dos siguientes incisos consiste en que mediante esas funciones los bancos se apropian fracciones del capital dinero prestable existente que en última

instancia pertenece a la masa de todos los inversionistas. Al igual que en el caso de los préstamos ordinarios, el carácter social de las relaciones de los bancos con sus clientes capitalistas es fundamentalmente distinto del de su relación con los pequeños ahorradores. En la situación actual hay espacio para ganancias recíprocas y sistemáticas en un marco de relaciones distantes entre los bancos de inversión y las sociedades y otros intermediarios financieros. Dichas ganancias, en última instancia, provienen de los flujos de capital dinero prestable que pertenece a la masa de inversionistas, constituida cada vez más por pequeños ahorradores. En contraste con lo anterior, la relación promedio entre los bancos y los pequeños inversionistas aparece en el contexto actual como una relación de explotación, porque los bancos sistemáticamente se apropian valor por la mediación del consumo futuro durante la jubilación.

Con el fin de aclarar esos aspectos, es necesario caracterizar el funcionamiento de los mercados de capitales y la intervención de los bancos en los mismos, lo cual exige una ampliación de la teoría marxista. Durante los 100 años transcurridos desde el trabajo fundador realizado por Hilferding en 1910, no ha habido contribuciones marxistas significativas sobre ese análisis. Además, pese a sus numerosos aportes, la obra *Finance Capital* presenta problemas relacionados con su enfoque del concepto de *ganancia de fundador* y con la pertinencia contemporánea de su concepto central de *capital financiero*, ambos en el meollo de la conceptualización elaborada por Hilferding de la integración de las sociedades, los mercados de capitales y los bancos de inversión.

En el inciso 4 se proponen elementos analíticos iniciales para un enfoque marxista de la forma contemporánea de esas relaciones sociales, pero antes, ahí mismo se documenta la importancia relativa de los ingresos provenientes de la admi-

nistración de fondos, de las ganancias patrimoniales y del comercio de instrumentos derivados en el caso de los principales bancos internacionales.

LA ADMINISTRACIÓN DE FONDOS

Como ya hemos mencionado, los fondos administrados totalizaron 63.8 billones de dólares estadounidenses en activos a finales de 2006. Incluso pequeñas comisiones por la administración sobre semejantes volúmenes pueden traducirse en la apropiación de grandes volúmenes de capital dinero prestable. Tan sólo en Estados Unidos, las comisiones por administración de fondos de inversión colectivos aumentaron considerablemente desde 1980.

Cuadro 8. Total de comisiones sobre fondos de inversión colectivos pagadas por los titulares en Estados Unidos (miles de millones de dólares estadounidenses)

1980	*1985*	*1990*	*2000*	*2001*	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*
0.0	0.2	1.1	3.4	11.0	8.9	9.1	10.3	10.6	11.8

Fuente: Investment Company Institute.

En Estados Unidos, los bancos de inversión y las casas de corretaje fueron las primeras firmas que se beneficiaron con los nuevos fondos de inversión minorista masivos. En 1980, los 10 mayores bancos de inversión de Nueva York obtenían menos de 1% de sus ingresos de las comisiones sobre administración de activos. Hacia 2004, los principales bancos de inversión obtuvieron 7.5% de sus ingresos de dichas comisiones [véanse Morrison y Wilhelm, 2007]. Después de la relajación parcial de las restricciones Glass Steagall en 1988, los bancos comerciales estadounidenses ofrecían participaciones en fondos de inversión mutualistas, aunque los vendían a cambio de "comisiones administrativas" y no de "comisiones de suscripción" o "de corretaje" [McGrath, 1989]. En 1989, los bancos comerciales ya

tenían bajo su administración 7% de los activos de los fondos de inversión mutualistas. Hacia 1995, esa proporción ya había aumentado 15% [Neely, 1995]. En 2006, los nueve bancos incluidos en el estudio y sus socios financieros controlaban en el mundo por lo menos 10.2% de todo el mercado de fondos administrados, una cuota equivalente a la del total de los bancos de inversión UBS, Credit Suisse, JP Morgan, Goldman Sachs, y Deutsche juntos.[17] La importancia de esas actividades se refleja claramente en las cifras relativas a los ingresos de los bancos.

Cuadro 9. Comisiones y pagos por servicios de administración de fondos

Banco	*2006*		*2007*	
	Miles de millones de dólares	*Proporción del ingreso %*	*Miles de millones de dólares*	*Proporción del ingreso %*
HSBC	2.98	4.2	2.59	3.1
Citigroup	1.44	1.6	1.97	2.4
Bank of America	4.21	5.7	3.38	5.0
RBS	9.1	17.7	10.08	16.2
Barclays	2.83	7.1	3.58	7.8
BNP Paribas	2.37	6.8	2.91	6.8
Dresdner	0.42	4.9	0.45	6.1
Santander	2.24	8.0	2.59	7.6

La proporción del ingreso es bastante más elevada para los bancos que operan en Europa, donde éstos y las compañías aseguradoras controlan el mercado de manera abrumadora. En Estados Unidos, los fondos independientes conservan todavía una cuota de mercado significativa [BCG, 2003].

La participación en fondos mutualistas, al menos en Estados Unidos, está muy difundida entre los profesionales de clase

[17] Las compañías de seguros y los intermediarios independientes controlaban 50% a finales de ese año. Cálculo basado en Watson Wyatt [2007].

media y los asalariados comunes de la clase trabajadora. Hacia 2006, de los hogares poseedores de participaciones en fondos mutualistas tenían un ingreso total anual inferior a 75 000 dólares y 28% de ellos ganaba menos que la media, aproximadamente 50 000 dólares.[18] La atracción que ejercen los fondos mutualistas 53% sobre los pequeños poseedores de capital dinero prestable, para quienes el acceso directo a los mercados de capitales es demasiado costoso, consumidor de tiempo o complicado, proviene del acceso a tasas de rendimiento más altas que las que se pueden obtener a mediante los depósitos bancarios o de la mayoría de los títulos de deuda gubernamentales. Pero la realidad social de esa relación no podría pasar inadvertida: entre los pequeños inversionistas se incluyen distintas categorías de asalariados que buscan por medio de esos fondos asegurarse un consumo futuro (principalmente una jubilación); y los administradores de fondos son profesionales muy bien relacionados que buscan maximizar las ganancias.

Los resultados son asombrosos: según la edición de *The Economist* del 1 de marzo de 2008, basándose en una investigación realizada por la importante firma de administración de fondos estadounidense Vanguard, entre 1980 y 2005 el índice S&P 500 daba un rendimiento anual de 12.3% en promedio. Durante el mismo periodo, los fondos mutualistas de acciones daban en promedio sólo 10%. El inversionista promedio ganaba sólo 7.3% anual en promedio, debido en gran medida a la fuerte tendencia de los pequeños inversionistas a comprar a precio alto y vender a precio bajo. El rendimiento que obtienen los inversionistas promedio mediante los fondos mutua-

[18] Investment Company Institute [2007]. Como referencia, en mayo de 2007, un hogar conformado por un trabajador de línea de montaje a tiempo completo y una asistente de profesor a tiempo completo, cada uno con sueldos promedio, habría ganado 49 300 dólares. Véase Bureau of Labour Statistics, www.bls.gov.

listas de acciones no es mucho más alto que el que se puede obtener por medio los depósitos de ahorro a largo plazo. Durante ese mismo periodo, los bonos del Tesoro (T-bills) a seis meses daban un rendimiento promedio de 6%, mientras que los de los gobiernos municipales y locales a 20 años daban en promedio 6.92 por ciento.[19]

La importancia de esas diferencias puede ilustrarse con un ejemplo: supongamos una inversión de 100 dólares estadounidenses efectuada en 1980.[20] Si esa cantidad se invirtiera en los confiables bonos del Tesoro, hacia 2005 el inversionista habría tenido 454.94 dólares; pero, si los hubiera invertido en títulos del índice S&P, su inversión habría llegado a 2,041.14 dólares. Por lo tanto, la diferencia total a favor por invertir en acciones, en comparación con los bonos del Tesoro durante ese periodo, sería de 1 559.20. Ahora, supongamos que un asalariado quiere ahorrar para su jubilación y trató de aprovechar esas ventajas potenciales invirtiendo 100 dólares en un fondo mutualista de acciones en 1980. Sólo el rendimiento promedio para los inversionistas en fondos mutualistas de acciones durante ese periodo, su inversión creció sólo 624.59 hacia 2005. Ello representa una ventaja sobre los confiables bonos del Tesoro de 169.65, es decir ¡tan sólo 10.9% del total de las ganancias que habría obtenido con una inversión en acciones!

Quedó en manos de los administradores de fondos y de otras firmas del mercado financiero el restante 89.1%. El porcentaje incluye la apropiación de comisiones y gastos sobre los fondos de inversión, además de las ganancias comerciales y patrimoniales que mencionaremos más adelante. No resulta sorprendente que la administración de fondos sea tan rentable. En

[19] Calculado a partir de datos mensuales de los Selected Interest Rates de la Federal Reserve.

[20] Suponiendo que cada instrumento pagaba su rendimiento anual promedio cada año durante este periodo.

un estudio internacional sobre los resultados de los administradores de fondos de dinero en 2002, año de vacas flacas,[21] Boston Consulting Group 2003 encontró que 64% de los fondos reportaron márgenes de ganancias antes de impuestos superiores a 20%. Así, para 42% de los fondos se reportaron márgenes de ganancia por arriba de 30%. Y los orientados a los pequeños inversionistas resultaron los de mayor rendimiento, según el informe.[22]

Aunque el ejercicio intelectual que intentamos aquí no reemplaza un estudio empírico más completo, sus resultados sugieren que esas actividades tienen un componente altamente explotador, en particular dada la elevada rentabilidad de la actividad de administración de fondos. Al proveer servicios de ahorro para pensiones que antes eran suministrados por el Estado, los administradores de fondos median el consumo futuro y se apropian capital dinero prestable proveniente de los salarios de los pequeños inversionistas comunes. Como exponemos más adelante, en el inciso 4, esos flujos sistemáticos de valor que se originan en la esfera del intercambio en los mercados de capitales se basan en última instancia en las diferencias de clase fundamentales entre los pequeños inversionistas por una parte, y los bancos y los ejecutivos de las empresas por la otra.

NEGOCIOS DE CARTERA PROPIA

Las comisiones y los gastos por administración de fondos son nada más una de las vías mediante las cuales los bancos que

[21] Incluyendo a siete de los primeros diez administradores de fondos por activo, más otros 33 que de manera colectiva controlaban más del 20% del mercado mundial.

[22] Morrison y Wilhelm [2007], discuten ampliamente las considerables economías de escala presentes en la administración de fondos de inversión minoristas.

se dedican a las actividades de inversión y a los servicios de administración de fondos pueden obtener beneficios a costa de los inversionistas, en especial de los pequeños. La banca de inversión y las actividades de administración de fondos presentan oportunidades a los bancos de manera natural para que obtengan ganancias de capital sobre los valores. La suscripción obliga a los bancos a invertir en los títulos que se emiten, y los corredores actúan con frecuencia como contraparte de las transacciones de los clientes en volúmenes que pueden alterar los precios del mercado; en tal caso, los bancos cargan a sus clientes un margen sobre el precio corriente de los títulos de deuda. Además, los bancos invierten cada vez más en las compañías a las que dan asesoría, a las que conocen muy bien [Morrison y Wilhelm, 2007]. Por último, cuando los pequeños inversionistas compran a precio alto y venden a precio bajo, la contrapartida de la transacción se asienta en la cuenta de explotación del banco. En la medida en que el banco conoce mejor los mercados de capitales y tiene el peso financiero para resistir y aprovechar incluso coyunturas ligeramente desfavorables, puede sacar partido a las mil maravillas de esas transacciones.

Lo anterior es un tema que se presta a controversia, ya que se percibe, no sin razón, como fuente de conflictos potenciales de interés entre el banco y sus clientes y como terreno fértil para la manipulación de los mercados a costa de otros inversionistas.[23] En general, los bancos son reacios a dar a conocer las transacciones que realizan para sus clientes y las que hacen por cuenta propia. Para complicar aún más las cosas, ese tipo de ganancia puede aumentar no sólo sobre las inversiones propias cotizadas del banco, sino también sobre los valores que

[23] Véase, por ejemplo, Blackburn [2006], sobre algunos aspectos de la manipulación de los mercados.

éste tiene en cartera para comerciar como parte de los servicios de corretaje tanto para sus clientes institucionales como para los pequeños. Las cifras conjuntas de las ganancias sobre esas cuentas dan una buena idea de la importancia de ese tipo de ingreso para los bancos comerciales.

Cuadro 10. Ganancias sobre cuentas propias y comerciales

Banco	*2006*		*2007*	
	Miles de millones de dólares	*Proporción del ingreso %*	*Miles de millones de dólares*	*Proporción del ingreso %*
HSBC	8.86	12.6	13.89	15.9
Citigroup	5.76	6.4	-8.00	
Bank of America	5.57	7.5	-3.92	
RBS	11.48	22.2	12.39	19.9
Barclays	8.42	21.2	9.96	21.6
BNP Paribas	11.22	32.0	14.17	33.4
Dresdner	3.57	41.7	-0.66	
Santander	2.70	9.6	4.10	12.1
SMFG	1.08	6.6	n/a	
UBS	10.97	33.2	-6.96	
Goldman Sachs	25.56	67.9	31.23	67.9

En conjunto, los nueve bancos estudiados obtuvieron ganancias por 58 000 millones de dólares en 2006 provenientes de esa fuente. Por su parte, Goldman Sachs obtuvo más de 25 000 millones por ese concepto el mismo año, más que suficiente para cubrir las compensaciones a los empleados, que sumaron un poco más de 16 000 millones de dólares.[24]

La crisis de las hipotecas de alto riesgo (*subprime* o *subpreferenciales*) también ha arrojado luz sobre la importancia de esas actividades. Aun cuando algunos de los bancos estudia-

[24] Es decir, un promedio de apenas 622 000 por empleado.

dos sufrieron pérdidas en hipotecas abiertas y otros créditos al consumo, principalmente en los mercados estadounidenses, el principal efecto sobre esas instituciones se produjo mediante su tenencia en la cuenta de explotación de obligaciones de deuda colaterales (CDO) sobre hipotecas de alto riesgo. En 2007, las pérdidas de la cuenta de explotación en materia de créditos o productos estructurados para Citigroup, Bank of America y Dresdner ascendieron a 21 806 millones, 5 176 millones, y 468 millones de dólares, respectivamente. Aun cuando habían anunciado que obtendrían beneficios netos de la cuenta de explotación, RBS, Barclays y HSBC registraron pérdidas comerciales netas sobre los instrumentos crediticios por 2 861 millones, 823 millones de dólares, y 419 millones, respectivamente. Una parte de las pérdidas estaban asociadas con tenencias para operaciones de compra-venta o intermediación, ya que esos bancos actuaban como intermediarios en compras que hacían muchos fondos especulativos que invertían en obligaciones de deuda colaterales sobre hipotecas de alto riesgo [Dodd (2007)]; sin embargo, el mero volumen de las pérdidas sugiere que esas tenencias eran en gran medida propias, ya que estaban motivadas por la expectativa de obtener ganancias mediante el mantenimiento en cartera de esos valores.

INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS

Los bancos comerciales y de inversión se han implicado mucho en la emisión, la compraventa y la creación de mercados de instrumentos financieros derivados. Los mercados de instrumentos derivados de los tipos de interés y del tipo de cambio que se comercializan fuera de bolsa han crecido de manera exorbitante en los últimos 20 años, al alcanzar casi 400 billones de dólares en principales teóricos no liquidados a junio de

2007, de acuerdo con datos del Banco de Pagos Internacionales. Aunque apenas a finales del siglo pasado, el volumen de las permutas de incumplimiento crediticio (en inglés, *credit default swaps*, n. del t.) era insignificante, su volumen también ha aumentado drásticamente en los últimos siete años.

Cuadro 11. Permutas de incumplimiento crediticio (CDS), principales teóricos no liquidados a final de año (en billones de dólares estadounidenses)

2001	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007**
0.92	2.19	3.78	8.42	17.10	34.42	42.58

Fuentes: International Swaps and Derivatives Association Market Survey, BIS.
* Excepto en 2007, año para el cual proporcionamos las cifras de fines de junio.

Los bancos estaban naturalmente bien situados para ponerse a la cabeza a medida que se desarrollaban los mercados de derivados financieros. Ellos fueron las primeras empresas que se vieron afectadas por los riesgos en aumento que planteaba la liberalización de los tipos de interés y del tipo de cambio iniciada en 1973. Se convirtieron en precursores del desarrollo de las técnicas especulativas mediante los contratos sobre productos derivados de los tipos de interés y de cambio como parte de su propia administración de riesgos. Resulta difícil distinguir los ingresos que los bancos obtienen de la emisión de esos activos de las ganancias resultantes de sus cuentas de explotación, ya que no los publican por separado en sus balances. Lo que sí está claro es que seis de los nueve bancos comerciales incluidos en el estudio cuentan con posiciones prominentes en el mercado. De acuerdo con Emm y Gay [2005], Citigroup, Bank of America, BNP Paribas y RBS están entre los siete mayores comercializadores de derivados financieros en todo el mundo. HSBC y Barclays también tienen una presencia sólida en los mercados estadounidenses.

Cuadro 12. Selección de comercializadores de instrumentos derivados OTC en Estados Unidos por cuota de mercado (junio de 2007)

Banco	*2007 % (dólares)*	*Clasif.*
JP Morgan	51.3	1
Citigroup	20.7	2
Bank of America	19.5	3
HSBC	2.9	4
Wachovia	2.7	5
ABN Amro	0.8	13
Barclays	0.4	19

Fuente: US Office of the Comptroller of the Currency, Quarterly Report on Bank Derivatives Activities.

Las funciones de banca de inversión de esos bancos los sitúan de manera natural para vender contratos sobre instrumentos derivados a sus sociedades clientas. Como señalamos más adelante, esos activos pueden contribuir a mejorar la percepción en el mercado de capitales de los pasivos de una sociedad, así reducir el costo del capital para ella y sentar las bases para el pago de los costos por emisión de los valores. Pese a que las sociedades no financieras utilizan mucho esos activos,[25] los intermediarios financieros representan la mayoría de los mercados OTC, en especial en lo que se refiere a las permutas de incumplimiento crediticio.

Cuadro 14. Contratos sobre derivados financieros OTC con firmas financieras como porcentaje del total (junio de 2007)

Cambio de divisas	*Tipo de interés*	*Permutas de incumplimiento crediticio (CDS)*
78.8	86.9	97.9

Fuente: cálculo basado en BIS Semiannual OTC derivatives statistics.

[25] Según la International Swaps and Derivatives Association, más de 90% de las primeras 500 sociedades recurren con regularidad a derivados *over-the counter*.

Al igual que como sucede con las sociedades, los intermediarios financieros pueden adquirir instrumentos derivados para mejorar la percepción que los mercados puedan tener de su posición y de sus pasivos. Los bancos utilizan cada vez más las permutas de incumplimiento crediticio como parte de su tenencia y comercialización de instrumentos de deuda estructurados como las CDO, así como para reducir el costo de regulación del capital por poseer títulos de deuda conforme a los Acuerdos de Basilea II.[26] Las compañías aseguradoras y los fondos de inversión y de cobertura adquieren con regularidad activos derivados de quienes comercian con éstos, para conformar sus posiciones con las expectativas y requerimientos de clientes y reguladores. Los beneficios que se obtienen con estas mejoras constituyen la base para los pagos de servicios y comisiones bancarias por la obtención de contratos sobre productos derivados. A este respecto, cabe señalar que la función principal de un activo derivado no es necesariamente modificar la perspectiva del comprador, sino cambiar la percepción que otros agentes de los mercados de capitales tienen de dicha perspectiva.[27]

Los derivados financieros son fuente de pagos por servicios para los bancos que los emiten ya sea que se compren para cobertura o por pura especulación. Como buenos corredores de apuestas, los emisores, por lo general, mantienen una posición neutral a ambos lados de todos los mercados. Los costos de emisión de títulos representan varias apropiaciones de ca-

[26] Reduciendo el riesgo medido de una tenencia de activo y disminuyendo con ello las reservas de capital de riesgo ponderado.

[27] Millo y MacKenzie [2007], destacan este aspecto de los mercados de derivados financieros, en especial en relación con la prevalencia de modelos de valoración basados en los modelos básicos de Black y Scholes [1973], y de Merton [1973], cuyos fundamentos matemáticos arrojan precios fácilmente fidedignos, sin tener en cuenta su compra empírica en la realidad.

pital dinero prestable existente, en especial en manos de inversionistas institucionales que reúnen fondos que provienen de la masa de pequeños inversionistas. De tal forma que las ganancias que los bancos obtienen de esas emisiones también representan transferencias sistemáticas de valor que llegan de la masa de pequeños inversionistas al sector financiero.

4. Los mercados de capitales, la banca de inversión y la teoría marxista

La creciente importancia de la intermediación de los mercados financieros para el capitalismo en general y para los bancos comerciales en particular plantea un gran desafío analítico a la economía política marxista. Esas actividades pueden ser muy complejas y muchas de ellas históricamente novedosas. Identificar su contenido social exige el desarrollo y la ampliación de la teoría marxista.

A partir de los escritos de Marx [1909], Hilferding ofreció en 1891 el enfoque marxista mejor desarrollado de los mercados de capitales; sin embargo, aunque en su libro aportó aclaraciones importantes, su enfoque sobre la integración de las sociedades, los bancos y los mercados de capitales queda definido mediante los conceptos de *capital financiero* y *ganancia de fundador*, pero el desarrollo posterior del capitalismo ha mostrado una debilidad empírica y analítica de ambos conceptos. Como lo sugiere lo ya expuesto, el capitalismo contemporáneo no se caracteriza por la fusión de la banca con el capital industrial.

El concepto de *ganancia de fundador*, tal como lo formuló Hilferding, también plantea problemas, ya que se refiere a una ganancia particular que obtienen los fundadores de una sociedad en el momento de emitirse y venderse las acciones, porque los vendedores esperan y reciben únicamente el tipo de interés

básico como rendimiento de su inversión. Sobre este punto siguió muy de cerca los pasos de Marx, quien consideraba que el tipo de interés representaba el modo general de apropiación para todos los poseedores de capital dinero, sin importar los instrumentos que se utilizaran para ello.

Ahora bien, desde el punto de vista histórico, los rendimientos esperados y obtenidos sobre las acciones han sobrepasado los rendimientos de los bonos y de las obligaciones durante periodos muy prolongados.[28] Más importante aún, este punto de vista hace imposible caracterizar el contenido social de las relaciones definidas por las actividades de banca de inversión.[29] Dicho de la manera más simple, si las sociedades pueden obtener capitales directamente al tipo de interés, no tienen ninguna razón para pagar los costosos servicios de los bancos de inversión, ni la intermediación de los mercados financieros tiene mucho sentido.

A partir de las anteriores apreciaciones y de las bases más generales y convincentes del enfoque de Hilferding, en esta sección intentamos hacer una modesta y preliminar contribución a la teoría marxista de los mercados de capitales, la banca de inversión y la intermediación de los mercados financieros. El análisis permite caracterizar en general la necesidad social y

[28] Una amplia literatura documenta la superioridad de los rendimientos de las acciones sobre las obligaciones en EU durante el siglo XX. En la posguerra, los rendimientos de las acciones habían sido 5.5% superiores a los de los bonos en Estados Unidos [DeLong y Magin, 2007]. Besser [1999], también presenta datos para Alemania entre 1870 y 1995, demostrando que los rendimientos de las acciones, aun siendo muy volátiles, durante periodos de inversión prolongados han sido consistentemente más altos.

[29] En Hilferding, esas relaciones son más bien simples: los bancos se fusionaron con el capital industrial, controlándolo, y el *capital financiero* que resultó de ello se apropió de todas las ganancias de fundación y fue controlando cada vez más la vida económica, social y política dentro de bloques imperialistas rivales.

las contradicciones inherentes a los mercados de capitales y a la banca de inversión en el contexto del capitalismo, así como dilucidar su contenido de clase parasitario en el contexto histórico concreto que prevalece desde principios de los años 1980.

LOS MERCADOS DE CAPITALES, EL RIESGO Y LA BANCA DE INVERSIÓN

Los mercados de capitales son mercados de valores, es decir, de derechos sobre diferentes flujos de efectivo futuros que pagan las sociedades anónimas. Por un lado, las sociedades entran a los mercados de capitales para obtener fondos destinados a la inversión. Por otro, el capital dinero prestable ingresa a los mercados de capitales buscando expandirse mediante los flujos de efectivo futuros asociados a los valores y a ganancias de capital potenciales. Se venden y se compran dos grandes tipos de valores: las acciones y las obligaciones. Las obligaciones son títulos de crédito y sus titulares tienen derecho al pago de intereses. Las acciones representan el derecho a ganancias residuales de una empresa en forma de dividendos, y, desde el punto de vista legal, pueden representar también el derecho de voto en las asambleas de la sociedad. Cualquiera de los tipos de valor permite obtener ganancias si el titular lo vende a un precio más alto que el precio al que lo compró.

Los mercados de capitales tienen un efecto *sui generis* de socialización del endeudamiento y del capital mismo, con ventajas potenciales para la clase capitalista en su conjunto. En la compra de cualquier pasivo empresarial no comercializable, el valor adelantado por el comprador pierde la flexibilidad y la aceptabilidad general de que gozaba cuando tenía la forma de capital dinero prestable. Éste se transforma en mercancías en el circuito del capital de la empresa, y su transformación en un valor mayor depende de las vicisitudes de ese circuito a lo largo

del tiempo. Esa pérdida de liquidez se puede remediar desde los mercados de capital desarrollados. Los mercados líquidos de valores de las sociedades permiten a los titulares de dichos valores convertir rápidamente el valor en dinero, que no sólo es la encarnación más flexible, independiente y socialmente reconocida del valor, sino la finalidad misma de adelantar capital dinero prestable. Una mayor liquidez atraerá mayores volúmenes de dinero en busca de títulos de deuda, reduciendo en general el costo del financiamiento externo.

Las obligaciones y las acciones dan a sus titulares derechos sobre flujos de dinero futuros e inciertos. Al igual que con los préstamos ordinarios, sus precios son irracionales desde la perspectiva de la economía política marxista debido a que son expresiones en dinero del valor de dinero futuro. Los precios se determinan sin anclaje, mediante la interacción competitiva de la oferta y la demanda. En el contexto capitalista de la apropiación individual competitiva, esa distancia relativa plantea varios problemas, entre ellos los relacionados con la confianza entre las partes que intervienen en un contexto de incertidumbre anárquica acerca del futuro económico.

En relación con esas dificultades, la "ingeniería financiera" empresarial y la banca de inversión adquieren un significado social en virtud de la posibilidad que tienen de ayudar a una sociedad a reducir sus costos financieros o a generar ganancias de capital. En general, todo desarrollo que incremente la rentabilidad de una empresa también hará aumentar los precios de las acciones, lo cual implica tasas de explotación más elevadas, liderazgo en la introducción de nuevas técnicas de producción, un mayor control de los mercados, etcétera.

Con todo, el distanciamiento de los precios del mercado de capitales de la realidad fundamental de la acumulación crea otras fuentes potenciales de ganancias (o de pérdidas) que no tienen relación directa con las inversiones o la rentabilidad

reales básicas o fundamentales. Las expectativas generalizadas de que los precios de los valores aumenten a futuro incrementan a menudo por sí mismas la demanda, lo cual lleva a más aumentos de precios que durante algún tiempo producen ganancias considerables y parecen confirmar las expectativas. La pura manipulación, incluso por los bancos de inversión, a menudo ha sido parte integrante de esos procesos. Así, los mercados de capitales y la banca de inversión, por su naturaleza misma, crean la posibilidad de esas burbujas especulativas, con sus consecuencias devastadoras.[30]

Ahora bien, los mercados de capitales crean además una base sistemática para las funciones y las ganancias de la banca de inversión que en sí misma no implica estafas, burbujas o manipulación; se trata de las mejoras potenciales de las percepciones sociales de los riesgos asociados a la expansión propia del valor por medio de un título de deuda en particular de las sociedades anónimas. La mejora en las percepciones puede hacer que baje el costo de la obtención de capital y generar ganancias que sustenten los pagos por servicios y las ganancias de la banca de inversión.

Como lo observa Hilferding en general [Hilferding, 1981, p. 108], las percepciones que los inversionistas puedan tener sobre los riesgos asociados a los rendimientos de los títulos de deuda desempeñan un papel determinante en la demanda de éstos. En particular, los compradores de valores tratan de evaluar los problemas potenciales que plantean los flujos de efectivo futuros de dichos títulos de deuda y su conversión en dinero nuevamente. Por

[30] Esos efectos con frecuencia se ven agravados por el apalancamiento de inversiones realizado con base en estas expectativas que se cumplen por su propia naturaleza. Los rendimientos pueden ser astronómicos mientras dura la burbuja, lo que hace muy difícil entrar en ella en el contexto de una competencia general en los mercados de capitales. Véase Kindleberger y Aliber [2005], para una buena descripción de este tipo de crisis.

esta razón, la percepción de la solidez y de la liquidez de un título son factores determinantes de su demanda.

Cuanto menor sea la solidez o la liquidez de un título de deuda, tanto menor será su demanda, si todo lo demás permanece igual. Los precios del valor resultantes serán menores y los flujos de efectivo futuros que se espera se acumulen para los titulares representarán un rendimiento más elevado sobre la inversión inicial. De igual manera, dos títulos de deuda con distintas expectativas de flujos de efectivo a futuro, pero con una percepción equivalente de solidez y liquidez, verán sus precios actuales variar hasta producir ambos el mismo rendimiento esperado. Como resultado de ello, en los mercados de capitales surgen "primas de riesgo" sistemáticas, que constituyen una asociación positiva general entre los rendimientos que se espera obtener de un valor y los riesgos que se perciben que dicho valor plantea para la expansión propia del capital dinero prestable.

Los beneficios potenciales de las operaciones de la banca de inversión resultan mucho más claros a ese respecto cuando se considera la emisión de un nuevo título de deuda por cuenta de una sociedad, porque ni su liquidez ni su solidez pueden garantizarse *a priori*. Al principio, los bancos de inversión ayudan a corregir esa situación mediante la suscripción de los títulos de deuda, comprometiéndose a comprar los nuevos valores a un precio determinado, y así asegurar a los compradores su conversión inmediata en dinero y hacer ver la confianza que el banco tiene en la solidez de tales valores.

Como lo han argumentado e ilustrado históricamente Morrison y Wilhelm [2007], los bancos de inversión pueden actuar de esa manera dada su posición y sus relaciones en las redes sociales y de negocios que constituyen los administradores de sociedades, los inversionistas individuales y los administradores de fondos institucionales. Para quien está en la venta de valores, los bancos son responsables de la "debida diligencia" en las

condiciones del emisor, al hacer uso de su pericia en materia de mejoramiento del crédito. Y quien está en la compra, el banco emprende consultas constantes con una red de inversionistas privados e institucionales cercanos, reúne información sobre los precios que esos compradores pagarían por la emisión y sobre cualquier aspecto de ésta o del emisor que les gustaría que cambiara. Los compradores aceptan discutir esos asuntos con el banco, en el entendido de que se les ofrecerá un acceso preferente a la emisión de títulos de deuda resultante. Además, los bancos asesoran a las sociedades anónimas sobre una variedad de aspectos relacionados con la emisión de títulos de deuda y otras cuestiones más amplias que puedan contribuir a mejorar la percepción de los valores de una sociedad en el mercado. Ello incluye a menudo asesoría sobre la administración de la oferta total de valores o la venta de derivados financieros a sus sociedades clientas, con el fin de reducir las percepciones de los riesgos asociados con el emisor.

Por lo general, todos los participantes ganan como resultado de esas actividades. Los compradores iniciales, que son clientes individuales o institucionales del banco, tienen la prioridad para la compra de unos valores que, si el banco ha hecho bien su trabajo, aumentarán de manera significativa de precio en el corto plazo. Para el emisor, el costo del capital se reduce, y el banco percibe pagos por servicios y comisiones, generalmente en la forma de un descuento sobre el precio de oferta del valor emitido.[31]

Los administradores de sociedades anónimas y los bancos de inversión también pueden tratar de generar ganancias sobre emisiones antiguas de acciones mediante el empleo de métodos similares. Trátese de valores nuevos o antiguos, todas esas ga-

[31] Chen y Ritter [2000] indican que este descuento normalmente es de alrededor de 7% sobre el precio de lista.

nancias se financian con el capital dinero prestable de los compradores externos. Éstos aceptan pagar los valores a precios más elevados porque *perciben* mejores expectativas o menores riesgos asociados a la propiedad de los títulos en cuestión.

La incertidumbre, la competitividad y la distancia relativa de las operaciones del mercado de capitales hacen que éstas sean definidas directamente por convenciones sociales concretas con contenido histórico y por prácticas habituales entre quienes intervienen en el mercado [MacKenzie 2003]. Ello incluye percepciones acerca de los valores, que pueden ser compartidos entre todos y sustentar transacciones incluso aunque haya variaciones considerables en relación con la realidad que sustente el valor de los títulos de deuda.[32] Asimismo, da lugar no sólo a una inestabilidad potencial sino también a posibles ventajas sistemáticas para los participantes en el mercado que estén en mejor posición para definir y aplicar las convenciones y prácticas del mercado de capitales.

OBLIGACIONES, ACCIONES Y RENTABILIDAD DEL MERCADO DE CAPITALES

La competencia en el mercado de capitales impone restricciones de carácter general a las ganancias potenciales por esas actividades, así como ciertas tendencias en la relación cuantitativa entre el mercado de capitales y las tasas de rendimiento de la acumulación real. A este respecto, es útil considerar por separado las obligaciones y las acciones.

[32] La crisis actual ha expuesto una variedad de estos casos en los modelos de valoración crediticia que se utilizan para los créditos hipotecarios y para la estimación de los flujos de efectivo futuros asociados a los CDO con respaldo hipotecario. Los métodos utilizados eran adecuados para convencer a capas sucesivas de compradores de valores, pero no para describir realmente las características objetivas del título. Véanse Lapavitsas y Dos Santos [2008].

Las obligaciones representan relaciones crediticias que en lo fundamental no son distintas de las que se crean mediante los préstamos bancarios. Su tasa de rendimiento es un tipo de interés que constituye una participación en los beneficios. El nivel de la tasa de rendimiento depende de la cantidad y de las características de otras obligaciones, del riesgo relativo percibido de cada una de éstas y del monto de capital dinero prestable que busca expandirse en los mercados de obligaciones. Las privadas por lo general reditúan intereses más altos que los títulos del Estado, que se consideran seguros. Las tasas de las obligaciones se miden típicamente como primas por sobre los rendimientos de las obligaciones del Estado.[33] La tasa de rendimiento esperada de una obligación que los compradores realmente piden puede explicar las ganancias de capital que se esperan de la obligación. Éstas pueden aparecer como el riesgo relativo del endeudamiento de la empresa o como una demanda general de incrementos de las obligaciones, por lo que es improbable que sean sistemáticos, dado que, por lo general, los administradores de las sociedades no tratan específicamente de incrementar el precio de las obligaciones pendientes.

Las acciones tienen una relación distinta con el proceso de acumulación, porque sus rendimientos se obtienen en forma de pago de dividendos y ganancias de capital. El capital en acciones (o, en palabras de Marx, el "capital ficticio") no representa una parte alícuota del capital circulante real, sino que confiere a su titular un derecho a prorrata sobre futuros flujos

[33] La presencia de un mercado amplio y líquido de valores del Estado, en general considerados libres de riesgos, es un importante apoyo para el desarrollo de mercados de obligaciones privados líquidos. El aumento en el volumen del endeudamiento privado comercializable desde principios de los ochenta se acompañó de un aumento igualmente considerable del volumen de los bonos, letras y pagarés del Tesoro comercializables en curso. Los primeros aumentaron de apenas 20% del PIB en 1980, a casi 45% hacia 1997.

de dividendos extraídos de las ganancias que genera la circulación del capital. Esto resulta claro a partir de la divergencia entre la capitalización de una sociedad en el mercado y los valores de los activos netos: mientras que el capital comprometido en los circuitos industriales y comerciales se aprecia en función de la *tasa de ganancia* —establecida por mediaciones que implican luchas en el punto de producción—, la composición del capital y la competencia en los mercados de entrada y de salida, el capital en acciones se aprecia según la *tasa de rendimiento*, la cual se establece mediante la competencia en los mercados de capitales. Aunque ambas tasas están relacionadas entre sí, cada una de ellas representa relaciones sociales fundamentalmente distintas.

A la compra, la tasa de rendimiento que se espera sobre las acciones de una sociedad por lo general será más alta que el tipo de interés sobre sus obligaciones. Con frecuencia, el reembolso de una deuda es más seguro que las ganancias residuales sobre las acciones. En este aspecto esencial, la posición que adoptamos difiere de la de Hilferding, quien argüía que la competencia entre los compradores de acciones haría bajar los rendimientos de éstas hasta el nivel del tipo de interés. Hilferding comprendía claramente la presencia de primas de riesgo sobre diferentes valores, pero en su enfoque de los títulos de los mercados de capitales siguió de cerca la exposición del propio Marx en el capítulo 23 del libro III de *El capital* sobre los rendimientos del capital dinero prestable.[34] Y aun cuando la exposición de Marx sobre este tema aclara el fundamento objetivo de los pagos de intereses en la generación de ganancias por el capital real, también propone la idea del tipo de interés como el rendimiento *general* de todo capital dinero prestable, independientemente de la re-

[34] Esta importante observación sobre el origen del enfoque de Hilferding se la debo a Makoto Itoh.

lación financiera y social entre el comprador y el vendedor o del tipo de valor de que se trate. Abordar las primas de riesgo desde ese punto de vista es imposible, puesto que implican de manera inherente los valores individuales y sus rendimientos.

La tasa de rendimiento que esperan los nuevos compradores de acciones depende de la percepción que éstos tengan de la rentabilidad presente, de su confianza en el título de deuda y de sus expectativas sobre la evolución futura de esos factores.[35] Las operaciones de banca de inversión y de "ingeniería financiera" pueden afectar las percepciones y expectativas, al reducir la tasa de rendimiento que esperan los nuevos compradores de acciones y, por ende, se generan aumentos en los precios y ganancias para sus titulares.

El alcance de las ganancias sobre esas actividades dependerá en general de la evolución de la demanda de valores en relación con la oferta, así como de la capacidad de los administradores de las sociedades y de la banca de inversión para encontrar formas de aumentar la confianza de los compradores potenciales en los títulos de deuda. Ello depende de las prácticas históricas específicas y de las convenciones que han adquirido una aceptación general en la definición de las percepciones del mercado de capitales,[36] así como de la composición específica de los inversionistas que buscan obtener ganancias provenientes de valores.

[35] En versiones anteriores de este artículo se consideraba el caso simple de acciones emitidas por una sociedad de las que no se esperaban ganancias, y las cuales pagaban todas las ganancias en forma de dividendos. En ese caso, los rendimientos de las acciones normalmente no serán más altos que la tasa de ganancia de la sociedad. La capitalización de mercado será mucho más baja que el precio de los activos de la sociedad. Finalmente, la sociedad recomprará acciones a bajo precio, o bien será comprada y liquidada. En cualquier caso, es poco probable que semejante situación dure mucho tiempo.

[36] Tales como derivados financieros. Véanse See Milo y MacKenzie [2007].

La privatización constante, desde principios de los años ochenta, de los fondos de pensiones y de otros servicios de atención a necesidades creó un escenario único en los mercados de capitales, ya que no sólo incrementó de manera considerable la demanda de valores, sino que además llevó a una masa creciente de pequeños ahorradores a los mercados de capitales. Las consecuencias de clase fueron tremendas porque, por una parte, se han detectado a los administradores empresariales y a los banqueros de inversión arropados por extensas redes sociales y de negocios formadas por inversionistas y administradores capitalistas, organizados profesionalmente con el propósito explícito de maximizar los rendimientos mediante la definición de las percepciones del mercado; y, por otra, se ha podido ver a los ahorradores individuales, atomizados, que ingresan a los mercados de capitales guiados en principio por su intención de tener acceso al consumo, buscando, por ejemplo, una jubilación, la educación de sus hijos, pagar el enganche de una casa, etcétera.

No debería extrañar que ese encuentro haya resultado casi siempre desfavorable para los pequeños ahorradores. El distanciamiento relativo de las operaciones del mercado de capitales respecto a la realidad fundamental de la producción y su susceptibilidad a las percepciones, convenciones y, más recientemente, a prácticas altamente técnicas, tienden a favorecer al capitalista bien relacionado en comparación con los pequeños ahorradores. No se pueden entender los resultados tan drásticamente distintos del comercio en el mercado de capitales para los inversionistas minoristas y para los intermediarios financieros como el producto de la "irracionalidad" de los inversionistas minoristas. Después de todo, los intermediarios financieros han probado de forma amplia su capacidad de ser "irracionales". En realidad, las disparidades sistemáticas en los resultados del mercado de capitales son simplemente una

expresión del contenido de clase de los mercados de capitales contemporáneos.

Aunque es necesario realizar más investigación analítica y empírica sobre este tema, es claro que las ganancias astronómicas de los últimos tiempos asociadas a las actividades de la banca de inversión han sido financiadas en última instancia por las inversiones de los pequeños ahorradores. En un contexto en el que, por lo general, esas actividades no han sido destinadas a garantizar el aumento de la inversión real –lo cual podría generar aumentos generales de la productividad, los salarios y los estándares de vida–, la banca de inversión aparece durante ese periodo como la cristalización de un monumental parasitismo de clase.

5. Algunas reflexiones a guisa de conclusión

Una serie de desarrollos políticos y tecnológicos seculares han transformado en lo fundamental la banca y su relación con la acumulación. En particular en Estados Unidos, las sociedades no financieras se han vuelto menos dependientes del financiamiento externo en general y de los préstamos bancarios en particular para la inversión en su funcionamiento. Como consecuencia de ello, su relación con los mercados de capitales ha cambiado y en una gran medida consiste en operaciones de "ingeniería financiera" destinadas a obtener ganancias y que implican el retiro de capital propio y el endeudamiento mediante obligaciones. La privatización de los fondos de pensiones ha facilitado el cambio, al inyectar a los mercados de capitales flujos sin precedentes de capital dinero prestable en forma de ahorros para la jubilación. Los bancos se han situado en el centro de esos procesos, y ofrecer a las sociedades anónimas servicios de banca de inversión recíprocamente benefi-

ciosos y distantes. Además, han buscado suministrar diversos instrumentos de fondos de inversión a los pequeños ahorradores, quienes de manera sistemática reciben esos servicios en términos muy desfavorables.

De manera aún más significativa, la continua privatización de una cantidad creciente de servicios que responden a necesidades sociales ha hecho que el acceso al dinero sea cada vez más una condición previa de la reproducción básica de los asalariados comunes, incluido el acceso a la vivienda, a la educación y a los servicios de salud. De forma especial en un contexto de estancamiento de los salarios reales y de aumento de la desigualdad social, ello ha obligado a los asalariados a ingresar a los mercados financieros para conseguir créditos hipotecarios, tener acceso a la educación y al consumo, así como a los servicios de seguros privados. Las relaciones que los bancos establecen con los asalariados a través de esas actividades implican amplias y sistemáticas apropiaciones de valor que se extrae de los ingresos personales y que, como tales, son explotadoras. Aunque esos cambios son más pronunciados en Estados Unidos y Gran Bretaña, las evidencias de nivel microeconómico que se han analizado en este trabajo sugieren que las nuevas prácticas bancarias se difunden de manera clara a otras economías capitalistas avanzadas.

La crisis financiera actual puede entenderse, con ventajas, como una crisis de ese tipo de actividad bancaria y de las actividades financieras concomitantes. El arbitraje regulatorio y los grados en aumento del apalancamiento de los intermediarios financieros han sido un factor importante en la crisis. El excesivo optimismo acerca de la solidez de las nuevas estimaciones del riesgo basadas en la inferencia también tuvo su parte, puesto que los actores de los mercados de capitales llegaron a creer que los instrumentos derivados y las fórmulas de fijación de sus precios basadas en la inferencia podían realmente

describir y explicar todas las eventualidades del mercado. Y, aunque muchos de los intermediarios sabían que las hipotecas de alto riesgo iban a conllevar pérdidas, la competencia entre ellos hizo que difícilmente pudieran darse el lujo de no participar del auge.[37] Como consecuencia de ello, retomando la expresión del antiguo responsable ejecutivo de Citigroup, Chuck Prince III, cuando paró la música, la mayoría de los bancos aún seguía bailando.

Ahora bien, el sustento fundamental de todos esos factores era el impulso de los bancos y del sistema financiero en general tendente a ampliar el alcance de la expropiación financiera. No resulta sorprendente que hayan surgido problemas a medida que la expansión comenzó a incluir a las capas históricamente oprimidas de la población estadounidense, con ingresos por salarios muy bajos e inseguros. La depresión económica en desarrollo se viene a sumar a los problemas del sistema a medida que unos volúmenes cada vez mayores de hipotecas "preferentes" y otros créditos al consumo caen en mora.

La banca contemporánea es la que ha creado esta crisis financiera; ella es la responsable de la consecuente devastación para la vida de millones de personas. Y también es fundamental para el capitalismo contemporáneo. Pase lo que pase en los próximos años, no es de esperarse que la apropiación de valor por los bancos, a expensas de los asalariados comunes y co-

[37] HSBC [2007: 8], observaba en marzo de 2007 que una buena parte de su cartera de hipotecas de alto riesgo había "arrojado un nivel de mora mucho más alto que lo que se había integrado en la valoración de esos productos". Pese a las promesas hechas a los accionistas en el sentido de "reestructurar ese negocio para evitar cualquier repetición de la concentración del riesgo que ello representaba", un año después el banco reportó pérdidas por 1 800 millones de dólares por concepto de préstamos al consumo y por 1,200 millones de dólares en banca de inversión por concepto de las operaciones en Estados Unidos.

rrientes, caiga bajo el peso de sus propias contradicciones. Las ganancias han sido excesivamente altas y los beneficiarios excesivamente esenciales para el tejido sociopolítico de las diferentes economías capitalistas avanzadas. El debilitamiento de los sindicatos y de las organizaciones sociales en general formadas por la gente común durante los últimos 30 años ha facilitado la intrusión creciente del sistema financiero en la vida cotidiana de los asalariados comunes. El despertar de esas mismas organizaciones es lo que podrá volver a poner en la agenda el suministro social de vivienda, jubilaciones, educación, salud y otros servicios necesarios, así como, más en general, la conveniencia de una planificación económica consciente y democrática.

APÉNDICE

Sobre los informes de las sociedades bancarias

Salvo indicación contraria, toda la información relativa a los bancos individuales se obtuvo de sus respectivos informes anuales de 2006 y 2007. La única excepción es SMCF, en cuyo caso se usó el informe para el año fiscal 2006-2007. Dado el gran número de convenios entre los reguladores nacionales y las instituciones individuales, es necesario especificar las fuentes de los datos proporcionados en el texto. Esto se hace por área de actividad en las explicaciones que siguen, las cuales también incluyen advertencias y dificultades pertinentes.

cargos por tarjeta de crédito y manejo de cuenta

Para todos los bancos, este rubro incluye pagos por servicios de tarjeta de crédito y manejo de cuenta. Para RBS se proporciona el ingreso total sin intereses de las operaciones de detalle, el cual incluye las comisiones por administración de fondos. Para BNP Paribas, se proporciona el ingreso neto por comisiones no medido al valor teórico, que es una estimación residual de las comisiones y pagos por servicios de comercio con dinero.

intermediación de mercado financiero

Los porcentajes en los casos de SMFG y RBS son subestimaciones, pues ninguna de estas sociedades reportó por separado sus ingresos por administración de fondos. SMFG tampoco informó sus ingresos por banca de inversión estrictamente hablando. La cifra que se proporciona se refiere exclusivamente a ganancias sobre las cuentas propias y de explotación.

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 199 17/05/2011 02:56:13 p.m.

ADMINISTRACIÓN DE FONDOS Y COMISIONES ASIMILADAS

Las cifras se refieren a pagos por servicios netos y/o comisiones sobre administración de fondos de inversión, de pensiones, mutualistas y otros. Son excepciones Citigroup, en cuyo caso se proporciona el ingreso neto de Smith Barney y de sus divisiones de banca privada, y RBS, para el cual se proporcionan los pagos por servicios ganados en el nivel minorista, lo que incluye también los pagos por servicios de comercio con dinero.

GANANCIAS SOBRE CUENTAS PROPIAS Y DE EXPLOTACIÓN

Para HSBC, las cifras representan la suma del "ingreso comercial neto y el ingreso neto sobre instrumentos financieros". Para Citibank, se refieren al ingreso total sobre las "principales operaciones" (la pérdida reportada sobre instrumentos de crédito se calcula en 21 800 millones de dólares). Para el Bank of America y SMFG, corresponden a las "ganancias sobre cuentas de explotación" más el ingreso por inversiones en acciones y las ganancias sobre ventas de títulos de deudas. La pérdida del banco para 2007 sobre cuentas comerciales sumó 5 300 millones de dólares. Las cifras para RBS incluyen las ganancias netas del comercio más las ganancias provenientes de las inversiones, las actividades respaldadas por activos, y los arrendamientos. Las cifras relativas a Barclays se refieren a las "principales operaciones" e incluyen los ingresos netos comerciales y de inversión. En el caso de Santander, se dan a conocer los "resultados netos de operaciones financieras". Paribas proporciona información sustancial acerca de sus ganancias netas sobre instrumentos financieros a valor normal de mercado y sobre activos financieros disponibles a la venta. Las cifras sobre UBS y Goldman Sachs se refieren al ingreso comercial neto y a las inversiones comerciales y de capital, respectivamente.

Bibliografía

Akers, D., J. Golter; B. Lamm, y M. Solt [2005], "Overview of recent developments in the credit card industry", *FDIC Banking Review*, 17, 3: 23-35.

Allen, F, y A. Santomero [1997], "The theory of financial intermediation", *Journal of Banking and Finance*, 21,11-12: 1461-1485.

——— [2001], "What do financial intermediaries do?", *Journal of Banking and Finance*, 25, 2: 271- 94.

Barclays [2008], *Annual Report 2007*, Londres, Barclays PLC.

Berger, A. y L. Mester [2003], "Explaining the dramatic changes in performance of U.S. banks: technological change, deregulation, and dynamic changes in competition", *Journal of Financial Intermediation*, 12, 1: 57-95.

Besser, W. [1999], "Equity returns, bond returns, and the equity premium in the German capital market", *The European Journal of Finance*, 5, 3: 186-201.

Boston Consulting Group [2003], *Navigating the maze, asset management 2003*, Boston, Boston Consulting Group.

Black, F. y M. Scholes [1973], "The pricing of options and corporate liabilities", *Journal of Political Economy*, 81, mayo-junio: 637-59.

Blackburn, R. [2006], "Finance and the fourth dimension", *New Left Review*, mayo-junio: 39-70.

Chen, H., y J. Ritter [2000], "The seven percent solution", *Journal of Finance*, 55, 3: 1105-31.

DeLong, J., y K. Magin [2007], "The U.S. equity return premium: Past, present and future", manuscrito no publicado, University of California Berkley.

Dodd, R. [2007], "Subprime: tentacles of a crisis", *IMF Finance and Development*, 44, 4: 15-19.

Emm, E., y G. Gay [2005], "The global market for OTC derivatives: An analysis of dealer holdings", *The Journal of Futures Markets*, 25, 1: 39-77.

Erturk, I., y S. Solari [2007], "Banks as continuous reinvention", *New Political Economy*, 12, 3: 369-88.

Furnace, D. [2004], "Why overdraft income is growing for financial institutions?", *Kentucky Banker Magazine*, marzo, Lousiville, Kentucky Bankers Association.

Greenspan Commission [1983], *Report of the National Commission on Social Security Reform*, Washington, DC, Social Security Administration.

Gruben, W., y R. McComb [1997], "Liberalization, privatization, and crash: Mexico's banking system in the 1990s", *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*, primer trimestre: 21-30.

Hilferding, R. [1981] [1910], *Finance Capital*, Londres, Routledge & Kegan Paul.

Itoh, M., y C. Lapavitsas [1999], *Political Economy of Money and Finance*, Londres, Macmillan.

HSBC [2007], Annual Report 2006, Londres, HSBC Holdings PLC.

International Finance Corporation [2008], *Annual Report 2007*, Washington, DC, World Bank Group.

Investment Company Institute [2006], "401(k) Plan asset allocation, account balances and loan activity in 2005", *Research Perspective*, 12, 1: 1-20.

Investment Company Institute [2007], *2007 Investment company fact book*, 47a edición, www.icifactbook.org.

Kindelberger, C., y R. Aliber [2005], *Manias, panics, and crashes—A history of financial crises*, 5ta edición, Hoboken, N.J.; John Wiley & Sons, Inc.

Lang, W., L. Mester, y T. Vermilyea [2007], "Competitive effects of basel II on U.S. bank credit card lending", *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review, working paper*, 7-9, Filadelfia, Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Lapavitsas, C. [2003], *Social Foundations of Markets, Money, and Credit*, Londres, Routledge.

——— [2007], "Information and trust as social aspects of credit", *Economics and Society*, 36, 3: 416-36.

——— [2009], "Financialised capitalism: Crises and financial expropriation", *Historical Materialism*, 17 (2), pp. 114-148.

———, y P. dos Santos [2008], "Globalization and contemporary banking: On the impact of new technology", *Contributions to Political Economy*, 27: 31-56.

Leyshon, A., y N. Thrift [1997], Money/Space, Londres, Routledge.

Marx, K. [1909] [1894], *Capital*, vol. III, Chicago, Charles H. Kerr & Company.

McGrath, K. [1989], "Legislative and regulatory update: Banks and mutual funds", discurso pronunciado en 1989 para la American Bankers Association, SEC Director of Investment Management, 6 de febrero de 1989, Washington, DC, Securities and Exchange Commission.

Merton, R. [1973], "Theory of rational option pricing", *Bell Journal of Economics and Management Science*, 4, 141-83.

Mester, L. [1997], "What is the point of credit scoring?", *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, septiembre-octubre: 3-16.

Millo, Y., y D. MacKenzie [2007], "Building a boundary object: The evolution of financial risk management", manuscrito inédito.

Morrison, A y W Wilhelm [2007], *Investment Banking, institutions, politics, and law*, Nueva York, Oxford University Press.

Neely, M. [1995], "Will the mutual fund boom be a bust for banks?", *Federal Reserve Bank of St. Louis Regional Economist*, octubre.

Organization for Economic Cooperation and Development [2007], *Closing the pensions gap: the role of private pensions*, París, OCDE.

Watson, y Wyatt [2007], "The world's 500 largest asset managers", www.watsonwyatt.com/research/deliverpdf.asp?catalog=PI_500_Analysis_2007

4. LOS BANCOS CENTRALES EN EL CAPITALISMO CONTEMPORÁNEO: CONTROL DE LA INFLACIÓN Y CRISIS FINANCIERAS

Demophanes Papadatos

Introducción

La financiarización es el resultado de la transformación de la acumulación real en los últimos años, que a su vez ha conllevado a una transformación del sistema financiero. El régimen de la acumulación real se transformó en 1973-1974, durante el llamado primer choque petrolero que marcó el fin del largo periodo de auge posterior a la segunda guerra mundial. Ese cambio de régimen se acompañó de una profunda reacción institucional y política como respuesta al fracaso del keynesianismo oficial al enfrentar las crisis estanflacionarias de los años setenta.

La reciente ola de mundialización financiera comenzó a mediados de los ochenta, con el aumento de flujos financieros transfronterizos entre las economías industriales y entre éstas y las economías en desarrollo. Lo que ha favorecido a la innovación financiera mediante la introducción de activos financieros cada vez más sofisticados y el crecimiento de nuevos actores financieros. En tal contexto, el sector financiero se ha transformado totalmente en virtud de un rápido proceso de crecimiento, desregulación, expansión global, introducción de nuevas tecnologías, cambios institucionales e innovaciones financieras. La importancia del sector financiero ha aumentado considerablemente en los países desarrollados en términos de empleo, ganancias, tamaño de las instituciones y de los mercados. Actualmente, las finanzas destacan en cada segmento de la sociedad en los países desarrollados y cobran importancia creciente en el mundo en desarrollo [Lapavitsas, 2009].

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 205 17/05/2011 02:56:14 p.m.

Pese a lo anterior, paralelamente al aumento de los flujos financieros, a finales de los ochenta y noventa tuvieron lugar una serie de cambios y crisis financieras. La importancia de los bancos centrales se incrementó, al tiempo que las burbujas y las crisis financieras se convirtieron en una característica habitual del capitalismo financiarizado, con una naturaleza significativamente variable según la transformación del sistema financiero desde la confusión de mediados de los años setenta. No obstante, en las operaciones del banco central en el nuevo contexto reinan una gran ambigüedad y una gran confusión, aun cuando dicha institución apunte a preservar los intereses y el dominio social de la clase capitalista.

Una respuesta inicial a esas tendencias por parte de los creadores de las políticas económicas fue reforzar el monopolio que el banco central ejerce sobre la moneda de curso legal. El sistema financiero se volvió aún más dependiente del uso del dinero del banco central como un medio obligatorio de pago para la liquidación de deudas. Al mismo tiempo, se adoptaron políticas de control de la inflación y los bancos centrales se volvieron independientes.[1] Desde principios de los noventa, el control de la inflación se volvió un paradigma de la política monetaria dominante (una "mejor práctica") en varios países de altos ingresos y de ingresos medios.[2] Además de los países que siguen políticas de control de la inflación con todas las de la ley, varias docenas de países también las han adoptado de ma-

[1] Acerca de cómo los bancos centrales han reforzado su monopolio en la moneda de curso legal durante la era de la financiarización, véanse Kneeshaw, J.T. y Van den Bergh [1989].

[2] Los siguientes países son focalizadores de inflación completa: Australia, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, República Checa, Hungría, Islandia, Israel, México, Nueva Zelanda, Noruega, Perú, Filipinas, Polonia, Sudáfrica, República de Corea, Suecia, Tailandia y el Reino Unido, véanse Carare y Stone [2003] y Stone y Bhundia [2004].

nera informal o implícita, buscando, por ejemplo "límites de inflación" (tasas máximas de inflación deseadas) en el marco de los programas del Fondo Monetario Internacional. La presencia de esos "límites" no basta para definir los regímenes políticos como de control de la inflación, pero sí evidencian un movimiento a medio camino hacia tales políticas.

Además, en el transcurso de los últimos 10 a 15 años, el desempeño macroeconómico de la mayor parte de los países de la OCDE mejoró en términos de inflación, desempleo, volatilidad de la producción y de los tipos de interés. A eso se le llamó "Gran Moderación" y los teóricos de las corrientes dominantes lo atribuyeron a las políticas neoliberales. En ese contexto, la política monetaria ha cobrado aún más importancia, al reforzar más la tendencia a adoptar políticas de control de la inflación [Bernanke, 2004].

Dado que el control de la inflación se ha vuelto parte indispensable de la financiarización, en este trabajo abordamos su desarrollo. En el debate tomamos una posición marxista que destaca los aspectos sociales y políticos del banco central y su relación con los intereses de clase. Se demuestra que además de revelar la dimensión de clase del control de la inflación, la crisis financiera actual también se ha vuelto una crisis del régimen de política monetaria. El control de la inflación ha sido en principio un intento por preservar intereses financieros a expensas de la gran mayoría de la sociedad y el mismo objetivo fundamental caracteriza las recientes propuestas dominantes tendientes a desplazar la política del banco central más allá del control de la inflación. En parte concebidas como respuesta a la crisis actual, esas propuestas ponen de relieve la función del banco central como prestamista de última instancia y la complementan con la novedosa función de "creador de mercado de última instancia". Son políticas que apuntan a utilizar el poder del banco central para socializar las pérdidas financieras y a la vez defender las ganancias privadas.

El trabajo se articula en torno a un análisis de la crisis actual desde una perspectiva marxista y se organiza de la siguiente manera.

En la primera sección se argumenta que las causas de la crisis actual (y de todas las grandes crisis financieras de la era de la financiarización) deben atribuirse de manera fundamental a los cambios institucionales que contribuyeron al fortalecimiento de la relativa autonomía de los factores monetarios en la acumulación capitalista de la era moderna.

En la segunda sección se plantean los temas del banco central y la financiarización en cuatro apartados. En el apartado 2.1 se demuestra que el esquema de control de la inflación es parte esencial de la financiarización, por lo tanto, debe considerársele entre las causas de la crisis actual, dado que es uno de los numerosos puntos que facilitan el fortalecimiento de la relativa autonomía de los factores monetarios en el régimen actual de acumulación capitalista. En el apartado 2.2 se hace una crítica de la economía política de los puntos de vista dominantes sobre el fenómeno inflacionario, en el que se muestra que los defensores del control de la inflación adoptan un enfoque parcial (a la vez científico y político) de esos fenómenos.

En el apartado 2.3 se describe el marco histórico del surgimiento del esquema teórico del control de la inflación, además de varios otros aspectos de la administración moderna del dinero que contribuyeron a fortalecer el monopolio sobre la moneda de curso legal.

En el apartado 2.4 se analizan las relaciones sociales características de la banca central; en particular, la teoría de la banca central como "campo de batalla" del conflicto de clases e intraclase se somete a un análisis crítico desde una perspectiva marxista y las relaciones capital/trabajo y finanzas/industria se examinan a la luz de los cambios en el marco de la agenda de reformas neoliberales.

La sección 3 se centra en las burbujas financieras relacionadas con la financiarización. Se establecen conexiones entre el estallido de las burbujas y los cambios súbitos en la política monetaria, a la vez que se demuestra la relación del cambio de régimen de política monetaria con intereses sociales y políticos específicos.

1. La financiarización y la crisis actual

Al cabo de varias décadas de hegemonía neoliberal, después de haber quedado olvidada en algún limbo intelectual, la cuestión de la regulación en general y de la regulación financiera en particular volvió con mayor ímpetu. Las crisis financieras de los noventa alertaron claramente sobre la fragilidad financiera causada por el nuevo mundo financiarizado neoliberal de las finanzas sin control. La recurrencia de severas crisis financieras desde esa década llegó a un grado tal que se volvieron una característica casi habitual del capitalismo contemporáneo, fue un signo de la presencia de factores sistémicos fundamentales.

Las finanzas contemporáneas alcanzaron un extremo con la adopción del llamado modelo financiero "originar para distribuir" (es decir, las instituciones financieras crean varios instrumentos financieros y después los distribuyen a los inversionistas) y sus formas concomitantes de "titulización del crédito" (esto es, la conversión de los préstamos y otros activos financieros en títulos de deuda comercializables). Ese modelo facilitó la apropiación de ganancias exorbitantes por el capital financiero (en parte debido a su mayor apalancamiento en relación con el capital productivo y también por sus operaciones de capital ficticio). Al mismo tiempo, aumentó los riesgos sistémicos del sistema financiero, mientras la llamada distribución del riesgo en realidad aumentó el riesgo global y transfirió

sus aspectos más peligrosos a quienes menos capacidad tenían de entenderlo y enfrentarlo. Concretamente, el mayor incentivo para la creación de la burbuja de los créditos de alto riesgo provino del hecho de que cada uno de los intermediarios tenía un ingreso de los pagos por sus servicios en el proceso de intermediación de las hipotecas y transfiriendo el riesgo a los inversionistas que le seguían en la cadena. De ahí, cada persona involucrada en la cadena de intermediación ganaba con sólo transferir el riesgo a otros, el agente de hipotecas, el valuador, el banco del que emanan las hipotecas y que convierte los valores con garantía hipotecaria (Mortgage Backed Securities, MBS) en obligaciones de deuda colateral (Collateralised Debt Obligations, CDO) y, por supuesto, las agencias de calificación crediticia que proporcionan su aprobación AAA a esos peligrosos instrumentos. Una vez transferido el riesgo a otros, cada uno de los intermediarios en el proceso, en especial los creadores iniciales del crédito, tenían menos interés en supervisar la solvencia del prestatario.

En consecuencia, el fortalecimiento de la relativa autonomía de los factores monetarios en la era actual de la financiarización es lo que más parece haber contribuido a la crisis actual, la cual ha sido muy peculiar desde una perspectiva marxista tradicional, porque después de un largo periodo, la acumulación real se vio afectada. De manera específica, a la vez que la creciente liberalización financiera permitió que grandes corporaciones pudieran obtener préstamos casi sin restricciones en los mercados financieros abiertos, los bancos optaron por obtener ganancias mediante los préstamos a los particulares y la intermediación de las transacciones financieras. Dado que esos mercados crecieron, surgieron nuevas instituciones financieras que movilizaron dinero ocioso en la sociedad capitalista – fondos de pensiones, fondos de inversión, compañías de seguros, fondos de cobertura–, etc. Como resultado, actualmente una parte significativa

de las ganancias de la clase capitalista proviene del ingreso personal de los trabajadores y otros particulares, habitualmente en forma de intereses o cobros por pasivos financieros y servicios. Ello a su vez ha vuelto el sistema más propenso al desarrollo de burbujas y crisis financieras, dado que la rentabilidad de la intermediación de las transacciones financieras motiva fuertemente tal comportamiento [Lapavitsas, 2009].

Sin embargo, eso no es ajeno al marxismo y, desde esta perspectiva específica, aunque la economía capitalista se considera como inestable por naturaleza, se insiste en que esa inestabilidad económica tiene varios aspectos monetarios y financieros. Para Marx, las crisis económicas sólo surgen sobre la base de un sistema desarrollado de dinero y crédito; mientras más amplio sea el alcance del sistema crediticio, más amplio será el alcance de esas crisis. Sin embargo, Marx distinguía entre distintas crisis monetarias y financieras.

En una nota acerca del funcionamiento del dinero como medio de pago, Marx [1867: 236] formulaba la siguiente observación:

> La crisis monetaria definida en el texto como una fase particular de toda crisis general industrial y comercial, debe diferenciarse claramente del tipo especial de crisis también llamada crisis monetaria, que puede surgir independientemente del resto y cuyas repercusiones sólo afectan a la industria y al comercio. En el centro del movimiento de esas crisis está el capital dinero y su esfera inmediata son por lo tanto la banca, la bolsa de valores y las finanzas. [Marx, 1975, v. 1, s. 1ª: 168]

Esa nota establece una distinción entre dos tipos de crisis monetarias: las que constituyen una fase particular de una crisis general industrial y comercial (tipo 1), y las que surgen independientemente de una crisis general industrial y comercial (tipo 2). Según la nota, el análisis de la relación entre modos de pago y crisis monetarias en el texto de *El capital* se refiere específica-

mente a las crisis de tipo 1. No obstante, como lo señalan Itoh y Lapavitsas [1999: 125], una lectura cuidadosa del texto no revela razones por las que el análisis sea inaplicable a las crisis de tipo 2 (las conclusiones posteriores de la nota en *El capital* son un reconocimiento implícito de ello); después de todo, el texto afirma que una alteración de la cadena de promesas de pago "sin importar su causa" puede provocar una crisis monetaria.

Además, se puede argumentar que la nota completa pretendía enfatizar la causa principal de las crisis monetarias, fundadas en crisis generales industriales y comerciales, sin negar las causas secundarias debidas a la relativa autonomía de los factores monetarios de la acumulación real capitalista. En consecuencia, las crisis crediticias en ese esquema se asocian principalmente con la sobreacumulación o con disfuncionamientos generales de la acumulación real (crisis de tipo 1). Sin embargo, como ya lo mencionamos más arriba, en ciertos casos las burbujas pueden surgir de manera independiente de los disfuncionamientos generales de la acumulación real; en realidad, cualquier disfuncionamiento significativo del proceso de pago de deudas y de renovación de préstamos puede dar lugar a la inestabilidad financiera. El otorgamiento de créditos implica la creación de expectativas acerca del futuro y afecta la redistribución de los recursos sobrantes de la sociedad, pero ese proceso se da con base en operaciones del capital financiero privado a cierta distancia de la producción. Las operaciones crediticias exacerban inevitablemente la inestabilidad inherente a la acumulación capitalista y dan lugar a la especulación, al incumplimiento de las normas y a fraudes descarados. Las crisis monetarias de tipo 2, que surgen puramente como un resultado de las operaciones del sistema crediticio se diferencian de las crisis de tipo 1 que son parte integrante de las crisis industriales y comerciales más amplias que surgen durante el ciclo de los negocios [Itoh y Lapavitsas, 1999: 166-167].

Las políticas monetarias tienen una efectividad limitada al lidiar con una crisis de tipo 1, ya que las evoluciones en el nivel de la acumulación real son una causa fundamental de la crisis. Las políticas monetarias pueden ser eficaces para encarar crisis financieras de tipo 2 que llegan a afectar la acumulación real sólo por sus repercusiones, pero hasta la más reciente crisis financiera de 2007-2009, las políticas monetarias en la era de la financiarización no parecieron tambalearse por los defectos del sistema financiero y la necesidad de algunas políticas intervencionistas. Con todo, esa actitud respecto al sistema financiero no era una novedad: prácticamente en cada crisis de los años noventa, se requirió intervención con mano dura del Estado para evitar repercusiones más graves (por ejemplo, la cuasi nacionalización, debido a la crisis, de las cajas de ahorros y préstamos de EU, etc.); pero los círculos políticos dominantes del neoliberalismo siguieron ignorando el problema. La razón de ello puede discernirse fácilmente: durante los últimos decenios de políticas neoliberales que promovieron la financiarización, el capital financiero adquirió un fuerte impulso político y económico que no pudo ser fácilmente eludido. Además, las nuevas prácticas y las justificaciones teóricas de la banca central contemporánea facilitaron la evasión de los problemas económicos y las recesiones. En consecuencia, si varias repercusiones sociales y políticas de la aplicación de la agenda neoliberal de reformas en la era actual de financiarización podrían ser responsables de la crisis actual, la adopción y el mantenimiento del régimen de política monetaria de control de la inflación deben ser considerados entre esas repercusiones.

2. Financiarización, bancos centrales e intereses de clase

El control de la inflación ha sido el paradigma de la política monetaria dominante y la "mejor práctica" durante casi dos

decenios y hasta el surgimiento de la crisis de las hipotecas de alto riesgo. Las cosas por supuesto ya han cambiado y varios economistas y creadores de políticas argumentan que los bancos centrales deben ir más allá del control de la inflación. Sin embargo, sólo después de las crisis de los noventa, la estabilidad financiera empezó a ser considerada como un objetivo de la política monetaria de igual importancia que la estabilidad de los precios [Siklos, 2002: 8].

Al periodo de inflación rápida en los setenta y ochenta le siguieron casi dos decenios de estabilidad en cuanto a precios, volatilidad del producto y tipos de interés. La perspectiva dominante atribuía esos resultados a la política monetaria que se centraba en el control de la inflación [Bernanke, 2004]; pero no pasó mucho tiempo para que esa falsa perspectiva revelara que la estabilidad de precios también garantizaba una estabilidad financiera general. Sobre esa base, el banco central sólo tenía que ocuparse de mantener baja la inflación, y el sector financiero podría cuidarse a sí mismo.

Schwartz [1988: 33-62; 1998: 34-41] ha sido el principal defensor de la idea de que la estabilidad de los precios garantiza la estabilidad financiera, también compartida por Bernanke y Gertler [1999a: 18-51]. Basándose en trabajos más recientes con Friedman [Friedman y Schwartz, 1963], Schwartz argumentó que la mayor amenaza para la estabilidad financiera, especialmente para el sector bancario, proviene de cambios inesperados en la tasa de inflación. Por lo tanto, al promover la estabilidad de los precios, el banco central "hará más por la estabilidad financiera que a través de una reforma del seguro de depósitos o la rerregulación" [Schwartz, 1998: 38]. Si el banco central se enfocara en la inflación baja, reduciría posiblemente la probabilidad de auges de préstamos (provocados por la alta inflación) y las recesiones (provocadas por deflaciones o desinflaciones inesperadas). Esa perspectiva fue reforzada por el

hecho de que las "Hipótesis de Schwartz" han sido probadas por economistas de la corriente dominante, quienes han encontrado una "asociación" positiva, no una relación de causa y efecto, entre la inestabilidad de los precios y la inestabilidad financiera (es decir, pánico bancario) [Bordo, Dueker y Wheelock, 2000 y Bordo y Wheelock, 1998: 41-62].

2.1 EL MODELO DE CONTROL DE LA INFLACIÓN: UNA CRÍTICA MARXISTA

Vale la pena examinar con mayor profundidad el modelo económico que sustenta el control de la inflación. Se trata de un modelo muy sencillo que incluye dos parámetros clave: el control de la inflación y las expectativas de inflación; el primero es establecido por el gobierno, mientras que las segundas surgen del sector privado. El modelo también incluye un instrumento de política discrecional: el tipo de interés nominal. A la luz de ello, el objetivo principal del banco central es eliminar la diferencia entre la tasa de inflación y la meta de inflación en algún momento del futuro (el "horizonte de la política", usualmente establecido entre uno y tres años).

Ese modelo supone que la inflación está determinada a la vez por las expectativas de inflación del sector privado (principalmente financiero) y por la diferencia de producción, explicada más adelante. La tasa de desempleo varía presumiblemente en torno a la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés): cuando el desempleo se encuentra por debajo (por encima) del NAIRU, provoca un alza (una baja) de la inflación. [3] La diferencia de producción

[3] El NAIRU (tasa de desempleo no aceleradora de la inflación) se deriva del concepto monetarista de la "tasa natural de desempleo" (NRU). El NRU es la tasa de desempleo según la cual todos los mercados, incluyendo el mercado laboral, se encuentran en equilibrio. El NAIRU se define como la tasa de des-

(expresada como la diferencia entre la tasa actual de desempleo y el NAIRU) queda determinada por el nivel de los tipos de interés real. Los altos tipos de interés real aumentan la diferencia de producción, mientras que los tipos bajos estimulan la actividad económica y reducen la brecha.

Finalmente, el tipo de interés real es por definición equivalente al tipo de interés nominal menos las expectativas de inflación. El banco central intenta repercutir en la meta de inflación manipulando el tipo de interés nominal para influir en las expectativas y, a más largo plazo, ajustar detalles en el nivel de la demanda agregada.

Por lo tanto, el modelo y sus implicaciones en las políticas se basan en dos afirmaciones básicas: en primer lugar, que el desempleo persistente es esencialmente voluntario (natural), ya que el desempleo involuntario (verdadero) es un fenómeno transitorio; en segundo lugar, que los intentos por reducir el desempleo debajo de su tasa "natural" provocarán inflación, y quizá hasta crearán inflación acelerada. En pocas palabras, el control de la inflación se basa en la idea de que hay una correlación empírica entre la inflación y el desempleo.

Sin embargo, hay pocas pruebas de que eso sea cierto. Valiéndose de pruebas empíricas, Shaikh [1997] ha formulado tres objeciones: en primer lugar, durante la mayor parte del periodo de la posguerra, el aumento de los niveles promedio de desempleo en los países de la OCDE estaba directamente asociado con una caída de las tasas de crecimiento promedio de la producción. En segundo lugar, en los países de la OCDE no hay correlación histórica general entre desempleo e inflación; ésta pudo haberse presentado en el periodo 1975-1991, pero el patrón exactamente opuesto parece haberse mantenido durante

---

empleo compatible con una inflación estable a largo plazo (si la economía opera por debajo del NAIRU, la inflación presumiblemente se acelerará y viceversa).

1964-1974; en tercer lugar, la inflación parece estar relacionada con el crecimiento económico, lo que significa que el bajo crecimiento está asociado con una inflación más alta.

Una comprensión total tanto de la inflación como del control de la inflación desde una perspectiva marxista requiere, por lo tanto, situar esos fenómenos en un contexto social e histórico específico. De ello se puede deducir que las perspectivas mencionadas son claramente infundadas y se basan en consideraciones políticas e ideológicas. La aplicación del modelo económico que fundamenta el control de la inflación implica varias restricciones que se imponen a las políticas monetarias y que son una parte esencial de la agenda neoliberal ideológica y política. En consecuencia, se puede añadir que el control de la inflación demanda políticas macroeconómicas "creíbles" que, en esencia, significan adoptar la perspectiva política "ortodoxa". También se puede deducir que la discrecionalidad en las políticas monetarias debería usarse según un riguroso esquema normativo.

Por otra parte, la cuenta de capital debería liberalizarse y las presiones inflacionarias residuales eliminarse mediante la liberalización de la importación: de igual manera, está de más decir que las restricciones directas e indirectas de los salarios también deberían ser eliminadas. Por último, cuando los bancos centrales independientes aplican una política de control de la inflación, se supone que es para "disciplinar a los políticos" eliminando las predisposiciones a la inflación que ellos supuestamente generan en tiempos de elecciones.

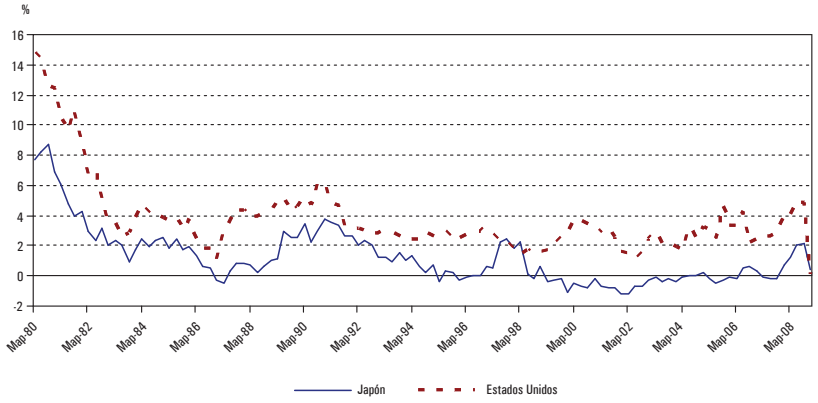
Los hallazgos de Shaikh son consistentes con las perspectivas de otros autores de la economía política marxista. [A. Saad-Filho, 2000; A. Saad-Filho y M.R. Mollo, 2002; y M. de Vroey, 1984]. Las tendencias inflacionarias muestran poca homogeneidad en las economías capitalistas y a menudo están asociadas a procesos que el Estado no puede controlar inme-

diata y efectivamente. Contradiciendo las creencias dominantes neoliberales, la inflación no resulta simplemente o en su mayor parte de la política del gobierno sino también de las actividades del sector privado, considerado como vaca sagrada en el contexto neoliberal; a veces, los cambios en los valores de los activos lo dejan ver. Esas actividades podrían minar la capacidad que tienen las autoridades monetarias de alcanzar sus metas de inflación.

La información empírica muestra que las burbujas tienden a surgir en condiciones en que la inflación se encuentra bajo control (véanse las figuras 1 y 2), específicamente cuando los periodos de baja inflación se acompañan de una fuerte expansión de la masa monetaria en circulación (véanse las figuras 3, 4 y 5).

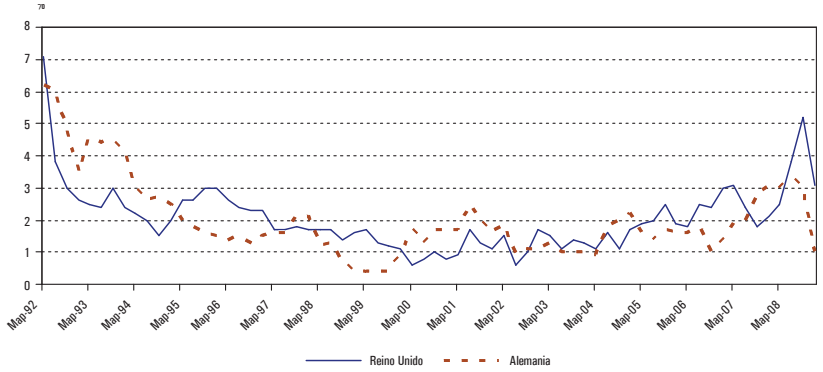
De lo anterior se deduce que es un error pensar que se pueden ignorar los valores de los activos y permitir que la política monetaria se enfoque exclusivamente en la inflación.

Figura 1. Japón y Estados Unidos. Tasas de inflación 1980 T1-2008T4



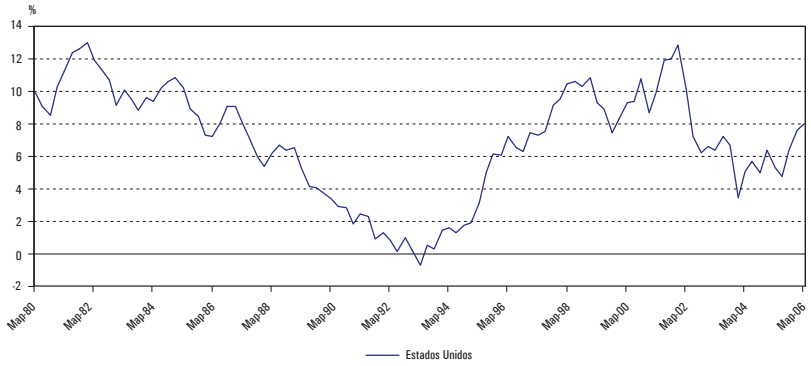
Fuente: Bloomberg.

Figura 2. RU y Alemania. Tasas de inflación 1990T1-2008T4



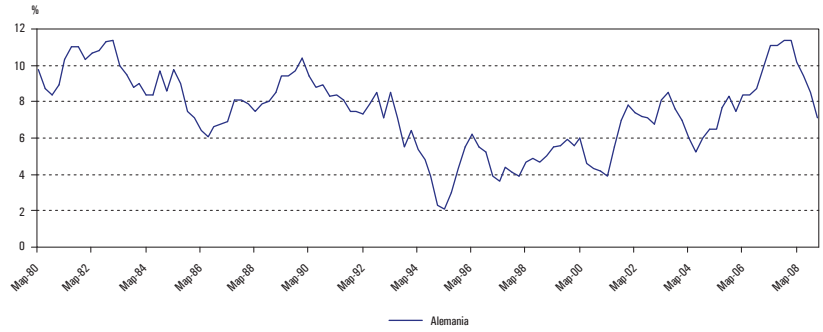
Fuente: Bloomberg.

Figura 3. Estados Unidos. Masa monetaria M3 YOY1980T1-2006T1



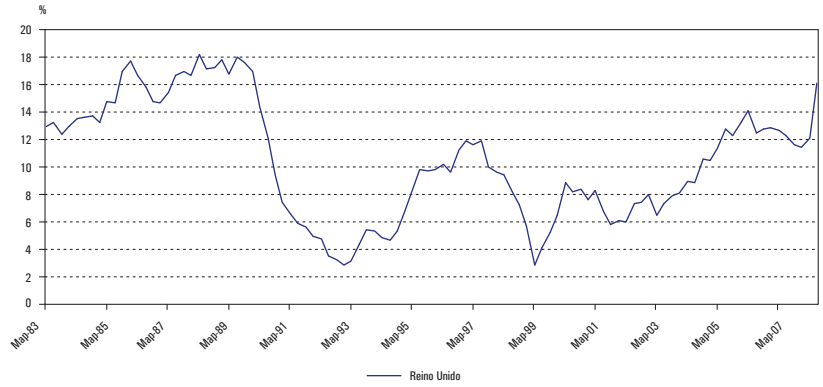
Fuente: Bloomberg.

Figura 4. Masa monetaria alemana M3 YOY1980T1-2008T4



Fuente: Bloomberg.

Figura 5. Masa monetaria del Reino Unido M4 YOY1983T1-2008T4



Fuente: Bloomberg.

2.2 EL CONTEXTO HISTÓRICO QUE LLEVÓ AL DESARROLLO DEL CONTROL DE LA INFLACIÓN

Una explicación social y política del régimen de control de la inflación se encuentra en la historia de las crisis inflacionarias de 1970 y 1980, que representaron un fracaso en la defensa del valor del dinero bancario. Ese fracaso tuvo implicaciones socia-

les y políticas debido, por lo menos, a que una rápida inflación significaba pérdidas para los acreedores y porque las negociaciones de los salarios se vieron perturbadas cuando los trabajadores trataron de obtener aumentos de salarios compensatorios. La adopción del control de la inflación y de la independencia del banco central indicaba la habilidad de la clase capitalista para aprender de esa experiencia.

De ese modo se creó la interesante ficción legal del banco central independiente, separando el proceso electoral de la política monetaria. Esta última, al parecer, debía ser determinada por expertos desinteresados y neutrales desde el punto de vista de clase y según "bases técnicas objetivas". En cuanto a quienes tenían intereses financieros, se les aseguró que la inflación, sumamente dañina para ellos, no sería tolerada. Las burbujas financieras, por otra parte, eran consideradas como poco pertinentes para la banca central e incluso declaradas como improbables si la inflación se mantenía baja. Efectivamente, a los representantes de esos intereses se les aseguró que el banco central no intervendría en sus especulaciones, pero sí los protegería de la inflación alta. Así, pues, el régimen de control de la inflación es un producto del desarrollo histórico.

Técnicamente, la adopción del control de la inflación se vio facilitada por el hecho de que, tras el colapso del sistema Bretton Woods a principios de los setenta, la capacidad de los principales bancos centrales para ejercer un poder discrecional sobre el tipo de interés aumentó de manera considerable. La política monetaria comenzó a adquirir su significado histórico actual a causa de la atenuación o la ausencia total de garantía de las reservas en divisas por parte de los bancos centrales. El tipo de interés ha adquirido el carácter de un instrumento de política pública y en los bancos centrales se ha depositado una multitud de demandas, a menudo contradictorias, relacionadas con la manipulación de los tipos de interés; entre ellas, la estabilidad

de los precios, un nivel satisfactorio de la actividad económica y un estado de la balanza de pagos compatible con un crecimiento y un nivel de empleo elevados. Aun así, la falta de un respaldo en oro, tras el colapso del sistema Bretton Woods, sólo sirvió para enfatizar la naturaleza anárquica del sistema capitalista internacional alentando la inestabilidad de los tipos de cambio, la inflación de los precios y la especulación financiera.

El colapso de la ideología keynesiana de empleo total y el surgimiento de una inflación rápida en los setenta gradualmente hicieron de la estabilidad de los precios el objetivo primordial de la política monetaria. Así, Duménil [2007: 7] hace notar que la crisis estructural del capitalismo que se inició en setenta creó las condiciones para reafirmar la hegemonía de las finanzas. El ascenso de las finanzas se combinó con otra amplia serie de prácticas: desregulación, confrontación directa con los movimientos y los sindicatos de trabajadores, una política favorable a las grandes fusiones y nuevos métodos de gobernanza corporativa favorable a los intereses de los accionistas. Para Duménil, el neoliberalismo es una nueva fase del capitalismo que también indica el retorno de las finanzas a una posición hegemónica.

Por su parte, el Estado ha desempeñado un papel instrumental durante esas transformaciones. Históricamente, ha tenido dos funciones primarias y una secundaria en relación con la acumulación del capital; las funciones primarias consisten, primero, en asegurar el sistema de trabajo y segundo, en asegurar el sistema monetario; su función secundaria consiste en mediar entre los intereses contradictorios de distintos sectores del capital. Las funciones primarias son cruciales para la acumulación pero no pueden ser garantizadas por el capital en sí [De Brunhoff, 1976]. La necesidad que tiene el Estado de asegurar el trabajo y el sistema monetario se debe a la naturaleza misma del capitalismo. Por otro lado, el papel mediador del

Estado se deriva históricamente de la anarquía de las interacciones basadas en el mercado.[4]

En cuanto institución del Estado (o casi), el banco central ha cambiado mucho a lo largo de la historia según la estructura del sistema financiero, sus conexiones con la acumulación real, las relaciones sociales y políticas mediadas por las finanzas y las prácticas de intervención del pasado. El papel del banco central durante la era Bretton Woods, por ejemplo, fue el resultado histórico de la gran depresión de los años treinta y del surgimiento de la ideología keynesiana del pleno empleo. En el periodo del neoliberalismo, durante el cual el poder de las finanzas se reafirmó, el mayor acontecimiento fue el cambio de la política monetaria en 1979, con una orientación radical hacia la estabilidad de los precios. El *golpe de Volcker* en EU tuvo lugar, primero, por la experiencia del periodo estanflacionario de los setenta [Mayer, 2003] y, finalmente, llevó al triunfo del control de la inflación.

2.3 EL BANCO CENTRAL Y LA ADMINISTRACIÓN DEL DINERO MODERNO

Otro hecho histórico importante que cabe mencionar es que, desde el colapso del sistema Bretton Woods, el dinero ahora se ha vuelto por completo dinero bancario dependiente del dinero del banco central (billetes de banco y depósitos), que a su vez ha sido respaldado principalmente por instrumentos públicos de deuda; lo cual después facilitó el desarrollo del control de la inflación. Los bancos centrales han sido liberados de la obligación de resguardar sus reservas de oro; con ello, han adquirido una

[4] La primera mención de Marx en *El capital* acerca del Estado se relaciona con la producción y la distribución de la moneda, que es un "atributo propio del estado". La misma observación se establece en cuanto al papel moneda [Marx, 1976: 223, 227]. [Sección 1ª, versión 1975, t. I.]

mayor discrecionalidad al otorgar préstamos, emitir su propio dinero y, por encima de todo, determinar los tipos de interés. En esas condiciones, la estabilidad del valor del dinero del banco central ha llegado a depender de dos factores: en primer lugar, de la administración del banco central en cuanto al manejo de los flujos crediticios agregados y, en segundo lugar, de que el dinero del banco central constituya una moneda de curso legal para la liquidación de las deudas comerciales y de otros tipos.

El monopolio del banco central sobre la moneda de curso legal es un componente fundamental de las finanzas contemporáneas. El dinero moderno de los bancos centrales (billetes y depósitos) funciona como medio de pago obligatorio, respaldado en su mayor parte por la deuda pública. Por lo tanto, tiene claros aspectos de dinero fiduciario, esto es, dinero que circula de manera arbitraria respaldado por el poder del Estado. Sin embargo, el dinero moderno de los bancos centrales sigue siendo emitido por un banco; en otras palabras, es dinero fiduciario que ha mutado a partir del dinero bancario; de tal forma que el manejo del dinero fiduciario moderno se basa en el poder social y en la confianza de que goza el banco central. A la luz de lo anterior, el manejo del dinero bancario moderno por parte del banco central, que es un proceso evolutivo continuo, puede verse ante todo como un esfuerzo por preservar el valor del dinero bancario en favor de los intereses financieros de la clase capitalista.

2.4 El banco central como "campo de batalla" del conflicto de clases e intraclase

Lo ya expuesto nos lleva a la cuestión de la lucha de clases e intraclase y su papel en la determinación del régimen de política monetaria, es decir, en la adopción del régimen de control de la inflación en la era de la financiarización.

El enfoque marxista aquí propuesto tiene rasgos comunes con los tratamientos radicales poskeynesianos de la banca central, pues la economía poskeynesiana presta particular atención a los intereses conflictivos y especialmente a los conflictos de clase e intraclase como determinantes de la banca central. La banca central se considera como un "campo de batalla" en la economía y la sociedad.[5] Cuatro factores clave determinan la política monetaria, a saber, la estructura del mercado laboral, las conexiones entre finanzas e industria, la posición de la economía nacional en el marco de la economía mundial, y la posición del banco central en el aparato estatal.

Sin embargo, la interpretación de la financiarización que apoya este artículo difiere en mucho de los análisis poskeynesianos; las principales diferencias se refieren a la estructura de los mercados laborales financiarizados y a las conexiones entre finanzas e industria y sus efectos sobre la política monetaria. Al contrario de los análisis poskeynesianos, desde este punto de vista el banco central es ante todo un defensor de intereses financieros, más que un "campo de batalla". Tal enfoque permite comprender varias crisis de la era de la financiarización, incluyendo la de 2007-2009.

Respecto a las relaciones entre el capital y el trabajo, Epstein [1992] distingue entre lo que llama el enfoque "kaleckiano" y el "neomarxista".[6] El segundo propone una relación negativa entre empleo, capacidad de utilización y reparto de las ganancias. A la vez que la economía se expande y el empleo decae, los trabajadores ganan el poder de aumentar los salarios reales o mejorar las condiciones de trabajo, reduciendo así la productividad. Entonces, a la vez que la capacidad utiliza-

[5] Véanse Epstein y Schor [1986, 1988, 1989, 1990], y Epstein [1992].

[6] El neomarxismo incluye autores como, Boddy y Crotty [1975]; Schor [1985]; Goldstein [1986]; Schor y Bowles [1987]; Weisskopf [1988]; Bowles y Boyer [1989]; Bowles, Gordon y Weisskopf [1989].

da aumenta, los costos unitarios del trabajo también aumentan y las utilidades industriales decaen. Por el contrario, el enfoque "kaleckiano" sugiere que una mayor utilización de la capacidad productiva reduce la competencia y da a las firmas poder de mercado, permitiéndoles aumentar sus márgenes de ganancia. Por lo tanto, las utilidades industriales aumentan al mismo tiempo que crece la tasa de utilización de la capacidad productiva o, en el peor de los casos, ésta permanece constante. A partir de ahí, el mercado laboral "kaleckiano" postula una relación no negativa entre el empleo, la utilización de la capacidad productiva y las utilidades.

Es notable que ninguno de los enfoques mencionados esclarezca mucho el funcionamiento de los mercados laborales en el régimen actual de financiarización. En última instancia, por esto Epstein [1992: 7] define las características estructurales de los mercados laborales centrándose en un aspecto muy restringido de la relación capital-trabajo, a saber, el efecto de los cambios en la capacidad utilizada (y, por ende, del "ejército de reserva" de los desempleados) sobre las ganancias del capital; pero la estructura de los mercados laborales "financiarizados" contemporáneos ha sido de forma conjunta determinada por el cambio tecnológico, el cambio regulador y periodos de desempleo en las coyunturas clave del periodo de la financiarización.

En la carrera hacia la financiarización, como lo destaca Lapavitsas [2009], ha habido un reequilibrio entre el trabajo pagado y el no pagado, mientras que la tecnología de la información ha fomentado la contracción del tiempo personal, el trabajo a destajo y las prácticas de trabajo a domicilio, cambios que han provocado efectivamente un incremento de la jornada laboral, sin contar con la posibilidad de que el trabajo se haya intensificado. Basándose, por ejemplo, en la extensa documentación acerca de la satisfacción en el trabajo, resulta

claro que la intensificación del trabajo aunada a las nuevas tecnologías es un motivo clave de la insatisfacción en el trabajo en los países desarrollados, junto con la pérdida de libertad en las decisiones laborales; todo ello ha provocado un deterioro de la calidad de vida. Por último, el proceso de trabajo también se ha visto seriamente afectado por los cambios institucionales del mercado laboral, incluido un aumento del trabajo eventual y la entrada de las mujeres en la fuerza de trabajo, que efectivamente incrementó la población económicamente activa. Como resultado de ello, la fluidez del trabajo aumentó a costa de una mayor inseguridad para los trabajadores.

En ese contexto, es difícil abogar a la vez por una relación "neomarxista" o "kaleckiana" entre empleo y capacidad utilizada. Más bien, las nuevas tecnologías han intensificado la competencia incluso entre firmas que antes tenían un peso significativo en el mercado. En los mercados laborales "financiarizados", el empleo guarda una relación positiva con las tasas de ganancia, pero institucionalmente está disociado del nivel de los salarios.

Además, un análisis poskeynesiano de la relación entre finanzas e industria en las condiciones actuales sugiere que las finanzas tienen una posición dominante en relación con la industria.[7] El motivo de ello es probablemente que las instituciones financieras tienen la capacidad de seguir obteniendo ganancias aun cuando la acumulación real enfrente dificultades. Como resultado de ello, en el marco del régimen actual de acumulación capitalista, las finanzas desempeñan un papel fundamental en la promoción de la acumulación de capital en conjunto. Sin embargo, este es un punto de vista problemático: pese a su creciente autonomía relativa, las finanzas siguen cumpliendo ampliamente con el movimiento esencial de la acumulación ca-

[7] Muy selectivamente, véanse Stockhammer [2002], 2007, Orhangazi [2007].

pitalista, dado que sus bases objetivas aún se encuentran en el dinero ocioso que generan las empresas capitalistas.

La importancia del punto arriba desarrollado también se puede observar en relación con el enfoque del "campo de batalla", según el cual, la inquietud primordial del banco central es mantener la política monetaria fuera de las manos de los trabajadores. Pero también se argumenta que cuando los capitalistas industriales y financieros están fuertemente divididos, la independencia del banco central a menudo sirve para mantener la política monetaria lejos de las manos del capital industrial. En tal caso, el banco central tiende a favorecer, de forma desproporcionada, intereses financieros o "rentistas",[8] lo que significa que hay espacio para alianzas políticas entre el trabajo y la fracción industrial de la clase capitalista, para derrotar a la fracción financiera.

Es importante observar que Epstein [2002: 17] argumentaba recientemente: "parece haber más evolución en esos intereses de clase. En Estados Unidos y probablemente en Europa, parecen surgir cada vez más intereses rentistas e industriales, pero no como en el caso de las antiguas estructuras financieras alemanas y japonesas [Zysman, 1984; Pollin, 1995; Grabel, 1997], donde los intereses industriales dominan las finanzas. Más bien, se puede presentar cada vez más el caso en que con la desregulación de los mercados financieros, es decir, con la financiarización, las mismas empresas industriales comiencen a guiarse cada vez más por motivos rentistas. En resumen, la "financiarización" puede haber cambiado la estructura de las relaciones de clase entre industria y finanzas, volviendo sus intereses mucho más cercanos.

En relación con lo anterior, la obra marxista demuestra que los fundamentos del "campo de batalla" están dañados y que el

[8] Véanse Epstein y Ferguson [1984: 957-983]; Epstein [1992: 1-30].

análisis debe ser reconsiderado [Lapavitsas, 1997: 85-106]. En primer lugar, esa perspectiva implica la presencia de capitalistas "funcionales" puros que poseen proyectos de inversión pero no disponen de dinero; esta es una suposición idealmente abstracta, pues en la práctica, los capitalistas que toman prestado poseen habitualmente una parte de capital propio, más otra parte en préstamo. En segundo lugar, el ingreso en forma de intereses tiende también a acumularse para los capitalistas industriales y comerciales y no es el fundamento exclusivo de un grupo social separado, como serían los capitalistas financieros. Los intereses distintos y a menudo opuestos de los capitalistas prestamistas y prestatarios no pueden entenderse únicamente en términos de un sector industrial y funcional de la clase capitalista en confrontación con otro sector, financiero y adinerado.

Lapavitsas [2009] formula otras observaciones pertinentes respecto a las características de los rentistas contemporáneos en el capitalismo financiarizado. Dichas observaciones confirman el punto de vista según el cual el ingreso en forma de intereses tiende a acumularse para los capitalistas industriales y comerciales y no puede ser el fundamento exclusivo de un grupo social. Los rentistas en la era de la financiarización pueden percibir ingresos extraordinarios debido a su posición en relación con el sistema financiero, y no mediante la posesión de capital financiero. De ahí que la financiarización debe ser abordada concibiendo el sistema financiero como un conjunto estructurado conectado orgánicamente con la acumulación real. El reciente ascenso de las finanzas tiene orígenes sistémicos y sus consecuencias sociales son mucho más complejas que una situación en la que los rentistas exprimirían a los industriales. De igual modo, no hay razón para que los trabajadores apoyen a los industriales en contra de los financieros.

En resumen, las instituciones financieras obtienen ganancias pese a los problemas que la acumulación real enfrenta

durante el periodo de la financiarización. En consecuencia, la importancia del sistema financiero ha aumentado enormemente, dado que las finanzas se han convertido en fuente de ganancias para la clase capitalista en su totalidad, en condiciones adversas. Mientras tanto, las relaciones capital-trabajo han sido reequilibradas con miras a mantener el banco central "inmune" a la influencia de la lucha de clases. Ello implica que, en la era de la financiarización, el banco central no es un "campo de batalla", sino el principal defensor de los intereses financieros; eso se ha ido aclarando gradualmente, durante los numerosos episodios de crisis financieras de los noventa, pero principalmente durante la gigantesca crisis actual de 2007-2009.

3. Socializar pérdidas para proteger ganancias privadas

En la práctica, la aparición y el estallido de burbujas financieras en los noventa han mostrado los límites técnicos de la política monetaria en la era actual y han minado el control de la inflación, proceso que también ha sido gradual. Se hizo un esfuerzo, fallido, por preservar el régimen de política monetaria centrado en el control de la inflación transformándolo en lo que se llamó "control flexible de la inflación".

Para mitigar las consecuencias del estallido de burbujas, los bancos centrales tendieron a cambiar su enfoque de manera pragmática, efectuando cambios de emergencia en la política monetaria. Esa respuesta práctica fue preparada por trabajos analíticos, como los de McGee [2000] y Bean [2003: 787-807], con el argumento de que la estabilidad de los precios no ofrecía ninguna garantía de estabilidad financiera. Desde una perspectiva similar, Borio y Lowe afirmaron en 2002 que si los desequilibrios financieros en la economía son importantes, hay una alta probabilidad de que la estabilidad de precios

provoque una inestabilidad financiera. Por lo tanto, propusieron un llamado "enfoque flexible del control de la inflación" que encontró algún apoyo en Mervyn King, el presidente del Banco de Inglaterra, argumentando que la política monetaria puede necesitar intensificarse en respuesta al aumento de los valores de los activos, aunque la inflación no aumente de manera significativa.

Sin embargo, el problema es que en una economía capitalista es muy difícil distinguir rápidamente entre una burbuja y un periodo de aumento duradero de la productividad. Además, las revoluciones tecnológicas se usan a menudo para justificar más aumentos de los precios de los activos. Está históricamente documentado que las revoluciones tecnológicas a menudo ocasionan burbujas [9] y eso significa que una expansión inicial en la actividad económica, basada en el crecimiento de la productividad, puede dar lugar a burbujas insostenibles, a la vez que la oferta de dinero empieza a aumentar y los precios de los activos se elevan a niveles excepcionalmente altos.

Desde ese punto de vista, la crisis de 2007-2009 arrojó el control de la inflación a una confusión irreversible. Como lo explicamos antes, esa política puede caracterizarse como el arquetipo de un monetarismo sofisticado que surgió principalmente debido a la experiencia de la estanflación de los años setenta [Mayer, 2003]. La política obliga al banco central a buscar un objetivo de baja inflación sujeto a reglas amplias, a la vez que minimiza la función tradicional de prestamista de última instancia.

Imponer la norma de control de la inflación puede ser bastante restrictivo para el banco central.[10] Dado que la economía capitalista se desarrolla de forma dinámica, toda norma que

[9] Véase C.Kindleberger,1989, "Manias, Panics and Crashes".

[10] Aun percibida como "discreción obligada", como en EU, lo que permite una estabilización de la producción y del empleo sujetos a un rango de metas de inflación declarado. Véase Bernanke [2003].

limite la discrecionalidad del banco central es necesariamente estática. La reciente crisis ha demostrado que la evolución dinámica de las finanzas en la era de la financiarización ha minado lo que los neoliberales consideraban como el mayor logro de los regímenes de control de la inflación, a saber, la credibilidad del banco central. Por lo tanto, en el marco de las propuestas implícitas y explícitas para un cambio de régimen de política monetaria, los economistas de la corriente dominante ahora abogan por un nuevo acento en la función de prestamista de última instancia [De Grauwe, 2007: 159-161]; otros han propuesto complementarla con la creación de mercado de última instancia [Buiter y Sibert, 2007].

La crisis de 2007-2009 se manifestó principalmente como una perturbación de los mercados financieros. La incertidumbre y el miedo, que se tornaron fácilmente en pánico, hicieron que hubiera poco o nada de comercio de algunas clases de instrumentos financieros. Las obligaciones de deuda colaterales (CDO, por sus siglas en inglés) de alto riesgo garantizadas, por ejemplo, fueron a menudo imposibles de comercializar dado que no había creador de mercado capaz de valuar de forma creíble los fondos necesarios para establecer precios de compraventa. Tales fallas del mercado ocurrieron de varias formas respecto a los activos financieros, incluidos instrumentos bursátiles y extrabursátiles, pero se sugirió una solución común: el banco central debería ser el creador de mercado de última instancia, función que podía implicar, en primer lugar, compraventas directas de una amplia gama de valores del sector privado y, en segundo lugar, la aceptación de una amplia gama de valores del sector privado como colaterales [Buiter y Sibert, 2007: 171-172].

Sin embargo, ampliar la función del prestamista de última instancia y complementarla con la función de creador de mercado de última instancia dista de ser sencillo. En primer lugar,

podrían surgir diversos problemas de riesgo moral, dado que los bancos centrales sustituyeron crédito privado en bancarrota con crédito público. Sobre esa base, Vives [2008: 99] incluso argumentó que el estallido de las crisis puede ser deseable para mantener la disciplina de inversión; incluso se piensa que algunas instituciones apenas solventes no deberían ser rescatadas.[11] En segundo lugar, es posible que, dado que los bancos centrales adquieren títulos de deuda privados problemáticos, su propia solvencia se vuelva problemática [Buiter, 2008]. Así, se propone que el Estado, en cuanto autoridad fiscal nacional, debería proveer un apoyo máximo al banco central actuando como prestamista y creador de mercado de última instancia; una forma de hacerlo sería que el Estado garantizara explícitamente el balance general del banco central.

Desde la perspectiva marxista adoptada en este trabajo, esas propuestas son una prueba más de que el banco central es utilizado para socializar pérdidas con el fin de proteger ganancias privadas. La independencia del banco central y el control de la inflación han permitido el surgimiento de varias burbujas, en parte por las tasas de inflación bajas, en un esfuerzo por preservar los intereses financieros del capital. El consiguiente desastre ha llevado a renovar la figura del prestamista de última instancia complementado con la nueva función de creador de mercado de última instancia. De ese modo, debido a la severidad y a la complejidad excepcional de la crisis financiera de 2007-2009, la financiarización ha convertido a los bancos centrales en el principal agente protector de los intereses financieros a expensas del conjunto de la sociedad; y ésta paga

[11] Desde una perspectiva distinta, Dickens [1990: 1-23; 1999: 379-398] argumenta que la inestabilidad financiera es un problema creado por la dinámica del mercado capitalista y que refleja las contradicciones de la acumulación capitalista. Las crisis financieras se deben principalmente a las decisiones políticas y son políticas por naturaleza.

para mantener las ganancias de la clase capitalista, por medio de la transformación gradual de la crisis financiera actual en una crisis fiscal de proporciones similares o incluso más gigantescas. Ello es posible porque, en realidad, el Tesoro público garantiza explícita o implícitamente el balance general en expansión del banco central, emitiendo cada vez más bonos gubernamentales para cubrir los costos del rescate de los sistemas financieros, efectivamente en bancarrota en la mayoría de las economías del mundo capitalista.

Conclusión

En vista de lo expuesto, una conclusión inicial en relación con la banca central contemporánea es que el periodo actual del desarrollo capitalista se caracteriza por una paradoja aparente: el poder político de los bancos centrales siguió creciendo, mientras que su poder económico se encuentra seriamente cuestionado. Tal paradoja se relaciona con el papel actual de los intereses financieros en la promoción del conjunto de la acumulación capitalista; por lo tanto, en la era de la financiarización, el banco central se ha convertido en el principal protector de los intereses financieros.

La base técnica del poder del banco central proviene de su monopolio sobre la moneda de curso legal, el cual ha aumentado considerablemente durante el proceso de financiarización. Pero la estabilidad inherente de la economía capitalista, a la cual los factores monetarios y financieros contribuyen en gran medida, establece límites a lo que los bancos centrales pueden hacer; por lo tanto, la relativa autonomía del sistema crediticio es el principal factor que explica la inestabilidad financiera de la época actual.

Además, en la era de la financiarización, durante la cual ha aumentado la fragilidad financiera, la activación de las crisis fi-

nancieras también tiene aspectos políticos y sociales y está sujeta a fuertes luchas entre las clases e intraclase entre capitales financieramente frágiles (y, por lo tanto, menos competitivos) y capitales financieramente fuertes (y más competitivos).

En consecuencia, como resultado de la crisis actual, los estados capitalistas ahora reconocen que el banco central debe ir más allá del control de la inflación para proteger al sistema capitalista de sí mismo, sin abandonar la agenda neoliberal a pesar de todo. Eso ha significado, en primer lugar, un cambio de régimen de política monetaria que destaca la función de prestamista de última instancia, complementada con la nueva función de creador de mercado de última instancia.

En tal contexto, el banco central como creador de mercado de última instancia ha cambiado su enfoque principal, pasando de la inflación a los precios de los activos. Ello significa que el control de la inflación como régimen de política monetaria queda abandonado (incluso como control flexible de la inflación) dado que se vuelve obvio, vista la crisis actual, que en realidad es parte del problema y por lo tanto no puede ser parte de la solución. Sin embargo, dado que en la agenda neoliberal sigue estando la estrategia ideológica y política de las clases dominantes, el mecanismo de mercado libre sigue siendo el arma predilecta de cada solución viable a la crisis actual.

En consecuencia, el objetivo de tan peculiar manejo de los activos, en el centro del cual se encuentran el banco central y el Estado, es por supuesto proveer un sustituto temporal del mercado protegiendo las ganancias del sector privado a expensas de la sociedad, hasta encontrar una solución viable de mercado. No obstante, a medida que el tiempo pase y no se encuentre una solución viable de mercado, las políticas del creador de mercado de última instancia transforman gradualmente la crisis actual en una crisis fiscal, transfiriendo el problema al plano de las políticas económicas generales. Ello representa,

sin embargo, un reconocimiento explícito de que hay límites finales a lo que los bancos centrales pueden hacer para estabilizar las finanzas.

Por lo tanto, la última conclusión interesante que cabe establecer consiste en que mientras el control de la inflación, en cuanto régimen de política monetaria, está muerto por haber minado el sistema financiero capitalista, el cambio pragmático hacia la creación de mercado de última instancia y la administración de activos como nuevo régimen de política monetaria tampoco parece proveer la solución viable de mercado que las clases dominantes del mundo necesitan urgentemente para preservar y extender su poder de clase. Podemos afirmar que la crisis de la teoría y la práctica de la política monetaria en la era de la financiarización apenas comienza.

Además, desde una perspectiva marxista, dado que la crisis de 2007-2009 volvió el fardo de la inestabilidad financiera más pesado para la gran mayoría de la sociedad, resulta clara la necesidad de lograr que el banco central refleje los intereses más amplios de los trabajadores y otros actores, en vez de los de los bancos y las finanzas principalmente. Sin embargo, eso no puede ser una realidad a menos que el banco central y sus políticas se vuelvan de nuevo un sujeto de la lucha de clase renovada por parte de la clase trabajadora y otros actores, en un esfuerzo por establecer un control democrático. A menudo se dice de la banca central que es un arte, pero es claro que no debería ser un arte que sólo beneficie a unos cuantos.

Bibliografía

Bean, C. [2003], "Asset prices, financial imbalances and monetary policy: Are inflation targets enough?", *Revue d' Economie Politique*, 110 (6): 787-807.

Bernanke, B.S., y M. Gertler [1999], "Monetary policy and asset price volatility", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 4: 18-51.

Bernanke, Ben S. [2003], *"Constrained Discretion" and Monetary Policy*, Remarks by Governor Ben.S.Bernanke before the Money Marketeers of New York University, en www.federarereserve.gov/Boarddocs/2003/20030203/default.htm.

——— [2004], "The great moderation", comentarios del gobernador Ben.S.Bernanke en la Eastern Economic Association, Washington, D.C., 20 de febrero, en www.federareserve.gov/Boarddocs/2004

Bordo M.D., y D.C.Wheelock [1998], "Price stability and financial stability: The historical record", *FRBSL Review*, 80, 4: 41-62.

Bordo, M.D.; M. J. Dueker, y D.C. Wheelock [2000], *Aggregate price shocks and financial instability: A historical analysis,* The Federal Reserve Bank of St. Louis, working paper 2000-005B.

Borio C.E.V., y P. Lowe [2002], *Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus*, Bank of International Settlements, working paper 114.

Boddy, Radford, y James Crotty 1975, Class conflict and macro policy: The political business cycle, *Review of Radical Political Economics* 7 (1): 1-19.

Bowles, Samuel, y Robert Boyer [1989], Labour discipline and aggregate demand, *American Economic Review* 78 (2): 395-400.

Bowles, Samuel; David M. Gordon, y Thomas Weisskopf [1989], Business ascendancy and economic impasse: A structural retrospective of conservative economics, 1979-1987", *Journal of Economic Perspectives* 3 (1): 107-134.

Buiter, Willem, y Sibert Anne [2007], The central bank as the market-maker of last resort: from lender of last resort to market-maker of last resort, en *The first global financial*

crisis of the 21st century, Andrew Felton y Carmen Reinhart (eds.), A VoxEU.org Publication, Center for Economic Policy Research (CERP).

Buiter, Willem [2008], "Can central banks go broke?", *Policy Insight*, núm. 24, Center for Economic Policy Research (CERP).

Carare, A., y M. Stone [2003], *Inflation targeting regimes*, IMF, working paper, 03/9.

De Grauwe Paul [2007], "There is more to central banking than inflation targeting", en *The first global financial crisis of the 21st century*, Andrew Felton y Carmen Reinhart (eds.), A VoxEU.org Publication, Center for Economic Policy Research (CERP).

De Vroey, M. [1984], "Inflation: A non-monetarist monetary interpretation", *Cambridge Journal of Economics* 8: 381-399.

Dickens, E. [1990], "Financial crises, innovations and federal reserve control of the stock of money", *Contributions to Political Economy*, 9:1-23.

Dickens, E. [1999], "A political-economic critique of minsky's financial instability hypothesis: the case of the 1966 financial crisis", *Review of Political Economy*, 11: 379-398.

De Brunhoff, S. [1976], *The State, Capital and Economic Policy*, Londres, Pluto Press.

Dumenil, G. [2007], "Neo-liberalism under US hegemony: The crisis of the late 2000s", ponencia presentada en *A Crisis of Financialisation?*, SOAS, 30 de mayo de 2008, en www.soas.ac.uk/events/event43769

Epstein, G, [1992], "Political economy and comparative central banking", *Review of Radical Political Economics*, 24:1-30.

——— [2002], "Financialisation, rentier interests and central bank policy", ponencia presentada en *Financialization of the World Economy*, 7 y 8 de diciembre de 2001, University of Massachusets, Amherst.

Epstein, G, y Ferguson, T. [1984], "Monetary policy, loan liquidation and Industrial conflict: The Federal Reserve and the open market operations of 1932", *Journal of Economic History*, 44: 957-983.

Epstein, G., y Schor, J. [1986], *The political economy of central banking*, Harvard Institute for Economic Research, discussion paper núm. 1281.

——— [1988], "The determinants of central bank policy in open economies", en *Monetary theory and central banking*, Bruno Jossa y Carlo Panico (eds.), Nápoles, Italia, Liguori Press, pp. 225-264.

——— [1989], "The divorse of the banca d' italia and the italian treasury: A case study of central bank independence", en *State, market and social regulation: New perspectives on the italian case,* Peter Lange y Marino Regini (eds.), Nueva York, Cambridge University Press.

——— [1990], "Macropolicy and the rise and fall of the golden age", en *The golden age of capitalism: Reinterpreting the postwar experience*, Stephen Marglin y Juliet Schor (eds.), Nueva York, Oxford University Press.

Friedman, Milton, y Anna Schwartz [1963], *A monetary history of the United States 1867-1960*, Princeton N.J., Princeton University Press.

Goldstein, John [1986], "Mark-up variability and flexibility: Theory and empirical evidence", *Journal of Business*, 59: 599-621.

Itoh, M. y C. Lapavitsas [1999], *Political economy of money and finance*, Macmillan, Londres.

Kindleberger, P.C. [1989], Manias, panics, and crashes: A history of financial crises, Basic Books, Nueva York.

Kneeshaw, J.T., y Van den Bergh [1989], "Changes in central bank money market operating procedures in the 1980s", BIS *Economic Papers*, núm. 23.

Lapavitsas, C. [1997], "Two approaches to the concept of in-

terest-bearing capital", *International Journal of Political Economy*, 27: 85-106.

Lapavitsas, C. [2009], *Financialised capitalism: Crises and financial expropriation*, mimeo.

McGee, R. [2000], *"What should a central bank do?"* , Department of Economics, Florida State University, mimeo.

Marx K., [1976] [1867], *El Capital*, vol. 1, Londres, Penguin/NLR.

Meyer, Thomas [2003], *The monetarist policy debate: An informal survey*, Department of Economics, University of California, Davis, working paper, 3-9.

Orhangazi, O. [2007], *Financialisation and capital accumulation in the Non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation of the US economy: 1973-2003*, PERI, working paper, núm. 149.

Saad-Filho, A. [2000], "Inflation theory: A critical literature review and a new research agenda", en Paul Zarembka (ed.), *Value, Capitalist Dynamics and Money*, 18: 335-362.

Saad-Filho, A., y M.L. Mollo [2002], "Inflation and stabilisation in Brazil: a political economy analysis, 34: 109-135.

Shaikh, Anwar [1997], "The challenge of marxian economics to neoliberal economic theory", ponencia presentada en *Contemporary Economic Theory: Critical Perspectives*, Athens University of Economics and Business, 6 y 7 de octubre.

Schwartz, A.J. [1988], "Financial stability and the safety net", en Haraf, W.S. y R.M. Kushmeider (eds.), *Restructuring Banking and Financial Services In America*, Washington, D.C., American Enterprise Institute For Public Policy and Research, pp. 34-62.

——— [1998], "Why financial stability depends on price stability", en G. Wood (ed.), *Money, Prices and the Real Economy*, Northampton, Edward Elgar, pp. 34-41.

Schor Juliet [1985], "Wage flexibility, social wage expenditures

and monetary restrictiveness", en *Money and macro policy*, Mark Jarsulic (ed.), Boston: Kluwer-Nijhoff, pp. 135-154.

Schor, Juliet, y Samuel Bowles [1987], "Employment rents and the incidence of strikes", *Review of Economics and Statistics*, 59: 584-592.

Siklos, L.P. [2002], *The changing face of central banking: Evolutionary trends since world war II*, Cambridge University Press, Reino Unido.

Stockhammer, E. [2002], "Financialisation and the slowdown of accumulation", *Cambridge Journal of Economics*, 28:719-741.

——— [2007], *Some stylised facts on the Finance-dominated accumulation regime*, PERI, working paper, núm.142.

Stone, M. y P. Bhundia [2004], *A new taxonomy of monetary regimes*, IMF, working paper, 04/191.

Vives, Xavier [2008], "Bagehot, central banking and the financial crisis", en *The first global financial crisis of the 21st century*, en Andrew Felton y Carmen Reinhart (eds.), A VoxEU.org Publication, Center for Economic Policy Research (CERP).

Weisskopf, Thomas [1988], "The analysis of a Neo-Marxian crisis theory", *The Economic Review*, 39: 193-208.

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 243 17/05/2011 02:56:24 p.m.

5. IMPORTANCIA HISTÓRICA Y COSTOS SOCIALES DE LA CRISIS FINANCIERA DEL CRÉDITO DE ALTO RIESGO: EL CASO JAPONÉS

*Makoto Itoh**

Introducción

La confusión financiera que se inició en Estados Unidos durante el verano de 2007 se ha transformado en una crisis financiera mundial que ha causado grandes estragos en la economía real de los países desarrollados y se ha convertido muy rápidamente en una crisis económica mundial. El término "crisis financiera del crédito de alto riesgo" se usa en este artículo para hacer referencia a la totalidad de ese proceso. Además, se examina su importancia histórica de tres maneras distintas, pero relacionadas entre sí. En el apartado 1 se consideran las características específicas de la crisis del crédito de alto riesgo, particularmente en comparación con la burbuja japonesa de los años ochenta y la consecuente crisis de los noventa. En el 2 se va más lejos en la comparación, pues mediante una breve discusión acerca de la gran depresión que siguió a 1929, se exponen razones que sugieren que la crisis actual puede no ser tan drástica. Por último, en el apartado 3 se exploran los costos sociales de la crisis.

1. Características específicas de la crisis financiera del crédito de alto riesgo y su comparación con la burbuja japonesa

La importancia histórica y las características específicas de toda crisis económica siempre van determinadas por el tipo de auge

* El autor agradece a Costas Lapavitsas por la edición de la primera versión de este artículo y sus acertados consejos en su revisión.

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 245 17/05/2011 02:56:24 p.m.

económico que le precede; de ahí, la crisis financiera del crédito de alto riesgo se inició con la burbuja estadounidense de la vivienda y el auge correspondiente. Para comprender por qué esa crisis financiera ha sido tan destructiva para Estados Unidos y la economía mundial, es necesario examinar primero la magnitud y el tipo de auge de la vivienda que tuvo lugar antes en Estados Unidos.

El auge de la vivienda en Estados Unidos empezó en 1996, aunado al de la nueva economía y duró alrededor de 10 años. Tras el estallido de la burbuja de la nueva economía (o de la tecnología de la información) en 2001, el auge de la vivienda resultó ser la fuente principal de recuperación y crecimiento en Estados Unidos, especialmente a partir de 2002. Se estima que aproximadamente 40% del crecimiento económico estadounidense en ese periodo dependía del sector de la vivienda [Kaneko y DeWit, 2008: 9].

El auge de la vivienda hubiera sido imposible sin la expansión de las finanzas que se destinaron a ese sector. En Estados Unidos, los préstamos para vivienda se dividen básicamente en preferenciales y subpreferenciales o de alto riesgo, estos últimos son los préstamos típicamente otorgados a personas de ingreso inferior y baja solvencia. En concreto, los préstamos de alto riesgo se otorgan a personas con un historial de pagos atrasados en créditos anteriores o con un puntaje crediticio FICO estimado en menos de 660 (sistema de puntaje de crédito iniciado por Fair Isaac Co., cuyo puntaje máximo es de 900), o incluso con reembolsos de deudas que comprometen más de 50% de sus ingresos.

Antes, las personas clasificadas como subpreferenciales o de alto riesgo estaban excluidas de los préstamos para vivienda. Sin embargo, después de 2001 hubo un crecimiento importante de los préstamos para vivienda en Estados Unidos, en especial los subpreferenciales. El resultado del auge de éstos fue el incremento constante de los precios de las viviendas, hasta que en

2006 su nivel se duplicó en comparación con 1996. Los préstamos no liquidados para vivienda en Estados Unidos alcanzaron 13 billones de dólares (casi el equivalente del PIB) a finales de 2006. Con semejante volumen de deuda, la proporción de préstamos subpreferenciales aumentó rápidamente, en especial después de 2001. En 2006, los préstamos subpreferenciales representaban 20% del flujo de nuevos préstamos para vivienda. A finales de ese año, la reserva de préstamos subpreferenciales ascendía a 1.7 billones de dólares estadounidenses, es decir, 13% del total de la reserva de préstamos para vivienda [Mizuho Research Institute, 2007: 69, 77].

Un sencillo cálculo permite expresar con mayor claridad la magnitud relativa de la expansión de los préstamos subpreferenciales: el monto usual de un préstamo subpreferencial es de alrededor de 200 000 dólares [Japan Cabinet Office, Policy Planning Room, 2007: 7]; por lo tanto, esos préstamos han sido asumidos en Estados Unidos por aproximadamente 8.5 millones de hogares, es decir, más de 25 millones de personas. Más aún, admitiendo que el importe promedio de un préstamo para vivienda sea de alrededor de 400 000 dólares, el volumen total del crédito para vivienda en Estados Unidos a finales del 2006 (13 billones) fue asumido más o menos por 32.5 millones de hogares, lo que equivale a casi la tercera parte de la población estadounidense. En contraste, en Japón, en 1993 (muy poco después del estallido de la burbuja), los préstamos para vivienda pendientes se estimaron en 141 billones de yenes (alrededor de 29% del PIB). Dado que el préstamo promedio para la vivienda ascendía a 27.4 millones de yenes en 1992, la deuda total por vivienda en Japón repercutía aproximadamente en 5.1 millones de hogares, es decir, 12.3% de la población.[1] Resulta claro que los préstamos para vivienda en general en Es-

[1] Itoh [2006], cap.6, también publicado en Dymski e Isenberg (ed.) [2002].

tados Unidos y, en particular, los préstamos subpreferenciales, excedieron con mucho los préstamos para vivienda en Japón durante la burbuja de finales de los ochenta.

No obstante, la burbuja japonesa era lo suficientemente grande como para provocar pérdidas que ascendieron a más de 1 400 billones de yenes durante los noventa (incluyen la caída de los precios de bienes inmuebles y valores); pero hay que tener en mente que el mercado de la vivienda era sólo una parte de la burbuja y que también había un auge especulativo en la bolsa de valores, así como en el sector inmobiliario. En cambio, el auge económico estadounidense que precedió a la crisis actual tuvo lugar en dos oleadas relativamente distintas: la primera fue la expansión y el estallido de la burbuja de las tecnologías de la información, principalmente en la bolsa de valores de Nueva York, de 1996 a 2001; la segunda fue el auge de la vivienda y el estallido de la burbuja correspondiente, en los años 2000.

Al analizar la comparación con Japón, resulta claro que un factor común estaba presente en las burbujas japonesa y estadounidense y fue lo que causó finalmente el estallido en ambos casos, a saber, los cuantiosos fondos monetarios disponibles que podían ser fácilmente movilizados para operaciones especulativas. Durante el largo descenso que empezó a finales de los setenta, los grandes negocios se apoyaron cada vez más en el autofinanciamiento, como consecuencia de ello, los bancos y otras instituciones financieras de países avanzados se encontraron en posesión de fondos que se podían usar de forma flexible en campos distintos de la actividad industrial. Para los bancos y otras instituciones financieras, esa situación hizo necesario anticipar fondos para crédito al consumo, préstamos para vivienda y operaciones especulativas inmobiliarias y que implicaban una variedad de valores. Ante tal situación, la política monetaria que hizo bajar los tipos de interés también tendía a estimular las operaciones especulativas inmobiliarias

y de valores, como sucedió en Japón, tras el Acuerdo Plaza de 1985 y en Estados Unidos, después de 2001.

Otro factor común a ambas burbujas fue el uso de las TI para operaciones financieras especulativas, incluidos los préstamos para vivienda. El desarrollo de las Tecnologías de la información (TI) ha facilitado la rapidez en la estimación de los planes de reembolso con tipos de interés variables y de las transacciones financieras, así como la expansión flexible del crédito bancario. En las finanzas estadounidenses en particular, las TI fueron utilizadas para derivar puntajes de crédito a particulares, así como para diseñar y mantener préstamos para vivienda híbridos que tuvieran tipos de interés "de incentivo", es decir, reducidos durante los primeros años, con el fin de atraer a los trabajadores de menores ingresos. La tecnología de la información también hizo posible la titulización estructurada en el caso de los préstamos para vivienda en Estados Unidos y la diseminación de valores en todo el mundo.

Dos factores políticos e institucionales facilitaron, sin embargo, la expansión del auge de la vivienda en Estados Unidos: en primer lugar, las políticas neoliberales que eliminaron las regulaciones de las transacciones financieras también permitieron la introducción de préstamos para vivienda con tipos de interés "de incentivo" flexibles; en segundo lugar, la Ley de Reinversión Comunitaria (Community Reinvestment Act, 1977), que alentaba a los bancos a reciclar una parte de los ahorros de los hogares en áreas comunitarias locales y la *Alternative Mortgage Transaction Parity Act* (1982) que evita, con fines de financiamiento de la vivienda, la discriminación de las zonas donde viven personas de menores ingresos, facilitaron el auge de los préstamos subpreferenciales. Esos préstamos aparecían como una política innovadora que promovía la renovación urbana mediante la movilización de fondos financieros privados y, de ese modo, los negocios financieros tomaron ven-

taja de la democratización de los servicios financieros, lo que se consideró como un logro del movimiento por los derechos civiles desde los años sesenta. Tal desarrollo desafortunado y paradójico causó una expansión agresiva de los préstamos para vivienda hacia personas de bajos ingresos, lo que al final resultó desastroso.

La evolución descrita puede situarse en un contexto más amplio; para tal fin, cabe hacer notar que en el largo proceso histórico del desarrollo capitalista, el sistema financiero ha funcionado principalmente como una serie de mecanismos sociales que movilizan dinero ocioso para servir a los fines de acumulación de las empresas capitalistas. Sin embargo, en el siglo xx, los ahorros de los trabajadores, incluyendo fondos de pensión y pagos de seguro, se han incorporado cada vez más a los mecanismos sociales del sistema financiero. Consideraciones similares se aplican al crédito al consumo.

Tradicionalmente, éste ha sido provisto por tiendas de empeño, prestamistas (secuela de la era precapitalista) y compañías de crédito al consumidor. Esos mecanismos de crédito al consumo han seguido siendo relativamente pequeños y marginales en comparación con los sistemas bancarios y los financieros contemporáneos. Sin embargo, dado que las grandes empresas se han apoyado cada vez más en el autofinanciamiento, las instituciones financieras formales han tenido menos oportunidades de prestar dinero a empresas no financieras; de ahí que los bancos más importantes y otras instituciones financieras empezaran a expandir el crédito al consumidor y en especial los préstamos para vivienda a los trabajadores, también incluyeron gradualmente estratos de menores ingresos. En ese sentido, la mercancía fuerza de trabajo se ha financiarizado cada vez más.[2] Tal tendencia estaba claramente presente durante la

[2] Esta noción es esencialmente similar a la de Lapavitsas [2009], para quien

burbuja japonesa, pero durante el reciente auge inmobiliario en Estados Unidos se exacerbó de manera exorbitante. Los bancos y las agencias inmobiliarias relacionadas con ellos tentaron de forma enérgica a los trabajadores a tomar prestado, haciéndoles creer en una perspectiva de ganancias de capital en un contexto de auge de la vivienda en Estados Unidos.

Cabe hacer notar, sin embargo, que la burbuja japonesa se financió principalmente con fondos internos obtenidos de los ahorros de los hogares japoneses de altos ingresos y que representaban alrededor de 15% del PIB. En cambio, el auge de la vivienda en Estados Unidos no contaba con fuentes internas de fondos comparables, dado que los ahorros de los hogares estadounidenses eran raquíticos; por esa razón, esa burbuja se financió con la recaudación global de fondos obtenida de la titulización de las hipotecas. En consecuencia, las prácticas financieras en el mercado de la vivienda de Estados Unidos fueron muy diferentes de las prácticas de los bancos japoneses durante el periodo anterior, e incluso de las de las asociaciones estadounidenses de cajas de ahorros (Saving and Loan Associations, S&L) en los ochenta.

Durante estos años, el modelo de préstamo de las empresas financieras en Estados Unidos que asumieron negocios hipotecarios (usualmente S&L) consistía en "prestar para mantener" (*originate to hold*). En cambio, durante el reciente auge, los principales creadores de hipotecas eran compañías que no aceptaban depósitos y procedían a la venta de los préstamos. Los compradores eran usualmente sociedades instrumentales (Special Purpose Vehicles, SPV) que pertenecían a grandes bancos comerciales y de inversión. Después de adquirir esas hipotecas, las SPV combinaban muchas de ellas en valores con

---

la expropiación financiera de los asalariados es central en la financiarización del capitalismo contemporáneo.

respaldo hipotecario (MBS) que vendían después a otras instituciones financieras. Los bancos también crearon hipotecas que eran después descontadas del balance general mediante ventas a las SPV establecidas con ese propósito. Tal es la esencia del modelo "prestar para vender" (*originate to distribute*).

Mediante las técnicas descritas, el mercado de préstamos para vivienda en Estados Unidos se estructuró en dos capas: la primera incluía a prestamistas originales (típicamente compañías hipotecarias) y hogares prestatarios, mientras la segunda estaba constituida por instituciones financieras que distribuían valores con respaldo hipotecario en todo el mundo. Esas nuevas prácticas liberaron a los prestamistas originales, como las compañías hipotecarias, de los límites que les imponían los depósitos como recurso de préstamo; además, alentaron a los bancos a buscar fondos que no fueran depósitos, llevándolos así a practicar préstamos mayoristas en el mercado de dinero. También parecieron liberar a los bancos del riesgo crediticio (mora individual) y del relacionado con los tipos de interés (tipos de interés fijos en préstamos para vivienda y tipos fluctuantes para los depósitos).

Tal modo de proceder fue característico del mercado de préstamos para vivienda en Estados Unidos desde mediados de los años noventa. En Japón, cuando la burbuja especulativa de la vivienda surgió a finales de los ochenta, no habían mecanismos de ese tipo; ello explica porqué el colapso del mercado de la vivienda en Estados Unidos provocado por los créditos de alto riesgo y de otros tipos originó una crisis financiera mundial, mientras que los efectos del estallido de la enorme burbuja japonesa fueron esencialmente locales. De igual modo, los bancos japoneses como tenedores de hipotecas sufrieron en principio debido al deterioro de la calidad de sus préstamos tras el estallido de la burbuja; en cambio, después del estallido de la burbuja en Estados Unidos, los efectos se ex-

pandieron ampliamente, dado que la caída de los precios de los valores respaldados por hipotecas y activos dañaron el balance general de un gran número de instituciones financieras, entre ellas, además de los bancos comerciales, fondos de cobertura, de seguro, de pensión, empresas de seguridad y bancos de inversión.

La diferencia mencionada es una razón importante que explica el hecho de que las autoridades estadounidenses asignaran inicialmente fondos públicos para comprar o garantizar valores respaldados con hipotecas y otros, cuyos tenedores eran diversas instituciones financieras; en cambio, las autoridades japonesas inyectaron fondos públicos principalmente en el capital social de los bancos más importantes. Fue sólo después de que la crisis se agravó, que el gobierno de Estados Unidos modificó sus operaciones de rescate de bancos para integrar inyecciones directas de dinero público en el capital social de los bancos.

A menudo se comparan los sistemas financieros japonés y alemán con los sistemas estadounidense y británico. El primer tipo depende más de las finanzas indirectas (o crédito bancario "prestar para mantener"), mientras que el segundo depende de las finanzas directas (o crédito "prestar para vender", que opera por medio del mercado de valores). En los últimos años prevaleció el punto de vista según el cual los métodos de Estados Unidos-Reino Unido eran superiores a los de Japón-Alemania. Una razón aparente de ello es que los mercados de valores competitivos son más transparentes, racionales y eficientes al asignar fondos monetarios, en comparación con el crédito bancario indirecto, que depende de relaciones personales e información privada y resulta incluso en un capitalismo amiguista. Tales perspectivas ganaron credibilidad durante el auge de la vivienda, mientras, por una parte, el sistema estadounidense de titulización de préstamos movilizaba exitosamente fondos

mundiales para alimentar la demanda crediticia y, por la otra, los precios de las casas seguían en aumento.

Desafortunadamente, no había una base real para la teoría (o la creencia) de que los riesgos de que eran portadores los préstamos para vivienda, que incluían los subpreferenciales, se pudieran dispersar y reducir objetivamente mediante valores respaldados con hipotecas. En realidad, los riesgos que conllevaban los valores respaldados por hipotecas no eran en absoluto transparentes y se tornaron aún más oscuros debido a la gradación errónea de las agencias calificadoras de solvencia crediticia, tales como Standard and Poor's o Moody's. Así, en junio de 2007, dos fondos de cobertura asimilados al gigantesco banco de inversión Bear Stearns quebraron debido a las pérdidas en los valores con respaldo hipotecario de alto riesgo. Ello dio inicio a un rápido proceso de reclasificación de más de mil valores con respaldo hipotecario por parte de Standard and Poor's y Moody's. Alrededor de seis meses después de que concluyó el auge de la vivienda, los riesgos reales de que eran portadores los valores con respaldo hipotecario emitidos en Estados Unidos y mantenidos en el mundo se revelaron súbitamente.

En 2007, los valores con respaldo hipotecario alcanzaban aproximadamente 700 000 millones de dólares, 600 000 millones en bonos "Alt-A" (con ligeramente mejor calidad) y 390 000 millones en obligaciones de deuda colaterales (CDO)[3] que circulaban en los mercados financieros mundiales. En el verano de 2008, Fannie Mae (Asociación Federal Nacional Hipotecaria, FNMA, por sus siglas en inglés: Federal National Mortgage Association) y Freddie Mac (Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios, FHLMC, por sus siglas en inglés: Federal Home

[3] Las CDO (obligaciones de deuda colaterales) son valores respaldados por valores con respaldo hipotecario y otros créditos al consumidor, como los préstamos para automóviles.

Loan Mortgage Corporation) sufrieron una crisis severa y en septiembre fueron virtualmente nacionalizadas. Dado que esas empresas garantizan casi la mitad de los préstamos para vivienda de primera calidad de Estados Unidos, se vio entonces claramente que la calidad de los préstamos de todo el mercado hipotecario de Estados Unidos se había deteriorado seriamente; por lo tanto, los valores generados por ese mercado empezaron a provocar golpes destructivos a las instituciones financieras de formas completamente impredecibles. Los mercados financieros mundiales entraron en un campo de minas, reportando incesantemente pérdidas enormes y corriendo el riesgo de caer en bancarrota.

La crisis financiera de los créditos de alto riesgo ha demostrado que la creencia neoliberal en la eficiencia del mercado no tiene fundamentos, en particular en lo que se refiere a los mercados financieros. Al mismo tiempo, ha obligado a replantear la cuestión de la supuesta superioridad del sistema financiero estadounidense (y del Reino Unido) sobre el japonés (y alemán). Una vez que la burbuja especulativa del mercado de la vivienda estalló, el sistema financiero estadounidense esparció el desastre en todo el mundo, causando una gran inestabilidad interna y mundial. En contraste, la crisis japonesa tuvo un alcance local y afectó principal y más severamente al sector bancario. De igual manera, la inyección de fondos públicos en las instituciones financieras estadounidenses y europeas puede tener resultados distintos a los de la política japonesa de los años noventa y 2000 y la crisis financiera actual puede revelarse más difícil de enfrentar. La economía japonesa atravesó un decenio de estancamiento o más (con casi cero crecimiento después de 1991), pero la crisis actual puede causar severas caídas y una depresión más prolongada en las economías más fuertes.

2. ¿Una vez en cien años?

En mayo de 2007, en una época en que el problema del alto riesgo quedaba claramente a la vista, la OCDE [2007] predijo una desaceleración de la economía estadounidense. Se pensaba que no era el anuncio de un periodo de debilidad económica mundial, sino más bien el de un "suave" reequilibrio de la economía mundial, y que Europa retomaría la batuta del crecimiento de manos de Estados Unidos; a ese escenario se le llamó "hipótesis de desacople". Tal expectativa se basaba obviamente en la experiencia de las burbujas especulativas anteriores, por ejemplo, el estallido de la burbuja japonesa después de los noventa, la crisis asiática en 1997-1998 y el estallido de la burbuja de la nueva economía en Estados Unidos en 2001, burbujas que tuvieron efectos relativamente locales y limitados y a las cuales incluso les siguieron otras en otros lugares del mundo.

Desafortunadamente, ese escenario falló por las características específicas de la crisis financiera del crédito de alto riesgo, que no permitían que fuera una crisis de alcance sólo local. La crisis del crédito de alto riesgo ahora se transforma en una viciosa crisis mundial dentro de una "hipótesis de reacople". El carrusel burbuja-crisis-burbuja en sucesivas partes del mundo dejó de funcionar y cuando ya se dejaba sentir la fuerza destructiva de la crisis financiera del crédito de alto riesgo, Allan Greenspan, antiguo presidente de la Junta de gobernadores de la Reserva Federal, la calificó de "tsunami", mismo que ocurría una vez cada siglo. El primer ministro japonés, Taro Aso, secundó a Greenspan y afirmó que el mundo se encontraba en una crisis financiera que ocurría una vez en 100 años. Tales afirmaciones parecen reflejar la verdadera amenaza que representa la crisis económica mundial actual.

La pregunta inevitable es: ¿la fuerza destructiva de esta crisis resultará mayor que la de 1929? En resumen, la crisis de

1929 ocurrió en Estados Unidos al final de un auge económico, se agravó progresivamente durante los tres años y medio siguientes, provocó una caída de los precios de las acciones de casi 90%, causó 9 000 quiebras de bancos en tres oleadas, un alza de la tasa de desempleo a 25% y una disminución del PIB de alrededor de 46%.[4] A su paso dejó una severa espiral de deflación, una crisis agrícola mundial, la caída del patrón oro que había sido restaurado en los años veinte, una contracción del comercio internacional debido a la formación de bloques comerciales y una devastación general en la vida económica en todo el mundo. ¿Nos estamos acercando acaso a un colapso económico similar o aun más grave mediante la crisis financiera actual? Ese temor empezó a extenderse entre los círculos internacionales financieros y de negocios mientras ocurrían caídas tajantes de los precios de las acciones después del "choque Lehman", es decir, el colapso del banco de inversión Lehman Brothers en septiembre de 2008.

Ya no se puede ignorar la posibilidad de que devastación semejante pueda ocurrir de nuevo. En sí, la crisis actual es una manifestación contemporánea de las contradicciones internas de la economía capitalista, pero la cuestión debe tratarse con cautela. Varias crisis financieras han surgido durante las dos últimas décadas, principalmente el estallido de la burbuja gigante japonesa de los ochenta, la crisis asiática de 1997-1998 y el estallido de la "burbuja punto com". Esas crisis implicaron el desvanecimiento de activos financieros cuyo valor en relación con el PIB era similar al de la gran crisis de 1929, e incluso mayor. Sin embargo, ninguna de ellas, y esto es válido para la crisis de alto riesgo mientras escribimos, había provocado un colapso de la economía por medio de la destrucción mutua

[4] Takumi [1994, 1998] presenta un análisis detallado de la gran crisis posterior a 1929.

entre finanzas y economía real. El contexto actual es distinto del de 1929 y la crisis financiera ahora debe abordarse desde una perspectiva apropiada. Consideremos los siguientes cuatro factores que podrían disminuir el efecto de la crisis actual en comparación con la de 1929.

En primer lugar, después del choque inicial de 1929, mediante el patrón oro se restringió la flexibilidad de las políticas monetaria y fiscal, al fijar tipos de cambio y obligar a los distintos países a acumular reservas de oro; más tarde, la formación de bloques comerciales aceleró el deterioro del comercio mundial. En contraste, el sistema de tipos de cambio flotantes actual libera a la mayor parte de los países de la necesidad de conservar reservas de medios de pago internacionales, medida que da lugar a la aplicación flexible de políticas monetarias y fiscales. De ese modo, es posible inyectar enormes cantidades de fondos públicos para rescatar bancos y otras instituciones financieras, siguiendo los métodos japoneses de finales de los noventa.

No cabe duda que la inyección de fondos públicos en instituciones financieras mitiga el peligro de colapso grave de la economía mundial, en particular al combinarla con políticas fiscales y monetarias de emergencia en Estados Unidos. Esas políticas tienden a su vez a incrementar el déficit presupuestario y aumentar el peso de la deuda pública durante varios años, contribuyendo así al estancamiento económico persistente, como sucedió en Japón. Además, el gran déficit presupuestario de Estados Unidos puede ser financiado solamente por medio de una considerable expansión de la deuda internacional, alimentando así el espectro de una caída del valor del dólar. Ello hace necesario que el gobierno estadounidense busque cooperación política internacional para evitar un colapso del dólar y a la vez crear un nuevo orden monetario internacional.

En segundo lugar, durante la gran crisis de 1929, los capitales monopolistas en los países más fuertes redujeron rá-

pidamente la producción y el empleo con el fin de mantener los precios de monopolio y seguir obteniendo ganancias. Ese comportamiento es característico del monopolio y exacerbó en general los resultados macroeconómicos de las economías más fuertes en esa época. Sin embargo, en las condiciones actuales, la enfermedad monopolística no es tan evidente: incluso las empresas más grandes operan bajo la presión de la competencia mundial y enfrentan dificultades para mantener precios de monopolio y obtener ganancias en sus mercados nacionales; esa situación es el origen de las dificultades que los tres grandes de la industria automovilística estadounidense enfrentan. Por lo tanto, el colapso de la producción y el empleo por parte de grandes empresas sería probablemente menos severo que en 1929 y el resultado, antes bien que la causa, del deterioro de la demanda de consumo. Además, como lo mencionamos antes, las grandes empresas multinacionales se autofinancian cada vez más, en virtud de lo cual, sus actividades de negocios podrían no sufrir directamente los efectos de la restricción del crédito provocada por la crisis financiera; por su parte, las pequeñas y medianas empresas que dependen en gran medida del crédito bancario han sufrido gravemente durante la crisis.

En tercer lugar, y en relación con los dos primeros puntos, el efecto destructivo de la crisis financiera sobre el empleo y los salarios reales del sector industrial ha sido menos drástico que en 1929, aunque se agrava cada vez más. Los ahorros de los trabajadores, los seguros, las pensiones y el seguro social, incluyendo los seguros de desempleo, han sostenido el consumo de los trabajadores hasta cierto punto, aunque en un clima de incertidumbre creciente. Al mismo tiempo, el aumento del desempleo, los recortes de horas laborables y las reducciones de los salarios de los trabajadores, permitirán sin duda que las empresas capitalistas reduzcan con flexibilidad sus costos al enfrentar la crisis.

En cuarto lugar, en la era de la mundialización, la vitalidad económica de los países en desarrollo, por ejemplo China y otras economías asiáticas, ha mejorado de manera considerable. El éxito de esos países ha dependido de la movilización continua de mano de obra barata mediante la inversión directa de empresas multinacionales extranjeras. La transferencia de excedente económico de países en desarrollo por medio del comercio, la inversión y las finanzas sirve, directa o indirectamente, como amortiguador que mitiga la crisis económica en los principales países desarrollados. Las importaciones de bienes de consumo baratos, por ejemplo, ayudan a disminuir las dificultades que la crisis económica causa a los trabajadores, aunque también presionan los sueldos a la baja.[5] Por último, la acumulación de los ingresos provenientes del petróleo durante el periodo de sus altos precios, reciclados mediante los mercados financieros internacionales, también contribuyó a mitigar la crisis financiera, aunque al mismo tiempo promovió la burbuja especulativa durante el periodo que le antecedió.

De momento, el conjunto de todos los factores mencionados ha mitigado la crisis financiera de alto riesgo y la ha hecho menos severa que la de 1929. Sin embargo, ese efecto no puede ser considerado absoluto y eterno, pues aún no queda claro hasta qué punto esos factores pueden resistir a la tendencia autodestructiva intrínseca de las finanzas contemporáneas. En mucho dependerá de la interacción entre la economía real y las finanzas y del daño mutuo que se haya infligido; el peligro podría consistir en que la severa presión ejercida sobre las empresas y el Estado se transfiera a los trabajadores; como mínimo, la brecha entre ricos y pobres aumentaría en todo el mundo, lo mismo que el número de trabajadores pobres.

[5] Desde este punto de vista, vale la pena releer la teoría del intercambio desigual establecida por la escuela dependentista, incluyendo a Emmanuel [1972].

3. Los costos sociales

El neoliberalismo, esquema que recurre a la microeconomía neoclásica y cree en la eficiencia de los mercados competitivos y no regulados, ha dominado en los países capitalistas avanzados desde principios de los ochenta. Tal esquema ha promovido la privatización de empresas públicas, así como la desregulación en varias áreas, incluyendo el sector financiero. En todo el mundo se ha resaltado en particular en la supuesta eficiencia de las finanzas de tipo estadounidense basadas en los mercados de valores. Por lo tanto, cabe señalar de forma categórica que la actual crisis financiera de alto riesgo no se debe a un efecto externo, como un terremoto o una guerra, sino, en gran medida, al funcionamiento interno del propio sistema financiero estadounidense.

Las pérdidas económicas resultantes son una clara evidencia de la falsedad de las creencias neoliberales en la eficiencia del mercado y en las ventajas aparentes de las finanzas de tipo estadounidense; tales pérdidas tienen varios aspectos y deben definirse como los costos sociales de la crisis financiera de alto riesgo. La noción de costo social comprende, en general, una variedad de fenómenos, como externalidades que se imponen a un tercero o al conjunto de la sociedad, pérdidas macroeconómicas debidas al fracaso en alcanzar asignaciones óptimas, además de los costos que supone la política pública. Aunque los costos sociales totales de la crisis financiera actual están lejos de ser definitivos, se pueden identificar desde ahora los cuatro aspectos siguientes, en especial teniendo presente el ejemplo previo de la burbuja japonesa.

En primer lugar, los deudores hipotecarios sufren pérdidas económicas: ya a partir de 2008, tuvieron lugar en Estados Unidos más de 2 millones de ejecuciones hipotecarias. Para esos deudores que han sido echados de sus casas, los pagos

anteriores de sus préstamos y los gastos en bienes inmuebles duraderos que realizaron, se perdieron por completo. Esas pérdidas golpearon mayoritariamente a prestatarios de bajos ingresos del sector subpreferencial o de alto riesgo. Sin embargo, incluso los prestatarios hipotecarios preferenciales han sufrido un deterioro de los valores de sus activos y de sus ingresos. Dada la caída de los precios de las viviendas, el valor de mercado de una casa puede bajar fácilmente hasta llegar a ser inferior al monto de la deuda hipotecaria, pese a lo cual se exige el reembolso de la deuda e incluyen las pérdidas de capital.

Después del estallido de la burbuja japonesa, los precios de las viviendas en los noventa cayeron más de la mitad en algunas zonas metropolitanas; desde el punto de vista de los deudores, el reembolso continuo de los préstamos por vivienda no tenía equivalente, todo era en vano. En Estados Unidos, el ritmo del deterioro de los precios de las viviendas ya es más rápido que durante la crisis de 1929 y la caída podría finalmente exceder la de 26% alcanzada en ese periodo [Kaneko y DeWit, 2008: 22]. Dado que el volumen total de los préstamos para vivienda es más o menos equivalente al PIB, los pagos efectuados en vano por los deudores en un periodo de varios años podrían representar la tercera parte del PIB actual y ello provocaría una pérdida social enorme, sin siquiera considerar los costos de las ejecuciones hipotecarias.

En segundo lugar, se han producido considerables pérdidas de capital provocadas por la caída de los precios de un amplio abanico de valores en todo el mundo –valores con garantía hipotecaria, valores respaldados por activos, acciones, etc. Tras el estallido de la burbuja japonesa, las pérdidas totales de capital por concepto de precios de acciones se estimaron en alrededor de 500 billones de yenes, más o menos el equivalente del PIB de Japón a mediados de los años noventa, ello sin incluir pérdidas similares de capital sobre bienes inmuebles [Itoh, 2006, cap.

6]. Está por verse si las pérdidas totales de capital sobre valores en Estados Unidos y otras partes del mundo alcanzarán actualmente proporciones similares en relación con el PIB, pero no cabe duda de que su magnitud absoluta será varias veces superior a la de las pérdidas en Japón en los noventa.

¿Qué se puede decir de lo que implican las pérdidas de capital sobre valores, acciones y bienes inmuebles, en particular desde el punto de vista de la teoría del valor-trabajo? Hasta cierto punto, esas pérdidas pueden ser compensadas por las ganancias obtenidas durante el auge anterior, pero no hay garantía de que se equilibrarían por completo. Además, las caídas de precios que tienen lugar durante el estallido de una burbuja operan como pérdidas puras para los trabajadores individuales, las empresas y el conjunto de la sociedad. Es cierto que una parte de esas pérdidas de capital permanece latente mientras no se vendan los activos; éste es un aspecto de la estimación ficticia de los valores de los activos; y, cuando las pérdidas de capital se concretizan mediante la venta de valores, se tiene la posibilidad de que otros puedan beneficiarse mediante esas transacciones. Aun así, probablemente el resultado neto sea más bien negativo y todo resulte en un juego de suma cero. Comprender la dimensión social del valor (negativo) de las pérdidas de capital sigue siendo una cuestión teórica espinosa.

Para la teoría marxista del valor, el trabajo vivo encarnado en la producción social total anual es la esencia del valor nuevo creado; el cual se distribuye entre la clase capitalista (incluyendo terratenientes y rentistas) y los asalariados. Es posible que una parte del valor producido se pierda debido a la dificultad para realizarlo en los mercados (es decir, cuando las mercancías no se pueden vender o cuando se venden por debajo de su precio normal). Sin embargo, las pérdidas de capital para la sociedad no necesariamente se relacionan con una parte no realizada del valor producido por la fuerza de trabajo

viva en un año o corresponden a ella; antes bien, el volumen de las pérdidas de capital es probablemente mucho mayor.

Es probable que las pérdidas de capital indiquen, en primer lugar, la destrucción de una parte del trabajo pasado acumulado y, en segundo lugar, la redistribución del flujo de ingresos originado por la fuerza de trabajo viva anual. Tal situación es teóricamente distinta, pero guarda semejanzas con la depreciación "moral" de la maquinaria, consistente en la destrucción social del tiempo de trabajo acumulado en maquinaria cuando una tecnología más eficiente en una industria se convierte en patrón social. En un contexto de crisis económica, es posible que un golpe destructivo semejante adopte la forma de pérdidas de capital sobre valores, acciones y precios de bienes inmuebles (como una devaluación del capital ficticio, para retomar el término marxista). Ello impondría, directa o indirectamente, cambios en la distribución del flujo anual del ingreso y probablemente reduciría el flujo agregado.

Independientemente de su efecto en el volumen y la distribución del ingreso, una caída de los precios de los valores impone sin duda pérdidas para los bancos y otras instituciones financieras. En virtud de las regulaciones de Basilea II sobre la adecuación de capital (introducidas en 2004 por el Banco de Pagos Internacionales, BPI), el sistema contable al valor equitativo se ha vuelto el patrón mundial para los bancos, lo que concuerda con las prácticas de los mercados financieros titulizados, dado que facilita los cálculos actuales del valor de las acciones de las sociedades financieras y otras empresas. Ello es otro ejemplo de la imposición de prácticas de tipo estadounidense en todo el mundo, en un intento más general por proveer un entorno más transparente en el cual asumir la administración del riesgo relacionado con los valores y las bolsas de valores. El efecto de esas regulaciones ha sido dañino para los bancos, debido a que las pérdidas de capital crecientes

(pero latentes) han complicado el mantenimiento de los ratios de adecuación de capital y se ha agravado el efecto de la crisis financiera del crédito de alto riesgo.

Los bancos japoneses sufrieron enormemente en los noventa a causa de las regulaciones anteriores de Basilea I sobre la adecuación de capital, impuestas por el BPI en 1987. Dichas regulaciones exigían que los bancos mantuvieran un ratio de adecuación del capital de al menos 8% y prolongaron la crisis en Japón, deteriorando aún más la capacidad de los bancos para otorgar créditos a las pequeñas y medianas empresas. En resumen, las regulaciones del BPI, I y II, no sólo han sido ineficientes en materia de prevención del estallido de burbujas, sino además han empeorado las crisis bancarias subsecuentes.

Al mismo tiempo, cabe hacer notar que, actualmente, los bancos y otras instituciones financieras, incluidos los inversionistas institucionales, manejan no sólo los fondos monetarios de empresas capitalistas y de los adinerados, sino también los ahorros y las contribuciones para pensiones y seguros de la masa trabajadora. Dado que grandes proporciones de esos fondos se invierten en acciones y otros valores, es probable que las pérdidas de capital y los incumplimientos asociados por parte de las instituciones financieras también afecten mucho a los trabajadores; los costos potenciales son una razón de peso que ha hecho que la inyección de fondos públicos destinada a rescatar el sistema financiero no haya encontrado una oposición más fuerte por parte de los trabajadores.

En tercer lugar, el dinero público que se ha usado para rescatar bancos y otras instituciones financieras es un costo de tipo social. En Estados Unidos, por ejemplo, el gobierno de Bush logró aprobar la Ley de Estabilidad Financiera a principios de octubre de 2008, permitiendo la inyección de hasta 700 000 millones de dólares en el sistema financiero, cantidad casi equivalente al volumen total de los fondos públicos japoneses (70

billones de yenes) inyectados a los bancos en los años noventa. Esa medida se tomó principalmente en forma de acciones, para permitir a los bancos respetar las regulaciones de Basilea I. En algunos casos, los fondos funcionaron como una especie de subsidio que apuntaba a reestructurar los bancos en quiebra nacionalizándolos efectivamente, sólo para reprivatizarlos después. Tal fue el caso, por ejemplo, del Banco de Crédito a Largo Plazo (Long-Term Credit Bank of Japan) que se convirtió en el Banco Shensei, y del Banco de Crédito Nipón (Nippon Credit Bank), después Banco Aozora. En otros casos, sin embargo, la masa de fondos públicos inyectados retornó al Estado a medida que la economía se recuperaba a partir de 2002 y después de la racionalización y las fusiones entre bancos; no obstante, alrededor de 10 billones de yenes siguen sin cobrarse y eso es puro costo social. Dado que los fondos públicos en Estados Unidos se utilizan en gran parte para comprar títulos de deuda problemáticos a los bancos, es posible que ello resulte en un costo social proporcionalmente mayor a medida que esos títulos pierden progresivamente su valor.

Con todo, los fondos asignados en virtud de la Ley de Estabilidad Financiera no cubren la totalidad de los fondos públicos gastados por el gobierno estadounidense y la Junta de gobernadores de la Reserva Federal durante la crisis actual: según un informe, Estados Unidos ha prometido hasta 7.7 billones de dólares para aligerar los mercados de crédito congelados [Pittman y Ivery, 2008]; esa cantidad incluye 3.2 billones de dólares ya interceptados por instituciones financieras y 2.4 billones de dólares asignados por la Fed para intervenir en el mercado de los efectos de comercio. El total de los fondos asignados se eleva a alrededor de la mitad del PIB estadounidense y equivale a nueve veces lo que Estados Unidos ha gastado hasta ahora en las guerras en Irak y Afganistán; es probable que una parte significativa de esos fondos también se pierda por

impagos o deterioro de los precios de valores y se conviertan así en una carga para los contribuyentes.

De forma más general, el Reino Unido y varios otros países de la Unión Europea han estado asignando fondos públicos al rescate de instituciones financieras, ello a nombre de la cooperación internacional y con el objeto de evitar que el atolladero financiero actual empeore. Mediante la inyección de fondos públicos, varios bancos y otras instituciones financieras han sido efectivamente nacionalizados, o están cerca de someter su administración al control público. Tal evolución es completamente contraria a los preceptos teóricos del neoliberalismo; de hecho, es más cercana a los argumentos socialistas sobre la administración de la economía capitalista, que incluso al keynesianismo tradicional.

En cuarto lugar, también están los costos sociales causados por los efectos destructivos de la crisis financiera del crédito de alto riesgo sobre la economía real, los cuales son difíciles de estimar, pero son sencillamente muy considerables. Por ejemplo, incluyen la caída de las ganancias y del ingreso de las empresas capitalistas, la de la producción y el aumento de la capacidad ociosa y de los recursos ociosos de forma más general. Se predice, por ejemplo, que las tasas de crecimiento en las economías más fuertes caerán en 2009, volviéndose negativas en su mayoría; para toda la OCDE, se espera que el crecimiento caiga de 1.4% en 2008 a –0.3% en 2009; para Estados Unidos, de 1.4 a –0.9%; para Japón, de 0.5 a –0.1%; y para la zona Euro, de 1.1 a –0.5% [OECD, 2008]. Un aspecto importante de los costos que esa situación ha impuesto, a la vez para los individuos involucrados y para el conjunto de la sociedad, es el alza consiguiente del desempleo. Es probable que todo adquiera mayores proporciones a medida que la economía real sea golpeada más fuerte: el Director general de la Organización Internacional del Trabajo, por ejemplo, anunció en octubre de 2008 que el desempleo en el mundo podría aumentar de 197 millones en 2007 a 210

millones en 2009; además, destacó que esas cifras eran sólo un intento de estimación y que la realidad podía ser aún peor.[6]

En conclusión, la crisis financiera del crédito de alto riesgo ha marcado claramente los límites históricos del neoliberalismo y ha mostrado la necesidad de poner fin a 30 años de neoliberalismo. Al mismo tiempo, ha puesto de manifiesto la inestabilidad fundamental y las contradicciones de la economía capitalista porque no puede atribuirse a la simple mala administración o a políticas económicas equivocadas. Ni el tipo japonés ni el estadounidense de finanzas directas fueron capaces de evitar la expansión y el estallido desastrosos de enormes burbujas. Bajo el dominio del neoliberalismo, la economía capitalista ha tenido mucha libertad en materia de control social y regulación, especialmente en lo que se refiere a las finanzas. La financiarización de la fuerza de trabajo ha avanzado a pasos agigantados y la crisis financiera de alto riesgo es el resultado desastroso del capitalismo financiarizado promovido por el neoliberalismo.

La crisis actual ha mostrado que las teorías y políticas neoliberales son sumamente problemáticas. Los enfoques teóricos que pueden ofrecer alternativas bien fundadas aún no están claros, pero el keynesianismo no debería ser el único otro enfoque en el debate. La economía política radical, basada en la teoría marxista del dinero, el crédito y las finanzas, encuentra en la crisis actual una oportunidad de probar y desarrollar sus ideas y propuestas,[7] además de proponer alternativas al neoliberalismo que sirvan mejor a los intereses de los trabajadores que las ideas alternativas originadas en la corriente dominante.

[6] ILO, Press release, 20 oct. 2008 (referencia: ILO/08/45), http://www.ilo.org/global/About_the_ILO/Media_and_public_information/Press_releases/lang--en/WCMS_099529/index.htm

[7] Algunas de estas ideas fueron presentadas en Itoh y Lapavitsas [1999].

Bibliografía

Blundell-Wignall, A. [2007], "Structured products: Implications for financial markets", en *Financial Market Trends*, núm. 93, vol. 2.

Dymski, Gary, y Dorene Isenberg (eds.) [2002], *Seeiking Shelter in the Pacific*, Nueva York Armonk, Sharpe.

Emmanuel, Arghiri [1972], *Unequal exchange,* Nueva York, Monthly Review Press.

IMF [2007, 2008], *Global Financial Stability Report,* septiembre-octubre.

Imura, Kiyoko [2008], "What the sub-prime problem shows", en *Economy*, junio.

Itoh, Makoto, y Costas Lapavitsas [1999], *Political economy of money and finance,* Houndmills, Macmillan, Nueva York, St. Martin's.

——— [2000], *The japanese economy reconsidered,* Houdmills, Palgrave.

——— [2006], *Capitalism in the era of disillusionment*, Tokio, Otsuki-shobo.

Japan Cabinet Office, Policy Planning Room 2007, "The background and the influence of the Sub-prime housing loan problem", en *Tide in the world economy*.

Kaneko, Masaru, y Andrew DeWit [2008], *The world financial crisis*, Tokio, Iwanami-shoten.

Lapavitsas, Costas [2009], "Financialised capitalism: Crisis and financial expropriation", *Historical Materialism,* 17 (2): 114-148.

Mizuho Research Institute [2007], *The Sub-prime financial crisis,* Tokio, Nihonkeizai-shibunsha.

OECD [2007, 2008], *Economic Outlook* 80 (82): 84.

Pittman, Mark, y Bob Ivry [2008], "U.S. pledges top $7.7 trillion to ease frozen credit", información website *Bloomsberg.com,* 24 de noviembre.

Takumi, Mitsuhiko [1994], *The world great crisis*, Tokio, Ochanomizu-shobo.

——— [1998], *The great crash type of depression*, Tokio, Koudan-sha.

Walsh, Lynn [2008], "A global shock to the system", en *Socialism Today,* 115, enero; "Bear Stearns bail-out", en *Socialism Today,* 117, abril.

6. LA GLOBALIZACIÓN DEL CAPITAL FINANCIERO 1997-2008*

Carlos Morera Camacho y *José Antonio Rojas Nieto*

La transformación de la economía mundial

La economía mundial ha vivido 30 años de cambios drásticos. Los cuales se derivan de tres hechos: 1) la profunda crisis económica que siguió a los choques petroleros de 1973-1974 y 1980-1981; 2) la caída del socialismo que tenía una presencia real en Europa del Este y en la ex Unión Soviética; 3) las transformaciones realizadas en China durante el gobierno de Mao Se Tung y, posteriormente, bajo Deng Lin Chun [2008:15-30]. Así, merced a estos tres hechos fundamentales y de manera gradual, aparecieron nuevas características en la economía mundial: *a*) gran predominio de un capital financiero sujeto a una profunda reestructuración, bajo la hegemonía del dólar; *b*) fuerte dinamismo y nuevas características de las finanzas mundiales; *c*) nuevas pero condensadas articulaciones entre los sistemas monetarios y los mercados financieros nacionales. En lo fundamental estas características resultaron de las medidas de liberalización y desregulación aplicadas inicialmente por Estados Unidos y el Reino Unido entre 1979 y 1982. Pero,

* Este trabajo forma parte de un investigación, en proceso, más amplia; el presente avance tiene como origen el trabajo publicado "Mercado mundial de dinero y la renta petrolera 1997-2008" y la lectura y las observaciones críticas, que de él hizo el doctor Costas Lapavitsas, en especial con relación al crédito. La elaboración y ampliación de la base de datos y la elaboración de las gráficas correspondientes fue posible gracias al apoyo brindado por la licenciada Lidia Salinas Islas y el estudiante de la Facultad de Economía de la UNAM Iván Mendieta.

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 271 17/05/2011 02:56:28 p.m.

luego, por los demás países industrializados y la mayoría de los países emergentes.

Es indudable, se consolida un espacio financiero mundial por el que prácticamente deben transitar –de forma por demás articulada– todos los procesos financieros nacionales. Y merced a ello, también las dinámicas productiva y comercial de las naciones. Grandes cambios tecnológicos sustentan estas transformaciones. Privilegiadamente la enorme capacidad no sólo en términos de maximización del volumen de información que ha sido posible transmitir, sino también de minimización del tiempo de su transmisión, en un renovado mundo de la microelectrónica y del Internet actuales. Pero también las múltiples y sustantivas modificaciones en los procesos de trabajo que, en la mayoría de los casos, se han traducido en un ataque generalizado a las condiciones de los trabajadores. En primer lugar ha habido una modificación sustantiva de las tecnologías, sobre todo de control y automatización de procesos, que ha implicado un severo recorte de empleos y un mayor control de los que subsisten. En segundo lugar, esta modificación ha implicado un sustancial incremento de las facultades productivas del trabajo social, circunstancia para la extensión de los llamados paros técnicos. En tercer lugar, el cambio técnico ha propiciado la proliferación de formas flexibles de contratación. Junto con esto, la embestida a las condiciones de vida de los trabajadores en muchos casos ha implicado mayor crecimiento de precios que de salarios. En algunos, reducción de salarios monetarios. Y, también en casi todos los casos, reducción en las condiciones de seguridad social, cesantía, vejez y jubilación. A veces –y de forma por demás lamentable y, casi siempre con apoyo de los gobierno– la declaratoria formal de insolvencia y quiebra de empresas [Moseley, 2007: 2-3; Gill 2002: 643-644].

Pese a ello –y como lo muestra la terrible situación crítica de finales del 2008, 2009 y de inicios del 2010– el capital no ha

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 272 17/05/2011 02:56:28 p.m.

restablecido las formas y los ritmos de crecimiento de la segunda posguerra. Se trata de una expresión del fin de un ciclo de auge que experimentó la economía estadounidense durante casi 10 años y que –como también se muestra hoy– se prolongó más allá del que le permitían sus bases reales. Nunca como en este periodo de auge (relativamente artificial) se registró una expansión sin precedentes del crédito al gobierno, a las empresas y a los hogares. El caso de la economía estadounidenses así lo muestra.

El reestablecimiento de la ganancia y el desempeño de la economía estadounidense

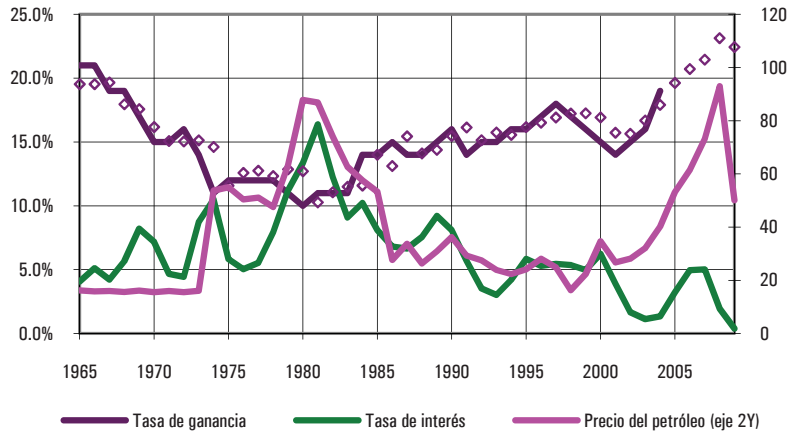
La teoría marxista plantea a la ganancia como indicador privilegiado y expresión de la movilidad del capitalismo. De ordinario, su comportamiento permite identificar y explicar, sus diversas fases y etapas. Para la perspectiva marxista es incuestionable una tendencia al decaimiento relativo de la rentabilidad, expresión de un crecimiento más acelerado de la acumulación de capital respecto a generación de excedente, de plusvalor. Sin embargo, es evidente que esto mismo tiene una naturaleza bifacética. Por un lado, hay una tendencia a la caída de la cuota de ganancia. Pero, por otro, es evidente el impresionante aumento de la masa de ganancia. Estos dos movimientos hacen más controvertida y violenta la disputa de todas las fracciones del capital [Marx, 1976].

De manera muy particular, es posible analizar el ciclo económico estadounidense, sus etapas y fase en concordancia con la evolución de la tasa de ganancia. La crisis y la fase de estancamiento de la economía de EU en la década de los setenta implicó y fue expresión de una disminución de la tasa de rentabilidad del orden de 50% de 1950 a 1970 [Moseley, 2007]

habiendo descendido en la década siguiente 30%, adicionalmente (véase la gráfica 1).

La recuperación de la tasa se inició en 1981 basada en la intensificación de la explotación del trabajo. Sin embargo, las circunstancias que la sustentan no son las mismas. Las mutaciones en el proceso de trabajo se expresaron en el llamado proceso de *desterritorialización* –reubicación del proceso de producción a otras zonas de la economía mundial con salarios menores– impulsado en los noventa. Sin embargo, la mayor estrategia para recuperar la tasa de beneficio en Estados Unidos fue la llamada financiarización sobre la base del endeudamiento externo y la sobreexpansión crediticia. En la evolución de la deuda externa destacan tres momentos: a partir de 1986 cuando Estados Unidos se convierte en deudor neto; el arribo de la crisis en el Sudeste Asiático y cuando la crisis financiera

Gráfica 1. EU, Precio del petróleo, tasa de ganancia y tasa de interés1965-2008
(nivel porcentual anual)

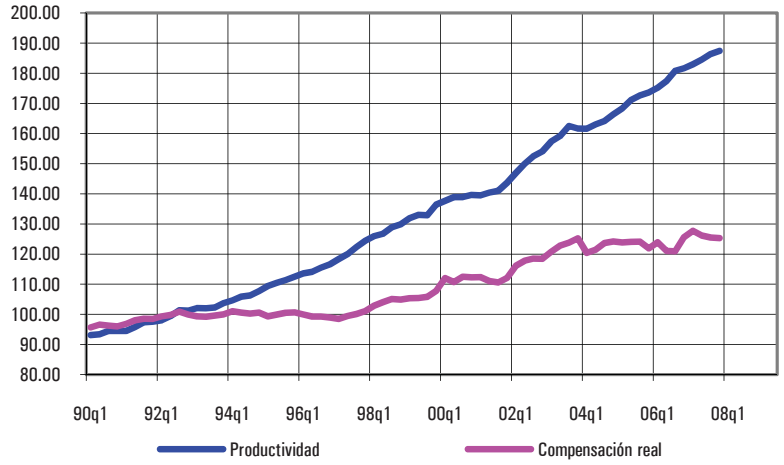


Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

toca a los mercados al estallar la crisis de 2001 y 2008-2009 en los mercados.

En la segunda mitad de los años noventa se contó con materias primas, combustibles y energéticos relativamente baratos, en relación con los niveles del auge petrolero, incluso con una marcada tendencia a la baja de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal hasta tornarse negativas en 2002 y manteniéndose constantes las tasas de los préstamos hipotecarios, sin duda, con incrementos sustantivos de la productividad en Estados Unidos (véase la gráfica 2). De aquí la recuperación de la tasa de ganancia en Estados Unidos, expresión de la rentabilidad general de la economía mundial. Y, sin embargo, en esta misma fase se registró uno de los ascensos más drásticos y violentos de los precios de esas mismas materias primas, y esos combustibles y energéticos. En cambio –y en contra de expe-

Gráfica 2. EU, Productividad y salario real en la manufactura 1990-2007
(1992 = 100)



Fuente: Elaboración propia con datos de la Federal Reserve Bank of St. Louis.

riencias registradas en periodos anteriores–, la tasa de interés no sólo se estancó sino que tendió –tiende aún– a la baja.

Como resultado de todo ello la mayoría de los economistas concluyeron que el auge de finales de los años noventa era un parteaguas que dejaba atrás el largo periodo de estancamiento de los años setenta y abría un nuevo periodo de auge similar al de la segunda posguerra, en cuanto a crecimiento de la economía, aumento del empleo, reducción de la inflación y aumento moderado de los salarios. Sin embargo, y pese a ello, la crisis de 2001 mostró otra realidad al volver a instalarse la recesión. La recuperación a partir de 2002 fue lenta y el crecimiento del empleo quedó rezagado desde ese momento hasta la crisis actual, la dinámica de pérdida de puestos de trabajo y de insuficiencia para absorber la nueva oferta laboral, ha tomado una fuerza extraordinaria y sus consecuencias resultan imprevisibles. La peculiaridad y la fuerza de las transformaciones ha sido desigual, tanto en las diversas esferas y espacios de la economía mundial (sector real), como en las del sistema financiero y comercial (sector virtual) y en la del desarrollo tecnológico [Lapavitsas, 2008].

La crisis internacional de crédito, que se inició en agosto de 2007, ha puesto de relieve no solamente las profundas transformaciones de la banca durante las tres últimas décadas, sino de todas las formas del capital y del Estado. La conjunción de estas mutaciones llevó a niveles de competencia e integración del capital nunca antes vistos, cuyo fundamento está en las grandes transformaciones en la esfera del trabajo. La crisis fue el resultado de una enorme expansión de los préstamos hipotecarios y al consumo, algunos de los cuales fueron otorgados a los estratos más pobres y oprimidos de la clase trabajadora. Los prestatarios, en gran medida, fueron negros y latinos lo cual tiene un componente racial de grandes dimensiones. Los bancos de Estados Unidos y Europa se vieron afectados por

el hundimiento del valor de los títulos de garantía hipotecaria que ellos habían creado y que resultaron ser una parte importante de su patrimonio. La insolvencia provocó una crisis de crédito cuya primera reacción de las instituciones financieras fue elevar sus exigencias, acumular fondos y con ello agudizar la crisis.

La crisis financiera asiática y mexicana de los noventa y la posterior evolución de las finanzas

Las raíces de la crisis actual y su evolución financiera en los años 2000 se encuentra en la crisis mexicana de 1995 y las crisis del Sudeste Asiático (Tailandia, Indonesia, Malasia y Filipinas) entre 1997 y 1998, se desarrollaron de manera muy similar. Inician con una devaluación de la moneda local como consecuencia del elevado déficit comercial –cuya gravedad, por cierto, estriba en su anclaje con el dólar –siguen con fuga de capitales de corto plazo y derrumbe de su débil mercado financiero.

Como consecuencia de estas dos acciones se experimentan una fuerte contracción del crédito y, con ella, una severa caída de la producción. Ni qué decir del brutal incremento en el costo de la deuda externa pública, pero también de la privada (bancos y empresas), que en el caso mexicano fue transferida a los contribuyentes cautivos y a los ingresos fiscales provenientes de la renta petrolera. Efectos simultáneos de lo anterior fueron el retiro de las inversiones extranjeras y locales de corto plazo, y la insolvencia de la banca local, que en algunos casos llevó a la quiebra tanto de bancos, como de empresas nacionales.

A diferencia de la crisis asiática, la financiera mexicana y el llamado "efecto tequila", pudieron ser contenidos. Varias

razones lo explican: en primer lugar, el apoyo de la economía estadounidense que en esos momentos estaba sujeta a un gran dinamismo. En segundo, el origen estadounidense de la mayoría de los flujos de capital privado hacia México, que obligó al apoyo inmediato del gobierno de Clinton [Morera 1998, 2002]. En tercer lugar, la fundamental interconexión comercial de México con Estados Unidos, a diferencia de la intensidad de las interconexiones comerciales entre las economías asiáticas afectadas. En cuarto lugar, la profundización del proceso de privatización en áreas como la de comunicaciones, transportes e, incluso, en las reservadas por la Constitución específicamente el petróleo y la electricidad.

Hay que resaltar que en el caso del Sudeste Asiático, con su carácter privado y fragmentario, dificultó enormemente las negociaciones. Además, conviene no olvidar que los mecanismos de contagio de la región asiática encuentran su predominio en el plano productivo y comercial, pues la estrategia con que fueron construidas estas economías desde los sesenta fue hacia el mercado externo. En los casos de Tailandia, de Indonesia, Malasia y de Filipinas, así como de China en 1997, alrededor de 50% del comercio era regional, y aproximadamente una cantidad similar de ese comercio regional era con Japón. La otra economía industrial fuertemente afectada fue la de Corea, que entró también en recesión [Chesnais, 1999: 9-10]. Asimismo, notar que a mediados de 1998 ocurrió la bancarrota externa de Rusia y posteriormente la de Brasil [UNCTAD, 1999: 59, 71-72].

Los cambios señalados fueron determinantes en la articulación de las complejas cadenas de créditos y deudas bancarias que otorgó la banca internacional tanto al sector privado como público en el Sudeste Asiático al estallar la crisis, incluían facilidades de refinanciamiento acordadas con la banca nacional de esos países. En ese sentido, la deuda no desapareció sino que se

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 278 17/05/2011 02:56:30 p.m.

incrementó y la crisis se expresó en la caída de la producción, el comercio y el empleo. Asia representa un tercio del comercio mundial y durante la década pasada constituyó la única región de crecimiento industrial sostenido, con Estados Unidos. Precisamente es hacia esa región adonde se dirigen la mayor parte de las exportaciones industriales de la economía estadounidense y es en 1998 cuando la contracción de la producción y del comercio se articula con esa economía y se propaga hacia los países exportadores de materias primas, incluido el petróleo.

Dicho proceso fue sólo momentáneo, pues a principios de 1999, con el inicio de la elevación de los precios de petróleo –vinculada al enorme dinamismo del consumo de China e India y al bajo margen de capacidad de producción respecto a los niveles de la demanda mundial de crudo–, tanto los flujos de capital derivados del crecimiento de la renta petrolera, como aquellos provenientes del ahorro de las economías emergentes, se dirigieron hacia los países desarrollados y, de manera particular, a Estados Unidos permitiendo la continuidad del financiamiento del ciclo económico, incluso más allá de lo que la tasa interna de ahorro hubiera permitido. De ahí la posibilidad de solventar el enorme déficit estadounidense [BIS, 2003, 2005; UNCTAD, 2005].

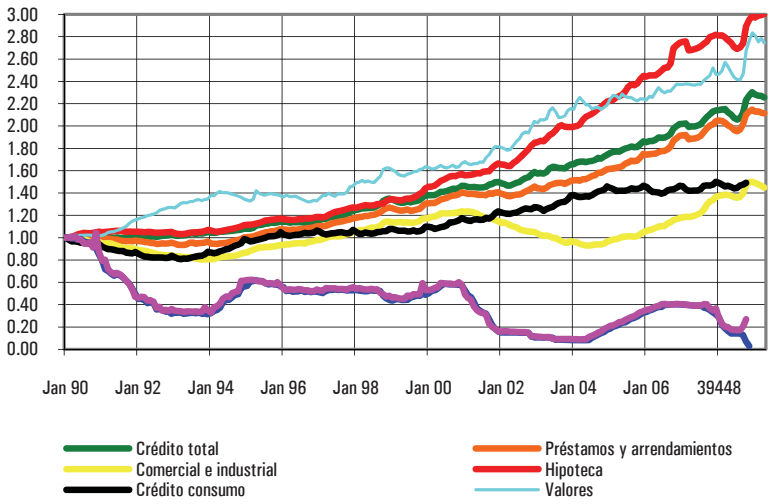
La liberalización y la desregulación del capital financiero, así como las permanentes innovaciones habían posibilitado un auge inédito, al tiempo que imposibilitaron un seguimiento y evaluación por parte de las autoridades monetarias. [*The New York Times*, 2002]. Sin embargo, dicho auge expresó el poderoso desarrollo de las instituciones financieras bancarias y no bancarias, así como de la práctica llamada "fuera de balance". La estrecha articulación de las mencionadas instituciones con el centro financiero mundial (Estados Unidos) permite comprender por qué la quiebra "momentánea" de los más importantes deudores, se tradujo en un aumento de deuda en

la banca internacional que signó la evolución del crecimiento mundial de la crisis en 1998.

Varios factores apuntalaron la expansión de la deuda externa: las radicales transformaciones de las instituciones y los esquemas de regulación, desde principios de los años setenta, que condujeron a la liberación de las tasas de interés, las actividades financieras y los flujos internacionales de capital. De igual importancia es la participación de los bancos comerciales (y las instituciones de ahorro) en cuanto a los préstamos totales declinaron.

Durante este periodo se generalizó la innovación tecnológica en telecomunicaciones e información, así como lo relacionado con los nuevos sistemas, procesos e instrumentos desplegados por las instituciones financieras. En Estados Unidos las instituciones financieras depositarias y no depositarias son el

Gráfica 3. EU, Crédito bancario (1990-2008)
(1990 = 1)



Fuente: Elaboración propia con datos de la Federal Reserve Bank of St. Louis.

sector de la economía más intensivo en información tecnológica, medido por el gasto en equipo de computadoras y *software* en relación con el valor agregado.

El aumento de la rentabilidad de los grandes bancos de Estados Unidos e Inglaterra, no ha sido el resultado de la demanda tradicional de préstamos por parte de las corporaciones industriales y comerciales, sino por préstamos individuales y por una diversidad de honorarios (véase la gráfica 3).

Todos estos desarrollos tuvieron una fuerte repercusión en la distribución del crédito y la socialización del riesgo del crédito con ello introdujeron nuevos elementos de fragilidad en los mercados financieros, que surgió bruscamente en 2008 [Lapavitsas, 2009: 42].

El papel de los mercados bursátiles

Dentro de la articulación del sistema financiero, el sector bursátil, como mecanismo de propagación, resultó ser el más sensible en la crisis de 1997. El mercado de capitales y de dinero es el corazón del "valor" del capital ficticio que lo posee en forma de activos financieros, tanto en acciones como en obligaciones [Marx, 1976: 511-531]. En este mercado la velocidad de transmisión es casi instantánea, razón por la cuál es más complejo prever la crisis y su evolución. Por lo regular las caídas surgen después de fases de calma y recuperación, pueden ser locales o regionales como fue la de Asia en la crisis de 1997-1998, o bien mundiales en las que su epicentro son los mercados bursátiles estadounidenses después de 2008. En 1997 la caída de Wall Street se evitó debido a la recompra accionaria de sus grandes grupos.

Pero la crisis de 1997-1998 nos revela las consecuencias, los límites y las contradicciones de la liberación y desregulación

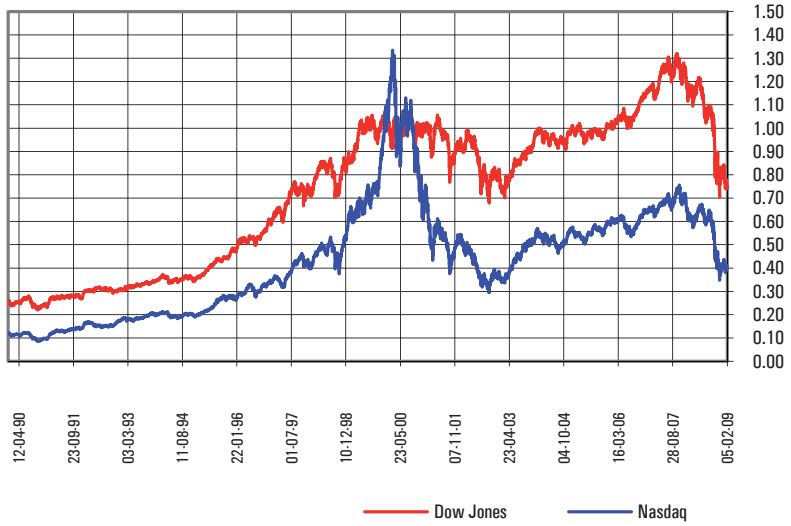
financiera que se encuentra dominada por los grandes fondos de inversión (*pension funds* y *mutual funds*), las grandes sociedades trasnacionales, la deuda pública y la banca internacional. El hecho de que uno de los pilares fundamentales de esta economía internacional de valorización de capital-dinero sea el mercado de dinero secundario [Bannock y Manser, 2003: 333] de títulos abiertos le imprime una creciente volatilidad e inestabilidad. Es en este mercado donde se encuentra el origen y la formación del capital ficticio: la emisión de títulos, la conformación de todas estas grandes sociedades por acciones y la inmensa acumulación de activos financieros que representa.

Durante la década de los noventa se destacó el dinamismo de la economía estadounidense; su capacidad para promover firmas innovadoras, particularmente en los ámbitos "nuevos" que abarcan las tecnologías de la información y las biotecnologías. Esto se expresó también en el sector bursátil, que llevó el índice NASDAQ de 400 puntos al inicio de la década, a la cúspide de los 5 000 puntos. La especulación fue particularmente aguda en 1999-2000. Al estallar la burbuja el NASDAQ a poco más de 1 000 puntos, mismo que hasta la fecha no se ha recuperado a los niveles alcanzados en el año 2000 (véase la gráfica 4).

La especulación, como fenómeno propio del capitalismo y su actual peculiaridad, tiende a interpretarse como la implantación de una "economía de casino". Veamos, las crisis a las que nos hemos referido no solamente son la consecuencia de la inestabilidad inherente de los mercados financieros, sino que obedecen, por lo demás, al lento crecimiento y a la sobreproducción endémica a lo largo de los años noventa y que devino en la crisis de la economía estadounidense en el 2001.

Sin embargo, el capital ficticio es, ante todo, un título de propiedad y en el transcurso del desarrollo del capitalismo los cambios del derecho de propiedad siempre lo han acompañado. Ello se ilustra mediante el proceso de fusiones y adquisi-

Gráfica 4. Evolución del mercadso bursatil en EU (dow jones y NASDAQ, 1990-2009) Índice (2000 = 1)



Fuente: Elaboración propia con base en Yahoo Finance http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EIXIC.
Datos al 6 de febrero de 2009.

ciones en el transcurso de la década de los ochenta, posterior al *crack* de 1987, y durante todos los noventa, con excepción de los años de la crisis de inicios de esa década, desde 1993 evolucionó hasta su pico más alto históricamente que fue en el año 2000 y actualmente, después de la caída vertiginosa en el corazón de Wall Street y NASDAQ. A partir de 2004 volvieron a recobrar su dinamismo las fusiones y adquisiciones. Los procesos de centralización de capital (fusiones y adquisiciones) son cíclicos y en ese sentido históricamente ocurren en los periodos de calma –después de la crisis, y de la recuperación de la economía– e implican cambios de posesión con respecto a los títulos de propiedad (capital social), control y gestión del capital, situación que trastoca el poder y determina con ello la situación mundial en todos los planos.

Inversión extranjera directa, fusiones y adquisiciones, y el creciente poder de las empresas trasnacionales

La nueva estructura financiera entraña un complejo proceso formado por sujetos e instrumentos de muy diversa naturaleza, tanto por su origen como por su operación: grandes sociedades y bancos de inversión especializados en la emisión y colocación de valores; fondos mutualistas (pequeños y medianos inversionistas); fondos de protección (empresas especializadas en operaciones especulativas de corto plazo); fondos de pensiones (ahorro de los trabajadores para su retiro); aseguradoras y tesorerías de las empresas trasnacionales. El proceso tuvo un desarrollo contradictorio; por un lado, abarató el crédito pero, por el otro, creó nuevos elementos de inestabilidad, como la mayor dispersión, la volatilidad y la especulación de capital; en los mercados emergentes latinoamericanos inicialmente abarató el crédito, para después encarecerlo. A su vez, la llamada "globalización de los mercados financieros" provocó una extraordinaria trasnacionalización de la propiedad de los títulos de crédito.

El resultado de este proceso fue que la inversión extranjera se situó como forma predominante de transacción del capital en escala internacional. Empero, la relación entre la inversión extranjera directa y la de cartera ha variado en los últimos 25 años.

Mientras que en 1981 de los flujos anuales de inversión privada 19% correspondía a la de cartera, en los noventa la característica fue el crecimiento de los flujos de capital hacia las economías en desarrollo, en las cuales prevalecía la inversión especulativa, la cual mediante los inversionistas institucionales repercutía significativamente en la volatilidad de estas economías. De manera simultánea creció la inversión extranjera directa de empresas trasnacionales. La inversión extranjera directa se situó como forma predominante de transacción vía fusiones,

alianzas estratégicas y privatizaciones, por medio de las empresas trasnacionales y los grupos financieros internacionales.

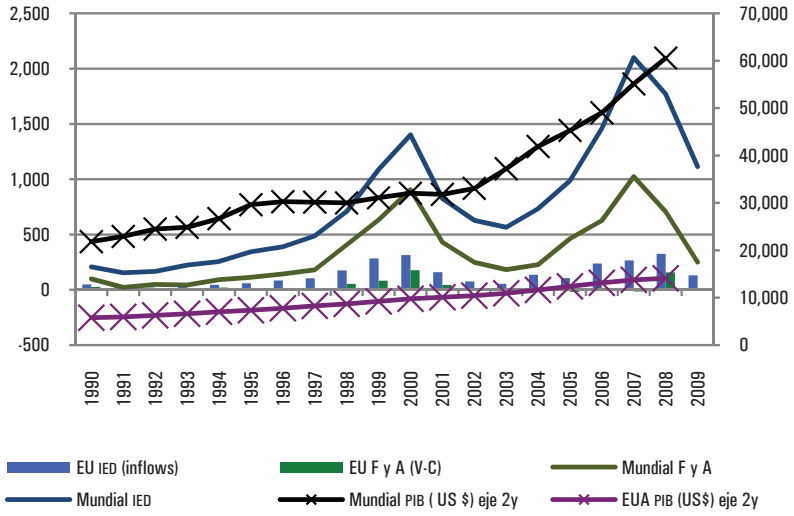
Desde 1993 hasta 1998, las llamadas "economías en desarrollo" recibieron, del total de la inversión extranjera directa, 35.3%, el mayor porcentaje en las dos últimas décadas [UNCTAD, 2002: 7]. Esta cifra es aún más significativa si se considera que el flujo mundial de IED durante el periodo de 1990-1995 mantuvo un promedio anual de 225.321 miles de millones de dólares (mmd) de Estados Unidos (USD), en 1996 alcanzó 386.140 mmd y en 1997 los 478.082 mmd [Sturgeon, 2002; UNCTAD, 2002: 303]. Durante 1995-1998, de estos flujos de IED, los países desarrollados destinaron a fusiones y adquisiciones un promedio anual de 50% y los países en desarrollo 31%, periodo en el cual se duplicó en relación con la primera mitad de la misma década [UNCTAD, 2002: 33, 306 y 337].

Sin embargo, de los flujos destinados al proceso de fusiones y adquisiciones en las economías en desarrollo, América Latina fue el destino más importante a lo largo de toda la década; el promedio anual durante todo el periodo fue de aproximadamente 57.5%. En total se destinaron a fusiones y adquisiciones 196.813 mmd pero la mayor parte (125.534 mmd) se efectuó entre 1996-1998 en Brasil, Argentina y México. En esta etapa, el sur (India) y el este de Asia (China, Hong Kong, Taiwan), así como el Sudeste Asiático (Indonesia, República de Corea, Filipinas, Singapur, Tailandia y Malasia) fueron las regiones en donde hubo más fusiones y adquisiciones (44.173 mmd), siendo las más cuantiosas en China, Hong Kong y Corea. A pesar del considerable monto invertido durante ese periodo en esta región, el mayor volumen de IED, en lo que se refiere a fusiones y adquisiciones, se registró en 1999-2001, cuando casi se duplicó la inversión (82.650 mmd).[1]

[1] Los cálculos fueron realizados con base en la información estadística de la UNCTAD [2002].

La conjunción de elementos tanto financieros, productivos, tecnológicos y organizacionales, dio un nuevo perfil a las corporaciones trasnacionales y las situó con el mayor poderío en la historia de la economía mundial: su participación en el PIB del orbe pasó de 17%, a mediados de los años sesenta, a 24%, en 1982 y a más de 30% en 1995. Año en el cual había 39 000 trasnacionales que ya determinaban la marcha de la economía mundial (incluidas 4 148 de países en desarrollo), con 270 000 filiales en el extranjero (de las cuales 119 000 operan en países en desarrollo). Hasta antes de la crisis eran 60 000, con 800 000 filiales. A pesar de esto, el grado de concentración y centralización del capital es mayor si se considera que las 100 empresas trasnacionales más grandes (sin incluir bancos y financieras) controlaron una tercera parte de la IED. De ésta, entre 1988 y 1995, 72% permitió que se duplicara el valor de las fusiones

Gráfica 5. Mundial y EU, GDP, fusiones y adquisiciones 1990-2009
(billones de dólares)



Fuente: Elaboración propia con datos del IMF (International Monetary Fund).

y adquisiciones de todo tipo, las cuales, junto con las alianzas estratégicas, fueron, según la UNCTAD, las transacciones internacionales que crecieron más rápidamente.

Tanto en los países desarrollados como en desarrollo, la tendencia a la concentración, vía fusiones y adquisiciones, mediante los flujos de IED continuó durante el último lustro de los noventa, habiendo alcanzado en el año 2000 un monto de 1.39 billón de USD[2] (véase la gráfica 5).

Extrema debilidad en la industria de Estados Unidos a finales del 2000

En las dos últimas décadas la dinámica de la industria estadounidense (casi la tercera parte de la industria mundial) ha sido muy desigual. De 1991 a mediados del 2000 la producción industrial se elevó de manera continua a una tasa anual media real del orden de 4.6% (en casi 10 años la producción industrial creció una y media veces). No obstante, a partir de 1998 creció a tasas cada vez menores, y a partir de los primeros meses del 2001 fueron negativas. Sólo hasta mediados del 2002 (casi 18 meses después) se tornaron positivas. Y también sólo hasta principios del 2004 recuperó el nivel de producción industrial alcanzado en el primer semestre del 2000. Sí, el crecimiento industrial estadounidense se detuvo tres años y medio. La retracción y el estancamiento industriales de casi 40 meses se manifestaron en dos indicadores más: 1) estancamiento de la capacidad industrial de casi 30 meses (véase la gráfica 6); 2) severa caída de la capacidad utilizada [Morera y Rojas, 2008: 112-113].

En diciembre de 2008 fue equivalente al registrado en el verano del 2004, comparado con diciembre de 2007, la caída es

[2] 1 billón de dólares = 1012 (unidad española).

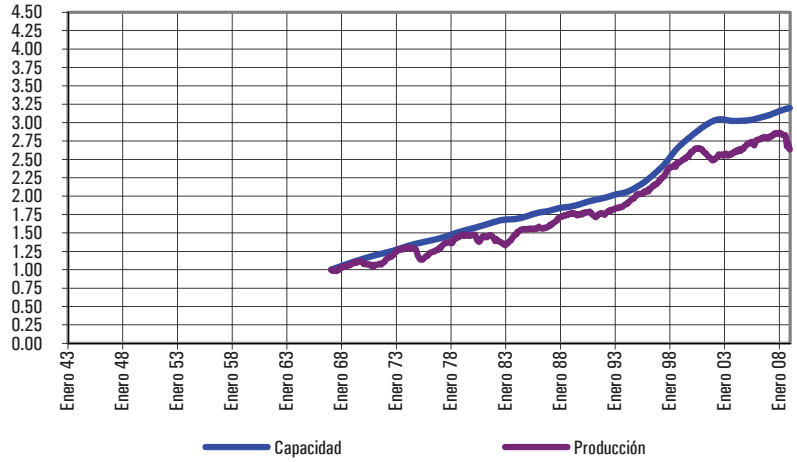
de casi 8%. La mayor desde la primavera de 1975. En cuanto al segundo, la capacidad industrial utilizada cayó 73.6 desde el máximo nivel de utilización en donde fue de casi 90%, entre 1968 y 1973. En los ochenta este nivel medio fue superior a 80% de utilización, con momentos próximos a aumentar 5 por ciento.

Sin embargo, también en los ochenta –otoño de 1982– se registró uno de los mayores derrumbes de su historia del que, sin embargo, se recuperó: cayó a una utilización de sólo 72% para alcanzar a finales de esa década y en los noventa –inviernos de 1995 y 1997– algunos meses de niveles máximos de 85%. De 1998 a la fecha, la economía de Estados Unidos nunca ha podido regresar a esos niveles de utilización, pese, incluso, a la brutal expansión del crédito, en los años 2000, que va mucho más allá de sus posibilidades reales, entre otras cosas, por el cambio del crédito para capital de préstamo a crédito al consumo.

Durante el auge de los 2000, la máxima utilización se registró a finales de 2006 y principios de 2007. De entonces a 2009, observamos no sólo una desaceleración, sino un franco descenso. El de diciembre fue de 73.6%, que ya es más fuerte que la caída de finales del 2001, pero similar al nivel de septiembre de 1982, el más bajo de la historia económica reciente de Estados Unidos y es, además, el crecimiento negativo más drástico desde 1975. La regresión ha sido tremenda [Morera y Rojas 2008: 112-113]. En realidad –en febrero de 2009– el nivel de la capacidad industrial utilizada fue similar al nivel de diciembre 1982, el más bajo de su historia: 70.8% (véase la gráfica 6).

Parte sustantiva de la recuperación económica será el reordenamiento del sistema financiero mundial, para restablecer no sólo los niveles de financiamiento requeridos, sino la confianza en su funcionamiento.

Gráfica 6. EU, Producción industrial y capacidad 1943-2008
(enero 1968 = 1)



Fuente: Elaboración propia con datos de la Federal Reserve Bank of St. Louis.

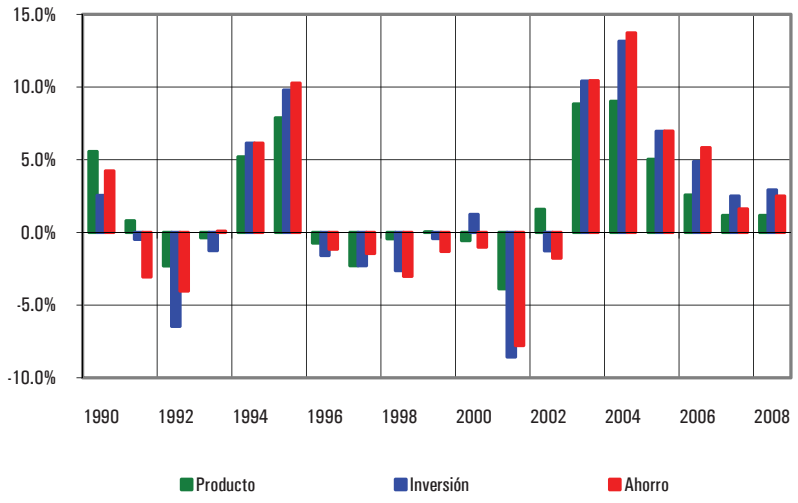
Ahorro e inversión en escala mundial

Sin embargo, la importación de la inversión extranjera directa es más clara solamente en el contexto del ahorro y la inversión mundial (véase la gráfica 7). En relación con el PIB mundial, el ahorro y la inversión internacionales han disminuido progresivamente en los últimos 30 años. La participación de los países industrializados, tanto en el ahorro y la inversión sigue siendo dominante, pero su participación con respecto al valor agregado mundial ha disminuido de manera constante, pasando de 26% en el 1970 a 20% en el nuevo milenio. Al mismo tiempo, las economías emergentes y países productores de petróleo han aumentado su cuota de números negativos o muy pequeños a casi 7% [*ibid*., 101-102].

Históricamente, el capital dinero ha fluido hacia los países en desarrollo como resultado del ahorro en los países indus-

trializados. Esta tendencia se vio reforzada por las actividades de los fondos de pensiones en los países industrializados, junto con los flujos monetarios internacionales. Pero esta circulación internacional de capital-dinero se ha transformado recientemente por la rápida industrialización de algunos países en desarrollo, así como el crecimiento de los ingresos del petróleo en los países productores de petróleo. De hecho, las economías emergentes y países productores de petróleo han desempeñado un papel importante en la generación de ahorro mundial durante tres periodos en los últimos años. En primer lugar, en el momento de la segunda crisis del petróleo, 1978-1982, en segundo lugar, en el momento del auge industrial en el Sudeste Asiático, 1994-1998, y el tercero, después de la recuperación de los precios del petróleo en 2000-2007, y el auge industrial en China e India.

Gráfica 7. Producto, ahorro e inversión mundiales 1965-2007
(tasa de crecimiento anual en %)



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

No obstante, la tasa de ahorro y la de inversión, con respecto al producto mundial han mantenido una tendencia a la baja desde principios de los años setenta. Alcanzó su punto histórico más bajo en 2002, en cuanto a tasa de crecimiento y desde entonces, se han recuperado paulatinamente (véase la gráfica 7). A pesar de ello en los mercados emergentes y en los países productores de petróleo la tendencia al aumento del ahorro y de la inversión se inició, con excepción de los años de la crisis asiática, desde hace dos décadas. A partir del año 2000 y con la crisis estadounidense, cobró mayor relevancia la participación privilegiada en el ahorro mundial de los países emergentes y productores petroleros, dado el auge de precios del petróleo y el desarrollo industrial de China e India [Morera y Rojas, 2008: 125; FMI-GFSR, 2007, y UNCTAD, 2006].

El monto total de ahorro e inversión se ha duplicado en los últimos 20 años y, en particular, en los últimos cinco años el ahorro aumentó 50% y su tasa alcanzó a representar 22.9% del producto mundial. Poniéndolo en una perspectiva histórica más amplia, podemos observar que en 1965 el ahorro mundial era del orden de 4.4 millones de millones de USD* (también en todos los casos constantes del 2007 y considerando el deflactor del GDP de Estados Unidos como referente), y decayó de manera paulatina, aunque durante el auge petrolero de los años setenta creció hasta llegar, en 1979, a 7.3 millones de millones de USD y su tasa correspondió a 24.7% los precios del petróleo y la crisis de la deuda en 1982, el ahorro mundial tuvo una fuerte baja y el monto ahorrado en 1983 fue de 5.4 millones de millones de USD con una tasa correspondiente de 21.4%. En el transcurso de las décadas de los ochenta y noventa, volvió a crecer paulatinamente, hasta llegar en 1997, año de la llamada crisis asiática, a un monto de 8.9 millones de millones de USD,

* N. del E.: precios de USD constantes de 2007.

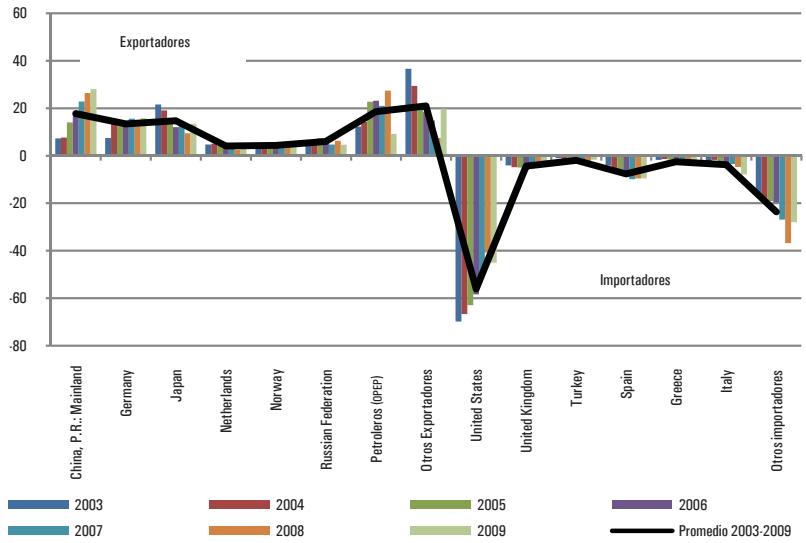
con una participación en el producto mundial de 23.1% para disminuir, progresivamente con la crisis de 2001, y llegar a su punto más bajo, históricamente, en 2002, al caer su participación en el producto mundial hasta 20.5% con un monto de 7.7 millones de millones de USD [Morera y Rojas, 2008: 101-102].

En el último lustro, se ha recuperado de forma leve y alcanza en 2007 una tasa de participación de 22.9% con un monto del orden de 11.1 millones de millones de USD. Éste es equivalente al de mediados de los años sesenta y similar en términos de su participación en el producto mundial. Lo relevante es que la caída en el ahorro mundial, con respecto al producto mundial (desde su punto más alto en 1973, hasta su caída histórica en el año 2002) es del orden de 5 por ciento.

La recuperación de los ahorros en la década de 2000 se debió a las economías emergentes y países productores de petróleo, algo sin precedentes en la historia del capitalismo (véase la gráfica 8) así como a los fondos de pensiones de países como Estados Unidos, Gran Bretaña y Japón [IFSL-FMI, 2007: 1], que han desempeñado un papel relevante en ahorro e inversión, entre otras cosas, por los cambios regulatorios que han permitido el ingreso de capital foráneo en ámbitos y países antes cerrados.

El comportamiento de la circulación de dinero hacia los mercados emergentes es una expresión de la dinámica internacional del ahorro, pero también es de las condiciones de valorización en estos países emergentes. Estas últimas han sido de dos tipos: industrialización dinámica y producción petrolera. ¿Cómo arribó la economía mundial a esta situación? Así planteadas las cosas lo nodal es avanzar en los mecanismos del proceso de acumulación de capital, es decir, de concentración y centralización de estas grandes masas dinerarias, de su distribución, inversión y apropiación de la riqueza.

Gráfica 8. Países exportadores e importadores de capital
(participación % y promedio 2003-2009)



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y la OPEP.

Hay un debate sobre las causas y las perspectivas que explican las recientes variaciones del ahorro y la inversión tanto en los países industriales, como en los mercados emergentes y en los productores de petróleo. Algunos analistas de los organismos internacionales plantean claramente un fenómeno de sobreproducción; la inmensa mayoría sostiene que el fermento, el catalizador, es la transformación cualitativa de Asia, donde el ahorro ha aumentado, pero la inversión ha caído bruscamente desde finales de los noventa, lo cual, a su vez, ha servido para financiar el enorme desequilibrio de la cuenta corriente estadounidense; otros estudiosos lo sitúan en la política monetaria y fiscal aplicada por esos países. No obstante, ello no explica por qué, pese a la baja tasa de interés, los flujos fluyen hacia Estados Unidos a pesar de que otros mercados emergentes las mantienen más altas.

Hemos planteado [Morera y Rojas, 2007:10] que este sistema financiero mundial está jerarquizado bajo el poder hegemónico del dólar, desarrollado en los años ochenta, cuando EU condujo los acuerdos con los representantes de los estados capitalistas, entre ellos los "Acuerdos del Hotel Plaza" y los "Acuerdos del Louvre", y de manera más significativa en los años noventa, al aplicar complejos mecanismos económicos y políticos con el propósito de facilitar el manejo del dinero mundial, que incluyen regulaciones e intervenciones prudenciales en las prácticas del sistema internacional de bancos y los mercados financieros. El Banco Internacional de Pagos (The Bank of Internacional Settlements) ha tenido, como nunca, un importante desempeño al respecto, centralizando información y haciendo cumplir regularmente las prácticas de los bancos internacionales en los mercados financieros. Aún más relevante ha sido el papel del Fondo Monetario Internacional (FMI), al hacer posible la disponibilidad de fondos y con ello influir y diseñar la acumulación de países enteros.

En estas políticas impuestas por los principales estados capitalistas, reside el origen de la reducción de la deuda, la "revolución silenciosa" y la disminución de las tasas mundiales de interés que hicieron posible la reanudación de los flujos financieros internacionales y el término de la crisis. En este contexto se inscribe el destino del ahorro mundial, que se expresa en el desarrollo de las tres grandes tendencias de la última década, apuntadas por Jaime Caruana, director del Departamento del Mercado de Moneda y Capital del FMI, es decir: el drástico incremento de los flujos de capital extranjero, que incluye de manera preponderante el nuevo papel de los mercados emergentes; la llamada "globalización de las instituciones financieras" y la también llamada "globalización de los mercados financieros".

Entre las tendencias mencionadas, conviene destacar el incremento sin precedentes de los flujos de capital extranjero

(acumulación de activos financieros; bancos de inversión internacionales, carteras de deuda pública y privada y de acciones y deuda, de préstamos y depósitos e inversión extranjera directa) que se triplicaron en la última década al alcanzar, en el 2005, la cifra más alta de 6.4 millones de millones de USD. Sin embargo, para abril de 2007, este creció hasta 9 millones de millones de USD, casi la quinta parte del producto mundial [Caruana, 2007: 119].

La acumulación de la deuda externa de EstadosUnidos y su efecto en los países en desarrollo

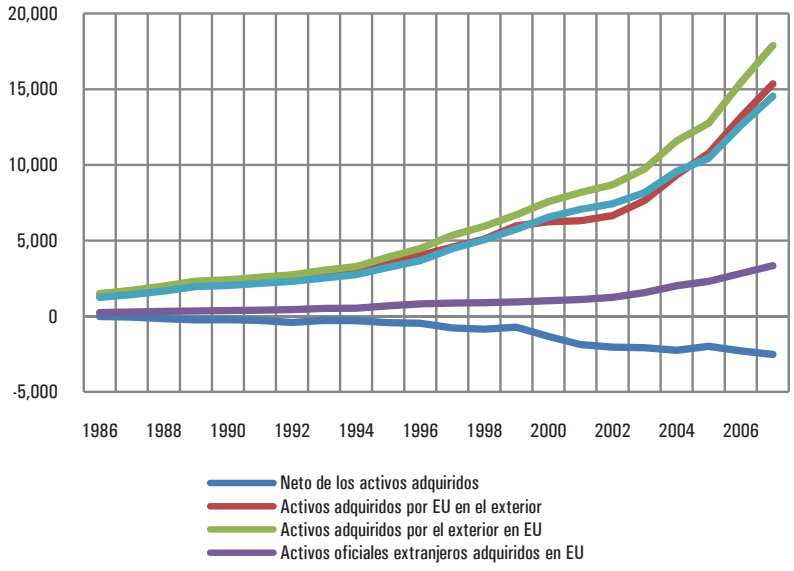
La posición de Estados Unidos como inversionista internacional se mantuvo favorable hasta 1985, como había sido desde la primera guerra mundial; sin embargo, su fuerza como acreedor mundial se había trastocado tiempo antes. A partir de 1986, Estados Unidos se convirtió en un deudor externo creciente. Sus pasivos continuaron en aumento durante el decenio de 1990. Y, al final de 1996, la deuda neta alcanzó 456 mmd estadounidenses (con activos en valores de mercado). Un año más tarde, su deuda alcanzó 776.5 mmd, equivalente a 13% de su PIB, antes de finalizar el 2000 ascendió a 1.3 millones de millones de dólares estadounidenses (véase la gráfica 9), equivalente a 18% de su producto interno bruto.

El volumen de los flujos de capital hacia y desde Estados Unidos aumentó después de 1998. En el 2004 la deuda se sitúo en 2.2 millones de millones de dólares, sin embargo, como resultado de la devaluación del dólar en 2004, el valor neto de los pasivos estadounidenses disminuyó de 20.5 a 20.1% del PIB [Morera y Rojas, 2008: 116]. Sin embargo, el valor en dólares de los bienes extranjeros como proporción del PIB aumentó más rápidamente que la tasa de crecimiento de su PIB. En

2005, el valor de los activos en poder de los extranjeros aumentó a 107.4% del PIB, frente a 97.0% al cierre del ejercicio 2003. La afluencia neta de inversión extranjera en 2004 y 2005 fue mucho mayor que la suma necesaria para financiar el déficit por cuenta corriente de EU, y la excesiva afluencia de los ahorros extranjeros regresó a la economía mundial.

Hay importantes asimetrías en la composición de la propiedad extranjera en poder de los residentes estadounidenses frente a las propiedades de su país en poder de residentes extranjeros. Uno de ellos es el hecho de que una mayor proporción de inversión total de EU fue de la inversión directa en el extranjero (27.0% al cierre del ejercicio 2005 son en instalaciones y equipos, mientras que sólo 19.0% del pasivo de EU en manos de extranjeros son inversiones directas).

Gráfica 9. EU, entrada de flujos financieros en billones de dólares (1986-2007)



Fuente: Elaboración propia con datos del Bureau of Economic Analysis.

Los inversionistas extranjeros tienden a comprar los activos financieros negociables (acciones, bonos, títulos públicos y los pasivos bancarios) que pueden ser liquidados con más facilidad que las inversiones directas [Jane D' Aristá, 2007:14-15].

Otra diferencia en las inversiones de EU se registra entre los sectores públicos extranjeros. El banco central (la Reserva Federal) y otros organismos de ese gobierno invirtieron una cantidad insignificante en el extranjero mientras los sectores públicos extranjeros invirtieron alrededor de 2.3 millones de millones dólares que al cierre del ejercicio 2005 equivalen a 16.3%. En 2004 el sector publico extranjero se convirtió en una fuente el ingreso neto de fondos oficiales extranjeros (387.8 mmd) rompió la marca del año anterior (278.3 mmd) y centró su atención en estos inversores como una fuente importante de los flujos de capital hacia Estados Unidos.

Estos grandes flujos de inversión extranjera privada y la rápida expansión de la liquidez mundial deben situarse en su contexto: que fue creado por el estímulo que las políticas monetarias en los países industriales, en respuesta a la recesión de 2001 [BPI, 2004]. La abundante liquidez y las bajas tasas de interés, fueron el pivote en la búsqueda de un mayor rendimiento. En esa lógica de máxima ganancia, la Reserva Federal, por un lado, aumentó la tasa de interés después de 2004 y redujo la tasa de sus bonos soberanos, que mantuvo hasta septiembre de 2007. Pero, por otra, estimuló el crecimiento de los mercados de valores en las economías emergentes. Aunado a ello la Reserva Federal, desplazó los préstamos en dólares para las prórrogas de las transacciones comerciales a préstamos en yenes, renovando con ello el interés especulativo por los valores financieros en EU. Todo ello en el contexto del control del sistema internacional de pagos por la banca en donde las transacciones se realizan con las monedas dominantes, particularmente el dólar, el euro, el yen y la libra.

Como consecuencia de estos cambios, en el tercer trimestre de 2005, la inversión extranjera de cartera en las economías emergentes alcanzó altos niveles [BPI, 2005c]. El aumento de la liquidez en Estados Unidos, Japón, y muchas economías emergentes se intensificó en 2005, aunque el mercado de acciones de Japón se había convertido en el destino preferido para los inversionistas extranjeros [BPI, 2005c], pero la apreciación de la moneda está asociada con la inversión extranjera en renta variable que estuvo compensado por préstamos en yenes para invertir en activos en dólares. Por lo tanto, esta plétora de capital se desbordó hacia otros mercados nacionales; en algunos casos, incluso, se volvió hacia los mercados a partir de los cuales se había originado. Sin embargo, el exceso de liquidez se distribuyó en toda la economía mundial, transformando las condiciones del mercado de crédito interno dentro y fuera de Estados Unidos.

El vínculo entre la deuda interna y la externa fue fundamental, desde que ambos tienen un efecto en EU y en la demanda global. El rápido ritmo de la liberalización financiera y la reestructuración en la década de 1980 y el curso de relajación de las normas prudenciales de préstamos exacerbó las condiciones para la acumulación de la deuda. Los hogares se endeudaron durante el periodo 1995-2005, y se asoció con una disminución de la tasa de ahorro y un aumento en el consumo.[3] Habida cuenta de su disponibilidad y condiciones favorables, muchos de los consumidores consideraron el acceso al crédito como un sustituto de ahorro, en particular, después de 2002, cuando los préstamos se utilizaron tanto para apreciar la propiedad residencial como para extraer la liquidez para consumir. Sin embargo, las empresas también aprovecharon las bajas tasas en los mercados de bonos para pedir prestado

[3] La deuda de las familias creció de 65.7% del PIB en 1995 a 92.1 a finales del año 2005. Por su parte la deuda del gobierno federal cayó en el mismo periodo de 49.2% del PIB a 37.2 por ciento.

y recomprar bonos o acciones en el mercado secundario, que tendían a fortalecer las líneas de rentabilidad de las empresas que gestionaban.

En definitiva, el capital privado ha sido la fuerza motriz en las corrientes internacionales de capital y una importante fuente de financiación de la expansión del crédito en EU. Sin embargo, con ello provocaron la excesiva magnitud de capital privado extranjero y la salida de ese país de inversión, aumentaron la liquidez en EU y en los mercados mundiales. Al mismo tiempo impusieron también la afluencia extranjera oficial masiva de inversiones. Considerables efectos indirectos de la inversión en las economías emergentes en respuesta –una vez más– a la búsqueda de rendimiento, impulsaron a las autoridades monetarias de estos países a intensificar el nivel de intervención para frenar la apreciación de la moneda y moderar el crecimiento del dinero y del crédito en sus economías nacionales. Con ello las reservas desempeñaron un papel fundamental en la expansión-contracción y el potencial de la liquidez mundial.

En otras palabras, la estrategia de las grandes instituciones financieras privadas, que dominan el sistema de pagos internacionales, de aumentar sus ganancias, intensificó la vulnerabilidad de las economías emergentes provocando con ello las crisis financieras. A medida que más países desarrollados y en desarrollo liberaron la cuenta de capital adoptado en los noventa, la valoración de las monedas llegó a depender cada vez más del arbitraje de las operaciones de estas instituciones entre los diferentes instrumentos financieros y los mercados en lugar de depender del comercio. Los cambios en los diferenciales de tipos de interés sobre los activos denominados en diferentes monedas, ahora desempeñan un papel desproporcionado en el impulso de los cambios en los flujos de capital y divisas, exacerbando los problemas de control monetario en escala mundial.

El extraordinario aumento en las reservas de las economías emergentes durante la década pasada es indicativo de las presiones para utilizar los excedentes de las ganancias del comercio para construir un colchón frente a su vulnerabilidad externa [BPI, 2008: 44-52; Painceira, 2009]. Sin embargo, para hacerlo, estaban obligados a prestar sus ahorros a países de moneda fuerte en lugar de invertir en sus propias economías. Este imperativo es una nueva limitación de la demanda en estos países con altas tasas de ahorro, concentrando dinero ocioso necesario para cubrir las importaciones y el servicio de la deuda en el caso de futuras crisis financieras.[4]

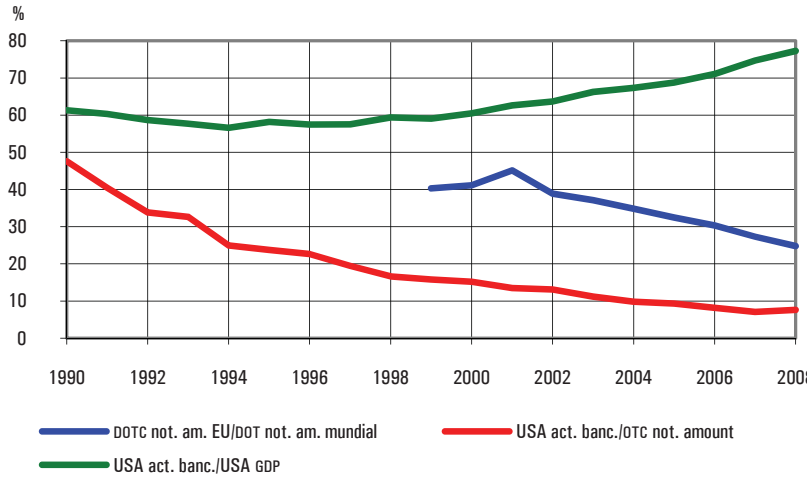
En esta lógica, las economías emergentes perdieron la capacidad tanto de influir en las transacciones de compra-venta de su deuda externa, como de invertir productivamente fuera de esa lógica y estuvieron obligados a concentrar masivamente reservas como mecanismo para compensar estos valores [Papadatos, 2008: 17]. La acumulación masiva de reservas creó un vínculo con las monedas dominantes y, en particular, con el dólar al ser usado como moneda internacional [Lapavitsas, 2008: 43].

A finales de 1995, con cuatro millones de millones de dólares de activos, los bancos comerciales de EU tenían derivados –primordialmente futuros, *swaps* y opciones– por casi 15 millones de millones de dólares (no más de cuatro veces sus activos). En junio del 2008, con 11 millones de millones de dólares de activos, los derivados sumaban 182 millones de millones

[4] Aunque las reservas de divisas registradas en los libros de los bancos centrales son un apoyo a la expansión del dinero y del crédito en la economía nacional, para evitar la expansión excesiva las autoridades monetarias de esos países deben esterilizar parte o la totalidad de la acumulación de las reservas mediante la venta de tenencias de activos nacionales o la emisión de deuda por parte del banco central. Ambas técnicas de esterilización inhiben el crecimiento y la estabilidad de los mercados de capitales nacionales al limitar la capacidad de los bancos centrales para apoyar a los mercados.

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 300 17/05/2011 02:56:40 p.m.

Gráfica 10. Crédito extrabursátil en EU 1990-2008
(derivados OTC)

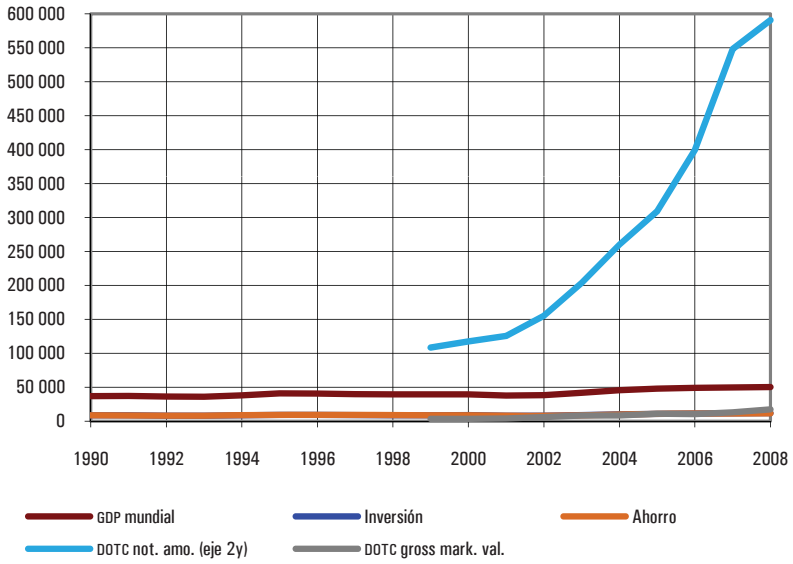


Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

(trillones estadounidenses) –casi 17 veces sus activos– (véase la gráfica 10) con derivados en el nivel mundial de 684 millones de millones (véase la gráfica 11), según el Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés).

Éstos, por cierto, con un valor bruto de mercado de no más de 20 millones de millones de dólares y controlados por fondos de inversión, fondos de pensiones, bancos comerciales, y otros entes financieros. Para septiembre de este año, con activos de 12 millones de millones de dólares el valor de los derivados de los bancos comerciales estadounidenses bajó a 176 millones de millones (se perdieron poco más de seis millones de millones, casi siete veces el PIB de México). Algo similar pasó en todo el mundo. Se puede decir –siguiendo la caída del Dow Jones de junio a diciembre–, por ejemplo, que se registra una pérdida no inferior a 35% respecto a junio, en el valor nocional de esos derivados (*notional amount* en inglés). Significa que con activos de poco más de 12 millones de

Gráfica 11. Crédito extrabursátil mundial 1990-2008 (derivados OTC)
(mmd, 2008)



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.)

millones, los derivados no valdrán más de 120 millones de millones. Desde cualquier punto de vista es una terrible pérdida. Lo mismo, por cierto, pasó en todo el mundo, con las operaciones globales de derivados. Así, con esta estimación –o con otras más o menos severas– uno puede preguntarse: ¿quién o quienes perdieron esos 62 millones de millones de dólares (Estados Unidos) y casi 235 millones de millones para todo el mundo, en este caso equivalentes a cinco veces el valor de la economía mundial?, ¿ quién o quiénes van a recuperarlo?

Conclusión

La recuperación de la tasa de ganancia ha constituido el eje de las transformaciones impulsadas por el Estado y el capital

después de que su caída provocó la crisis de los años setenta. A ello obedecen las profundas mutaciones ocurridas en las relaciones sociales de producción entre capital y trabajo apuntaladas a lo largo de más de tres décadas. Pero también a ello contribuyó la caída de la mayoría de los llamados regímenes socialistas y la profunda transformación de China. Una de las peculiaridades fue que para lograrlo, por primera vez, el capital bajo el predominio del capital bancario y la hegemonía del dólar estadounidense impuso como estrategia fundamental a todas las formas del capital la llamada financiarización.

En dicha estrategia dos aspectos fueron claves: las transformaciones de la fuerza de trabajo y el Estado. Con relación a la primera se cambió la naturaleza del trabajo y fueron revertidas todas las conquistas sociales; a la vez, al ser privatizada la educación, los servicios de salud, el sistema de pensiones y todo tipo de seguros, las nuevas instituciones bajo la lógica de la rentabilidad transformó en activos financieros, la masa salarial de todo tipo de trabajo productivo asalariado o no asalariado y así fueron sujetos de la mayor expoliación. Por otra parte, el Estado, además de privatizar las empresas estratégicas bajo su control, impulsó a los bancos centrales para que desempeñaran un papel estratégico en la acumulación masiva de reservas y el manejo de las tasas de interés. Las mencionadas transformaciones generaron las condiciones para poner a disposición del capital –como nunca– grandes masas de ahorro y expandir el crédito hasta sus límites. Sin embargo, la mayor riqueza provino de las llamadas economías emergentes.

El mundo cambió y el conjunto de la economía mundial se trastocó e integró de diversas maneras el producto de las inmensas transformaciones sociales, políticas y culturales acaecidas. Lograron recuperar la tasa de ganancia mas no a los niveles de mediados los años setenta del siglo pasado. Hoy el mundo se encuentra nuevamente en crisis, la más grande de

la historia del capitalismo o si se prefiere la primera crisis de la globalización y/o mundialización o, también de la financiarización, cuyo epicentro es Estados Unidos. La cual, a pesar de la expoliación y de los innumerables atropellos de los últimos años de neoliberalismo y la destrucción de casi cualquier esfuerzo por crear una alternativa a la afirmación neoliberal, plantea un reto mayúsculo, revertir la creencia de que no hay alternativa. Sin una compresión y un punto de vista alternativo de la crisis actual, como toda crisis inherente al capitalismo, la reorganización capitalista neoliberal será.

Bibliografía

Blackburn, R. [2002], "La debacle de Enron y la crisis de los fondos de pensiones", *New Left Review*, 14: 25.

BPI (Banco de Pagos Internacional) [2003, 2004, 2005 y 2006].

Chesnais, F. [1999], La mundialización financiera: génesis, costo y desafíos, Buenos Aires, Losada.

D'Aristá, Jane [2004],"U.S Debit and global imbalance", *International Journal of Political Economy*, vol. 36, núm. 4, pp. 12-35.

Dicken, P. [1998], *Global shift transforming the world economy*, Paul Chapman Publishing, Londres.

Dos Santos, P. [2008], "On the content of banking in the contemporary capitalism", en A Crisis of Financialisation, *Historical Materialism* y Brill Publishers.

Dumenil, G., D. Lévy [2004]. *Capital resurgent, roots of the neoliberal revolution*, Londres-Cambridge, Harvard University Press.

Dymski, G. [2008], "The political economy of the subprime meltdown", en A Crisis of Financialisation, Historical Materialism y Brill Publishers.

Ergüneş, N. [2008], "Financialisation in developing countries: A study of the Turkish economy", en A Crisis of Financialisation, Historical materialism y Brill Publishers.

Greenspan, A. [2003], "Address to the 21 st Annual Monetary Conference Cosponsored by The Economist and the Cato Institute", noviembre, en http:www.federal reserve.gov.

Gill, L. [2002], *Fundamentos y límites del capitalismo*, Madrid, Trotta.

IFSL [2007].

IMF (International Monetary Fund) [2006], *Perspectiva de la economía mundial 2005*, Washington, D.C.

IMF (International Monetary Fund) [2007], *Global Financial Sability Report 2007*, Washington D.C.

Itoh, M. [2008], "The Japanese and the American crises compared", en A Crisis of Financialisation, Historical Materialism y Brill Publishers.

Lall, S. [2000] *The technological structure and performance of developing country manufactured exports, 1985-1998*, Oxford University Press, Oxford.

Lapavitsas, C. [2005], "Power and trust as constituents of money and credit", *Historical Materialism*, 14 (1): 129-154.

——— [2008] "Financialised capitalism: Instability and financial expropriation", en A Crisis of Financialisation, Historical Materialism y Brill Publishers.

——— [2008], "The relevance of Hilferding's 'Finance Capital' to financialised capitalism", en *A Crisis of Financialisation*, Historical Materialism y Brill Publishers,.

Marx, C. [1974], *Introducción general a la crítica de la economía política*, Buenos Aires, Siglo XXI Argentina.

——— [1976], *El capital*, vol. III, sección V, México, Siglo XXI.

Morera, C. [1998], *El capital financiero en México y la globalización: límites y contradicciones*, México, Era.

Morera, C. [2002]. "La nueva corporación trasnacional en México y la globalización", en D. de la Peña, M. Simón, C. Morera (eds.), *Globalización y alternativas incluyentes para el siglo XXI*, México, IIEc-UNAM, pp. 397-434.

———, y A. Rojas [2007], *Notas sobre los cambios en la naturaleza del trabajo y la reorganización productiva y financiera mundial*, IIEc-UNAM, mayo de 2007 (en prensa).

——— [2008]. "Mercado mundial de dinero y renta petrolera", en *La guerra del fuego*, Guillaume Fontaine y Alicia Puyana (coords.), Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO) y Ministerio de Cultura, Ecuador, marzo, pp. 97-128.

Moseley, F. [2005], "Is the U.S. economy headed for a hard landing?", mimeo, disponible (enero de 2008) en: http://www.mtholyoke.edu/~fmoseley/

NSF (National Science Foundation) [2000], *Science and Engineering Indicators 2000*, Washignton.

OECD (Organization for Economic Co-operation and Development) [2000 a], Differences in economic growth across the OECD in the 1990s: The role of innovation and information technologies, París.

ONUDI (Organización de las Naciones Unidas para el Desarrollo Industrial) [2002], *Informe sobre el desarrollo industrial, 2002/2003*, "Competir mediante la innovación y el aprendizaje", Viena.

Painceira, J.P. [2008], "Financialisation and financial crises: the role of developing countries", en A Crisis of Financialisation, Historical Materialism y Brill Publishers.

Papadatos, D. [2008], "Central banking in contemporary capitalism: monetary policy and its limits", en A Crisis of Financialisation, Historical Materialism y Brill Publishers.

Sproll, M. [2003], "Las redes trasnacionales de producción, América Latina, Asia y Europa del Este en la manufac-

tura por contrato en la industria electrónica", memoria, 177: 19-26.

Stiglitz J. E. [2003], *El malestar en la globalización*, México, Taurus.

The Economist [2003], "Beyond the Bubble", Londres.

The New York Times [2002], "Round table: Wall Street's prescriptions in a convalescing economy", 2 de enero.

UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development) [1999], "World investment report 1999: FDI Policies for Development: National and International Perspectives", Nueva York-Ginebra.

UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development) [2002], "World investment report 2002: Transnational corporations and export competitiveness", Nueva York-Ginebra.

——— [2003], " World investment report 2003: FDI policies for development: National and international perspectives", Nueva York-Ginebra.

——— [2005]," World investment report 2005: FDI policies for development: national and international perspectives", Nueva York-Ginebra.

——— [2006], "Investment Brief", núm. 3.

7. LOS PAÍSES EN DESARROLLO EN LA ERA DE LA FINANCIARIZACIÓN: DE LA ACUMULACIÓN DEL DÉFICIT A LA DE RESERVAS EN DIVISAS

Juan Pablo Painceira

Introducción

La financiarización representa una profunda transformación de las economías capitalistas basada en los cambios de la acumulación real desde principios de los setenta [Lapavitsas, 2009]. Las actividades financieras se han extendido a varios sectores y áreas económicos nuevos de la vida cotidiana: vivienda, pensiones, consumo, etc. El aumento del financiamiento ha proporcionado un campo de acción nuevo para que la forma del valor se expanda, principalmente en los países capitalistas industrializados. Algunos de los factores importantes de ese proceso han sido la privatización de las actividades y los activos fijos que anteriormente estaban bajo control estatal, así como la desregulación de las instituciones y mercados financieros. Por lo demás, la desregulación de los mercados de mano de obra ha contribuido a promover la "disciplina financiera" entre los trabajadores.

Aquí se hace un análisis más detallado de la financiarización, puesto que se aborda su efecto en los países en desarrollo. La atención del estudio se centra en las transacciones financieras internacionales de los países en desarrollo a partir del año 2000, particularmente en relación con la economía de Estados Unidos. Se demuestra que los flujos de capital internacionales han aumentado, pero que los países en desarrollo también han acumulado enormes reservas en divisas, por lo que el resultado ha sido un flujo neto de capital de los países en desarrollo a los industrializados. Para los países en desarrollo, los costos sociales

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 309 17/05/2011 02:56:42 p.m.

de ese aspecto de la financiarización han sido muy altos, mientras que, para los países industrializados, especialmente para Estados Unidos, han significado unas ganancias enormes. Debido a que Estados Unidos es el país emisor del cuasi dinero mundial, en los primeros años de este siglo, la financiarización le ha generado utilidades netas a expensas de los países en desarrollo, lo cual es un aspecto de la explotación financiera característica del periodo.

En el estudio se aborda con un poco más de detalle la interrelación de los flujos de capital internacionales, la acumulación de reservas en divisas y las condiciones financieras de Estados Unidos y se analizan las consecuencias de esos factores para los países en desarrollo y los beneficios para ciertos países industrializados clave. También se examina la expansión de la financiarización en la economía de los países en desarrollo y se demuestra que las instituciones financieras han adquirido una importancia cada vez mayor. Además, se establece que los países en desarrollo han pasado por dos periodos distintos desde que realmente dio comienzo su financiarización a principios de los años noventa. El primer periodo se caracterizó por un considerable flujo de capital privado y por un gran déficit de la cuenta corriente de esos países, mientras que el segundo se ha caracterizado por la acumulación de reservas en divisas y el flujo neto de capital de esos países a los industrializados.

El trabajo está organizado como sigue: en la sección 1 se hace el examen de los argumentos teóricos en favor de la liberalización financiera en los países en desarrollo, así como de las críticas de la economía política al proceso. También se demuestra que la liberalización financiera es un aspecto integral de la financiarización del capitalismo en general. En la sección 2 se hace una recapitulación de los argumentos de la economía política marxista en relación con el financiamiento y el desarrollo, prestando una atención particular al financiamiento internacional y sus crisis y a la función del dinero mundial. El objetivo

es llegar a una comprensión teórica más completa del cambio que tuvo lugar en los países en desarrollo, que pasaron de la acumulación del déficit en los años noventa a la acumulación de reservas en divisas en los primeros años de este siglo. En la sección 3, parte central del estudio, se examina la estrategia de la acumulación de reservas en divisas que adoptaron los países en desarrollo (o que fueron forzados a adoptar) después de las crisis financieras de finales de los noventa. En la sección 4, se hace un análisis de los considerables costos sociales que la acumulación de reservas en divisas impone a los países en desarrollo. Las reservas en divisas han facilitado las transferencias netas de capital de los países en desarrollo a los países industrializados y han actuado como un mecanismo de explotación de aquéllos por estos últimos, sobre todo por Estados Unidos. Al final se presentan las conclusiones.

1. El surgimiento de la liberalización financiera en los países en desarrollo y las crisis de 1997 a 1998[1]

La liberalización financiera forma parte de las reformas estructurales típicas del enfoque neoliberal del desarrollo de los últimos treinta años. También es un aspecto vital de la financiarización, puesto que desde los noventa las economías nacio-

[1] Es importante aclarar que el término "países en desarrollo" se usa en sentido heurístico en este trabajo. El autor es completamente consciente de las implicaciones de clase y de la dimensión imperialista del término "desarrollo". Desde una perspectiva marxista y, en particular, leninista, la relación entre los países "desarrollados" y los países "en desarrollo" comprende aspectos de explotación e imperialismo. Asimismo, el ritmo de la acumulación internacional de capital modela dicha relación. En esencia, en este trabajo se demuestra que algunos aspectos nuevos de la explotación internacional han surgido mediante la financiarización, los flujos de capital libres, la acumulación de reservas en divisas y el uso del dólar como cuasi dinero mundial.

nales han estado más expuestas a las actividades del sistema financiero mundial. En esta sección se hace un examen de las afirmaciones teóricas convencionales en favor de la liberalización financiera en los países en desarrollo. El objetivo consiste en establecer los antecedentes de la liberalización financiera mediante el análisis de sus características clave, así como algunas de sus consecuencias empíricas, lo cual proporciona la necesaria perspectiva histórica y analítica sobre lo que ha ocurrido en estos primeros años del siglo XXI.

Los flujos de capitales de los países pobres a los ricos y los enormes costos que la acumulación de reservas en divisas ha impuesto a los países en desarrollo en los primeros años de este siglo (lo cual se analiza en las secciones 3 y 4) son la prueba de los perniciosos efectos que la liberalización financiera ha tenido en los países en desarrollo y cuyos beneficiarios han sido los países industrializados, principalmente Estados Unidos.

El objetivo inicial de la liberalización financiera de los años setenta fue la eliminación de las restricciones a las actividades financieras con el propósito de facilitar el flujo del ahorro nacional a la inversión. La apertura de la cuenta de capital de la balanza de pagos no era una preocupación de los liberalizadores; pero la liberalización financiera se extendió gradualmente a dicha cuenta, fomentando de esa manera el incremento de los flujos internacionales de capital. Durante los noventa y los primeros de este siglo, la apertura de las economías nacionales a los mercados financieros internacionales terminó siendo un elemento fundamental de la liberalización financiera.

La liberalización del movimiento internacional de capitales significa una mayor facilidad y flexibilidad para que los residentes nacionales de un país inviertan en posiciones de activos y pasivos denominados en monedas extranjeras, así como para que los residentes no nacionales operen en los mercados financieros del país de que se trate. Según Akyuz [1992], la

apertura financiera de los países en desarrollo comprende la liberalización de las entradas y salidas de capitales, al mismo tiempo que permite la fácil convertibilidad de las monedas.[2]

Las presiones sobre los países en desarrollo para que pusieran en práctica esos cambios provinieron de las organizaciones internacionales multilaterales, como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial; no obstante, las instituciones financieras privadas internacionales también estaban a favor de los cambios por dos razones: en primer lugar, porque éstos permitieron que los países en desarrollo refinanciaran su deuda externa en términos y condiciones determinados en el mercado libre y, por ende, más favorables al capital privado; en segundo, porque la liberalización de la cuenta de capital abrió las economías nacionales a las operaciones financieras internacionales.

La liberalización de la cuenta de capital fue una de las principales condiciones del Plan Brady, mediante el cual se reestructuró la deuda externa de varios países en desarrollo a principios de los años 1990 (sobre todo en América Latina). El Plan Brady desempeñó una función crucial en la creación de los mercados de deuda nacional entre los países en desarrollo, los llamados bonos de mercados emergentes. Desde el punto de vista de los países en desarrollo, se puede considerar que el Plan Brady fue el comienzo de su financiarización: al adoptar-

[2] El término "entradas de capital" se refiere al hecho de que los residentes tomen préstamos de los mercados extranjeros por razones que no se relacionan con el comercio internacional, así como que los no residentes ofrezcan crédito en los mercados financieros nacionales. El término "salidas de capital" se refiere al hecho de que los residentes transfieran capital y adquieran activos financieros en el extranjero, así como que los no residentes emitan pasivos financieros en el mercado nacional. El término "convertibilidad de las monedas" se refiere al permiso legal para emprender relaciones crediticias en una moneda extranjera, entre ellas, depósitos y préstamos bancarios.

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 313 17/05/2011 02:56:42 p.m.

lo, esos países abrieron sus puertas a una enorme afluencia de capitales y, asimismo, se comprometieron de hecho a poner en práctica más reformas de liberalización financiera.

Es sorprendente que la teoría económica convencional no ofrezca una justificación muy sólida de la liberalización de la cuenta de capital. Los propugnadores teóricos originales de la liberalización financiera, McKinnon [1973] y Shaw [1973], consideraban que la "represión" financiera era como cualquier otra restricción gubernamental para limitar el funcionamiento eficaz de los mercados financieros nacionales;[3] pero, gradualmente, el concepto de "represión" financiera se aplicó también a las restricciones legales a la movilidad del capital financiero nacional e internacional. De acuerdo con la teoría económica neoclásica, el ahorro debería fluir de los países con un capital abundante (los industrializados) a los países con escasez de capital (los países en desarrollo) debido a los diferenciales en el rendimiento esperado del capital. Por lo tanto, se podía argüir que las restricciones internacionales al movimiento de capitales y los controles sobre la convertibilidad de la moneda nacional (es decir, la "represión" financiera externa) presumiblemente obstaculizan esos flujos de capital benéficos.

De acuerdo con tal enfoque, la apertura financiera mejoraría el flujo del ahorro del extranjero a los países que enfrentasen una escasez de capital; además, reduciría los riesgos para los inversionistas, nacionales y extranjeros, debido a la posibilidad de diversificar los activos fijos. Asimismo, la apertura financiera ayudaría a los países a hacer frente a los problemas de su balanza de pagos y, como consecuencia, les permitiría ajustar de manera flexible la demanda interna. Finalmente,

[3] Tales restricciones se refieren típicamente a la regulación de las actividades de las instituciones financieras, tanto bancarias como no bancarias, mediante el establecimiento de reservas obligatorias para muchos tipos de depósitos bancarios y la fijación del nivel de los tipos de interés del mercado.

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 314 17/05/2011 02:56:43 p.m.

la eficacia de los sistemas financieros nacionales aumentaría debido a la competencia entre las instituciones financieras nacionales y las extranjeras y, posiblemente, debido a la exposición al mercado financiero internacional [Levine, 1996: 225, y Poret, 2001: 3].

Otro importante argumento de la corriente convencional para ejercer presión con el propósito de conseguir la apertura financiera fue que la libertad de movimiento del capital reduciría la autonomía de los países en desarrollo para la formulación de su política económica. Aparentemente, ello reduciría los daños causados por las políticas económicas inadecuadas en el contexto de la mundialización financiera [Mathieson y Rojas Suárez, 1992: 3, y Eichengreen *et al*., 1998: 14 y 1999]. Con esto, tendría lugar una mayor homogeneización de las políticas económicas "buenas" en la economía mundial.

También es importante hacer notar que la defensa de la liberalización financiera pasó del periodo en que se favorecía la "terapia de choque" a otro en el que se favorece la puesta en práctica secuencial de las reformas [McKinnon, 1973, y 1991]. En la "terapia de choque" original no se tomaban en cuenta las medidas de liberalización en secuencia, sino que la atención se centraba únicamente en los supuestos beneficios de dicha "terapia" [McKinnon, 1973]. Por su parte, los defensores de las reformas en secuencia afirmaban que el primer paso sería ser la eliminación de la "represión" interna de las tasas de interés y las actividades financieras;[4] después debería tener lugar la desregulación del mercado del tipo de cambio para evitar la discriminación de los exportadores y los importadores;[5] ense-

[4] También debería aplicarse la reforma fiscal para controlar el déficit público, con lo que se permitiría un mejor refinanciamiento de la deuda pública y, supuestamente, la reducción de los tipos de interés a corto plazo.

[5] El principal objetivo es la eliminación del control sobre el tipo de cambio que apoya la substitución de importaciones y el fomento a las exportaciones

guida, se debería liberalizar más el comercio exterior; y, finalmente, también la cuenta de capital.[6] El enfoque secuencial acabó por predominar en la política real de liberalización.

Con todo, la realidad de la primera ola importante de liberalización de la cuenta de capital y de apertura del comercio internacional en los noventa tuvo consecuencias muy diferentes para un gran número de países en desarrollo. El resultado fue, por una parte, un enorme aumento de la afluencia de capitales y, por la otra, la acumulación del déficit de la cuenta corriente;[7] combinación que, a finales de los noventa y los primeros de este siglo, llevó a severas crisis financieras y del tipo de cambio en esos países, sobre todo en Corea del Sur y otros países asiáticos (1997-1998), Rusia (1998) y Brasil (1999); también tuvieron lugar otras crisis en Argentina (2001) y Turquía (2001). Los efectos de esas crisis fueron severos, porque causaron aumentos del desempleo, caídas del producto interno bruto (PIB) y el colapso del consumo y la inversión. Los costos fueron enormes para unas sociedades que ya eran relativamente pobres.

No hay duda alguna de que las crisis tenían aspectos complejos, relacionados con las empresas, las actividades bancarias, las divisas y el pago de la deuda pública, que variaban de acuerdo con las características estructurales e institucionales de cada economía. En el este de Asia, por ejemplo, la crisis monetaria de 1997 y 1998 se presentó cuando la mayoría de esas economías enfrentaba graves problemas en su sector empresarial y financiero; sin embargo, una característica que

---

como parte de la estrategia de industrialización de los países en desarrollo.

[6] Entre los defensores de las reformas en secuencia hay consenso en el sentido de que el último elemento que se debería liberalizar es la cuenta de capital; véase Williamson y Molly [1998].

[7] Entre 1994 y 2001, los préstamos netos a los países en desarrollo y emergentes correspondieron a 0.7% del PIB agregado; sin embargo, durante el periodo de 1993 a 1999, el promedio se mantuvo en 1.5% [FMI, 2008a y 2008b].

muchos países en desarrollo tenían en común era que, por lo general, habían adoptado un régimen de tipo de cambio fijo. En el caso de esos países, la interrupción del financiamiento externo —aunada a los problemas específicos de cada uno de ellos— provocó graves crisis del tipo de cambio. Las principales características de esas crisis fueron la reversión repentina de los flujos de capital y el colapso del régimen de tipo de cambio fijo. Así, para los propósitos de este estudio, la liberalización financiera de los noventa actuó como un catalizador de las crisis monetarias y financieras en general y, al mismo tiempo, propició un rápido contagio entre los países en desarrollo.

Han habido varios intentos por explicar las crisis de los países en desarrollo de finales de los años noventa y los primeros de este siglo. En un enfoque, basado en la teoría convencional de la información asimétrica, destacan los desequilibrios presentes en el sector privado de esos países, entre ellos las fallas del mercado financiero y las políticas gubernamentales intervencionistas.[8] Ese modelo de crisis se denomina en ocasiones como de "tercera generación" [Krugman, 1998; Chang y Velasco, 1998 y 1999; Mishkin, 1996; Calvo y Reinhart, 2000, y Corseti *et al.*, 1998].

Es probable que el exponente más prominente de ese modelo sea Krugman [1998], quien presentó las crisis monetarias asiáticas como resultado de un capitalismo de compinches. Aparentemente, las crisis se presentaron debido al riesgo moral creado por las garantías gubernamentales implícitas en los

[8] Esta interpretación sirvió para explicar las crisis financieras del este de Asia y también se le denomina modelo de crisis de "tercera generación". Dicho simplemente, el primer modelo de crisis está asociado con una política fiscal insostenible. En el modelo de segunda generación, la crisis es un proceso que se cumple a sí mismo cuando, con el propósito de protegerse contra la depreciación de la moneda, las instituciones financieras precipitan la crisis del tipo de cambio.

pasivos de los intermediarios financieros, que, además, no estaban regulados. Ello alentó el que dichos intermediarios otorgaran créditos con riesgos excesivamente altos, lo cual estimuló temporalmente el sector comercial y los activos fijos y, en consecuencia, hizo que la reacción de uno y otros fuera positiva para los primeros. Tal proceso circular generó una situación de inversiones excesivas y precios excesivos en el caso de algunos activos fijos, como los bienes raíces. Siguiendo una reflexión similar, Corseti *et al.* [1998] ofrecieron una explicación más de la crisis, esta vez basada en la existencia de las garantías gubernamentales implícitas también para el sector empresarial.

Algunos influyentes analistas no marxistas de la economía política se opusieron a las explicaciones convencionales de las crisis [Chang, Park y Yoo, 1998, Taylor, 1998, y Wade, 1998]: para los primeros la crisis de Corea del Sur ocurrió debido al desmantelamiento de los mecanismos gubernamentales de coordinación de la política industrial y de regulación financiera; en ese mismo sentido, Taylor [1998] destacaba que la principal razón de las crisis financieras del este de Asia fue que el gobierno abandonó la regulación de la economía real, del mercado financiero y, sobre todo, de la cuenta de capital; para Wade [1998], finalmente, la liberalización financiera afectó gravemente la capacidad del Estado para coordinar el endeudamiento externo privado. Dado que el control del flujo de fondos destinados a la inversión se hizo más complejo y difícil, el modelo de desarrollo asiático acabó siendo menos sostenible.

Otros prominentes analistas no marxistas de la economía política se basan en la teoría de la inestabilidad financiera, asociada sobre todo con la obra de Minsky. De acuerdo con su línea de argumentación, la causa de las crisis asiáticas reside en el endeudamiento del tipo Ponzi (tipo de inversión fraudulenta de la pirámide económica), en el que las inversiones excesivamente apalancadas en el corto plazo estaban financiando proyectos de

inversión financiera con largos intervalos de gestación en sectores que ya enfrentaban una capacidad excesiva. Según esa línea de análisis, la inestabilidad financiera es un proceso endógeno en el que hay una convergencia de perspectivas entre el sector empresarial y las instituciones financieras con respecto a las utilidades y el rendimiento durante el ciclo de los negocios: al inicio de éste, la necesidad de refinanciamiento de los activos fijos mediante las instituciones financieras es muy poca o inexistente; sin embargo, una vez que la curva ascendente del ciclo es evidente y está bien establecida, la economía avanza de manera gradual hacia las posiciones especulativas, en las que la necesidad de refinanciamiento aumenta y la madurez de las operaciones de crédito y del endeudamiento se alcanza en un tiempo cada vez más breve.

Cuando se aplica tal enfoque, se puede considerar que el incremento de los pasivos externos en el este de Asia se debió a la confianza de los agentes económicos en la estabilidad (o revaluación) del tipo de cambio y en que el costo del endeudamiento externo seguiría bajo. Dado que la liberalización financiera facilitó las operaciones financieras entre los inversionistas nacionales y extranjeros, también exacerbó el endeudamiento. Según Kregel [1998], ello provocó la reducción de los márgenes de seguridad (activos líquidos) a medida que los tipos de cambio se revaluaban. La reversión de los flujos de capital hizo patente la fragilidad de los estrechos márgenes de seguridad. Con un razonamiento similar, Arestis y Glickman [2002] también afirmaban que la liberalización financiera fue un factor que contribuyó en lo fundamental a la inestabilidad financiera en los países del sudeste de Asia.

Los mencionados analistas no marxistas de la economía política tienen en común el hecho de que hacen hicapié en la fundamental función de la liberalización financiera entre las causas de las crisis. La principal diferencia entre ellos es que la primera corriente se centra en la pérdida de capacidad del

Estado para coordinar la economía, mientras que la segunda en los resultados especulativos de la liberalización del sistema financiero nacional y la apertura de la cuenta de capital; no obstante, todos ellos subrayan el aspecto sistémico de las crisis, lo cual los hace mucho más perspicaces que las explicaciones de los analistas convencionales, para quienes el riesgo moral o los problemas de información fueron, supuestamente, la raíz de los trastornos.

Con todo, los analistas no marxistas de la economía política no han visto en detalle la relación entre la acumulación real y el desarrollo financiero; en particular, es poco lo que dicen sobre la manera endógena en que el desarrollo de la economía capitalista provoca el desarrollo del sistema financiero, el cual, a su vez, propicia aún más el desarrollo capitalista. El hecho de que las crisis financieras estén asociadas por lo general con ese proceso parece intuitivo;[9] además, las explicaciones no marxistas son incluso menos satisfactorias en lo concerniente a la función del dinero internacional en los flujos de financiamiento mundial y las relaciones de poder, jerarquía y explotación resultantes, a pesar de que se trata de aspectos vitales de las relaciones entre los países industrializados y los países en desarrollo.

Por las razones antes expuestas, la economía política no marxista en la práctica no ofrece una explicación teórica del gigantesco giro de los países en desarrollo hacia la acumulación de reservas en divisas en los primeros años de este siglo; y su explicación también es muy pobre en lo concerniente a las subsiguientes transferencias sistemáticas de valor de esos países a los industrializados. Las reservas internacionales del dólar como cuasi dinero mundial desempeñaron una función fundamental tanto en las crisis de los noventa como en la re-

[9] En la siguiente sección se analizan los aspectos generales de ese proceso.

versión de los flujos de capital de los primeros años de este siglo. En la siguiente sección se hace la exposición de algunos factores que pueden explicar las crisis financieras internacionales desde el punto de vista marxista; y, como continuación de ese análisis teórico, en las secciones 3 y 4 se analizan las dimensiones empíricas de esos fenómenos.

2. Un análisis marxista del financiamiento internacional y sus crisis

el crédito, la acumulación y la crisis

El análisis de la liberalización financiera y el sistema financiero internacional desde una perspectiva marxista requiere el establecimiento de algunos principios concernientes al desarrollo y la función del sistema financiero en la economía capitalista. En tal análisis, un aspecto clave es que el financiamiento capitalista depende de la generación continua de sumas de capital dinero ociosas o paralizadas durante el periodo normal de la rotación del capital. Tales recursos de dinero ocioso constituyen los cimientos del sistema crediticio capitalista. De acuerdo con Itoh y Lapavitsas [1999: 61], "el sistema crediticio moviliza el dinero paralizado generado en el transcurso de la reproducción capitalista, lo transforma en capital que devenga interés (capital prestable) y lo redirige hacia la acumulación". Así, el financiamiento y el desarrollo económico están relacionados de manera integral con la acumulación real, que constituye el sustento del financiamiento.

La relación fundamental entre el financiamiento y la economía real se puede analizar útilmente desde el punto de vista del funcionamiento del dinero en cuanto a moneda y capital.[10]

[10] Como se verá más adelante, esa relación es contradictoria y proporciona

Las finanzas constituyen un conjunto de instituciones, mercados y activos fijos que necesariamente surge en una economía capitalista y facilita la transformación del dinero en capital dinero en toda la sociedad; de manera específica, el financiamiento implica transacciones con capital de préstamo (es decir, que devenga interés). Se trata de un capital que está siempre en forma de dinero y disponible para ser prestado a quienes participan en la acumulación real y, con ello, ganan intereses, antes bien que utilidades; asimismo, es anterior al modo de producción capitalista [Marx, 1973: 376]. El sistema bancario desempeña una función fundamental en el movimiento de capital de préstamo y, por ende, está ligado a la acumulación real y obtiene rendimientos de la expansión propia del valor en la producción.

El sistema bancario es la columna vertebral del sistema financiero capitalista y regula el efecto del capital de préstamo en la economía capitalista. Históricamente, el proceso de surgimiento de los bancos estuvo relacionado con el desarrollo del capital comercial e industrial. Por lo tanto, las actividades bancarias se relacionan con el crédito al comercio y las transacciones en dinero. Al analizar los fundamentos económicos del surgimiento del sistema bancario, Lapavitsas [2007: 424] propuso lo siguiente:

> […en] el meollo de la banca capitalista avanzada residen las actividades relacionadas tanto con el crédito al comercio como con las transacciones en dinero. Este enfoque ofrece dos ventajas analíticas: en primer lugar, postula la existencia de un vínculo específico entre el crédito bancario y las transacciones en dinero, las cuales comprenden el tipo de cambio, la administración de cuentas, la compensación, la transferencia de dinero y la salvaguarda de activos fijos […]; en segun-

---

la base para dos tipos diferentes de crisis financieras analizadas por la economía política marxista.

> do lugar, el enfoque concuerda adecuadamente con la tendencia de los bancos a concentrarse en los centros de los negocios, donde proliferan las transacciones e instrumentos de crédito al comercio.

Vistos de esa manera, los bancos son especialistas en los aspectos monetario y financiero de la circulación capitalista; y, mediante su intervención, reducen el ciclo de rotación de los capitales industriales y disminuyen los costos de dicha circulación.

El sistema financiero también es fundamental en el caso de las crisis, que son un aspecto integral de la economía capitalista. Marx (*El capital*, 1976, vol. I) demostró que el capital lleva en sí la contradicción inherente entre el dinero como forma general del valor y los bienes como formas particulares de este último. Las crisis capitalistas son formas extremas de esa contradicción, puesto que, en una crisis, es difícil convertir los bienes en dinero. Las razones fundamentales de las crisis residen en la acumulación real y se resumen en la caída de la tasa de ganancia. Por lo general, el capital constante acaba siendo excesivamente cuantioso en relación con el capital variable, o bien, las proporciones entre los diferentes sectores de la economía se ven perturbadas; pero, dado que el sistema financiero interviene en los flujos de capital de préstamo y, por ende, en la expansión de la producción (que se vuelve imposible de vender en caso de crisis), las crisis capitalistas tienen inevitablemente aspectos financieros y monetarios, los cuales implican a menudo la dificultad de obtener dinero fresco para reembolsar las deudas.

A la luz de lo anterior, la economía política marxista distingue entre las crisis financieras que se relacionan integralmente con los procesos de producción y las que ocurren debido a la tensión excesiva del financiamiento causada por las operaciones internas del sistema financiero.[11] Las segundas reflejan la

[11] El análisis de las contradicciones del dinero y la manera en que el mayor

autonomía inherente al financiamiento respecto de la acumulación real. Las crisis que se relacionan integralmente con el proceso de producción son conocidas como crisis del tipo I y las que se deben únicamente al sistema financiero son conocidas como crisis del tipo II.[12]

En palabras de Marx [1976: 236]:

> [...] la crisis monetaria, definida en el texto como una fase en particular de toda crisis industrial y comercial en general, debe distinguirse claramente del tipo de crisis especial, también llamada crisis monetaria, que puede presentarse independientemente de las demás y que sólo afecta a la industria y el comercio por sus repercusiones. El centro de movimiento de esas crisis se encuentra en el capital dinero y, por ende, su esfera inmediata es la banca, las bolsas de valores y el financiamiento.

En palabras de Marx [1975, v.1, s.1ª: 168]:

> 99ª La crisis dineraria tal cual se define en el texto, como *fase de toda crisis,* debe distinguirse bien de la *clase particular de crisis,* a la que también se llama crisis dineraria, pero que puede constituir un fenómeno enteramente autónomo y que por tanto sólo por reacción ejerce un influjo sobre la industria y el comercio. Trátase de crisis cuyo

---

desarrollo del crédito y las relaciones monetarias crea otras contradicciones se puede consultar en Rosdolsky, 1977, parte II.

[12] Esta tipología puede consultarse en Itoh y Lapavitsas, 1999, cap. 6.

ª En la 3ª y 4ª ediciones esta nota se presentó así, según apuntes marginales de Marx en su ejemplar personal de la 2ª edición: La crisis dineraria tal cual se la define en el texto, como *fase* particular de *toda crisis general de la producción y el comercio*, debe distinguirse bien del *tipo especial de crisis* a la que también se le llama crisis dineraria, pero que puede hacer su aparición de manera autónoma y que por tanto sólo por reacción ejerce un influjo sobre la industria y el comercio. Trátase de crisis cuyo movimiento se centra en el capital dinerario, reduciéndose por tanto su esfera directa de acción a la banca, la bolsa, las finanzas.

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 324 17/05/2011 02:56:44 p.m.

> movimiento se centra en el capital dinerario y cuya esfera directa es por tanto la esfera de las acciones dramáticas del capital dinerario: la banca, la bolsa, las finanzas.*

En consecuencia, tal distinción es muy importante para el análisis de las crisis contemporáneas de la financiarización, que deben mucho a las operaciones internas de financiamiento y reflejan la creciente autonomía del sistema financiero en los últimos 30 años. Se puede considerar que la presente crisis financiera es una crisis del tipo II, puesto que tiene sus raíces en las operaciones de las instituciones financieras en el mercado de la vivienda de Estados Unidos;[13] pero, dado que la financiarización penetró en la economía, también tiene raíces en el proceso de acumulación real. Dicho en otras palabras, el detonante y las causas inmediatas de la actual crisis financiera se encuentran en el seno del propio sistema financiero, pero sus raíces más profundas se encuentran en la transformación de la acumulación real.

EL DINERO MUNDIAL Y LAS CRISIS INTERNACIONALES

La reciente crisis se convirtió en una crisis financiera mundial debido a la relación entre las operaciones financieras que tienen lugar en el seno del sistema financiero de Estados Unidos y el sistema financiero mundial. Dichas operaciones están denominadas en dólares, moneda que tiene la propiedad de ser

* N. del e.: el texto básico de la edición en castellano de la edición de Siglo XXI Editores esta ajustado a varios criterios de los cuales enunciamos dos: 1) El texto básico es el de la *última edición alemana publicada en vida de Marx*, 2) Registramos en *subnotas* (separadas del texto y de las notas de Marx por una raya a todo lo ancho de la página) *todas* las variantes introducidas por Engels en la *tercera y cuarta ediciones alemanas*, y que en su mayor parte consisten en la inserción de pasajes tomados de la versión francesa: XI y XII

[13] Véase un análisis detallado en Lapavitsas, 2009.

un cuasi dinero mundial;[14] además, por lo general se trata de transacciones monetarias y crediticias que incluyen también operaciones de titulización. La función del dólar como dinero mundial crea un vínculo directo entre la esfera nacional del país emisor y la esfera financiera internacional; por ende, los graves trastornos del mercado financiero de Estados Unidos en 2007 y 2008, caracterizados por los problemas de liquidez y solvencia entre los bancos, dañaron el sistema financiero mundial debido a que tales problemas han ocurrido en el país emisor del cuasi dinero mundial.

En líneas generales, las crisis financieras de los años 1990 en los países emergentes se manifestaron como problemas de liquidez o solvencia en dinero mundial. Dada su incapacidad para emitir moneda de curso mundial, los países emergentes asumen un papel de subordinación en relación con las finanzas internacionales.[15]

En consecuencia, si se tiene en mente la importante función del dinero mundial en el sistema financiero internacional y para los flujos de capital, se hace necesario contar con más elementos analíticos para entender las crisis de los países en desarrollo a finales de los noventa y el cambio hacia la acumulación

[14] El término cuasi dinero mundial (en lugar de dinero mundial) se utiliza para describir el dólar estadounidense porque no hay ningún acuerdo formal, como lo hubo en la época del patrón oro; además, el emisor del dinero mundial es un país, no una organización internacional multilateral; por lo demás, no hay ningún mecanismo claro de ajuste internacional, como también lo hubo en la época del patrón oro; sin embargo, para simplificar, en ocasiones se emplean los términos dinero mundial y cuasi dinero mundial indistintamente.

[15] En el momento de la crisis en que el repentino movimiento de protección en contra de la pérdida de riqueza origina la demanda de dinero, la contradicción entre los sistemas monetario y crediticio se hace clara. En esta época de financiarización, el aumento de esa demanda ha tenido lugar principalmente en dinero mundial, no en las monedas nacionales.

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 326 17/05/2011 02:56:44 p.m.

de reservas en divisas. Las crisis financieras son acontecimientos mundiales que tienen lugar en el mercado mundial, el cual es estructuralmente diferente de los mercados nacionales. En comparación con los mercados nacionales, el mercado mundial cuenta con menos mecanismos de homogeneización de las leyes, las prácticas institucionales, la costumbre y los reglamentos; además, no hay un sistema crediticio integrado mundialmente con un banco central que pudiera servir de apoyo al mercado mundial. El financiamiento internacional es fundamental para el mercado mundial, pero, a diferencia del financiamiento nacional, no comprende un conjunto de instituciones estructurado y estratificado. Finalmente, en el mercado mundial hay relaciones entre estados, así como entre capitales privados, y, por lo tanto, comprende relaciones de poder y de explotación nacional [Lapavitsas, 2006]. En consecuencia, la función del dinero en el mercado mundial tiene una importancia, una trascendencia y un significado muy particulares.

Para la economía política marxista, el dinero es el equivalente universal y desempeña ciertas funciones vinculadas directa o indirectamente con el proceso de intercambio de bienes. Las funciones del dinero que se relacionan directamente con el intercambio de bienes son una medida de valor y un medio de intercambio; las que se relacionan indirectamente con ese proceso son la sobreacumulación, los medios de pago y la moneda mundial, que Marx llamó "el dinero como medio de circulación" [Itoh y Lapavitsas, 1999: 45-52]. De acuerdo con Marx [1975: 175], el dinero mundial:

> El dinero mundial funciona como *medio general de pago, medio general de compra y concreción material, absolutamente social, de la riqueza* en general (*universal wealth*). Prepondera la función de *medio de pago,* para la compensación de balances internacionales.

El dinero mundial sostiene el mercado mundial y le proporciona el ímpetu organizativo de que carece en comparación con los mercados nacionales; por la misma razón, el dinero mundial hace cristalizar las tensiones presentes en el mercado mundial y es el epicentro de las crisis mundiales.

Históricamente, el dinero mundial había adoptado la forma de un bien-moneda, principalmente el oro. En consecuencia, las operaciones del sistema monetario y financiero mundial solían depender de la acumulación y transferencia de las reservas de oro atesoradas por los países capitalistas. Las crisis capitalistas mundiales se caracterizaban por los agudos movimientos de reservas de oro, mientras que los participantes en las actividades comerciales tenían dificultades para obtener dinero o vender sus bienes en el mercado mundial. De acuerdo con Marx [1976: 244], "siempre que esas reservas se encuentran marcadamente por encima de su nivel promedio, ello es una indicación, con algunas excepciones, del estancamiento de la circulación de bienes".

De acuerdo con Marx [1975: 177]. "Con alguna excepción, una repleción extraordinaria de esas reservas por encima de su nivel medio, es índice de estancamiento de la circulación mercantil o de que se ha interrumpido la fluencia de las metamorfosis experimentadas por las mercancías".

Ahora bien, en el sistema monetario y financiero internacional contemporáneo, la tenencia de dinero mundial desempeña una función más compleja. El bien dinero ha sido reducido a un tesoro de último recurso y el dólar de Estados Unidos funciona como cuasi dinero mundial. En la actualidad, una de las principales dificultades para la economía política es explicar detalladamente la función del dólar como cuasi dinero mundial. Entre otros importantes aspectos, según Itoh [2006: 110] es de capital importancia hacer notar que, sin que existiera ningún acuerdo internacional formal, el dólar se convirtió en la moneda univer-

sal, mientras que su valor de cambio ha sido relativamente estable, a pesar del constante peligro de colapso de dicho valor.

La función del dólar estadounidense como cuasi dinero mundial se hace evidente cuando se comparan sus flujos durante los periodos de crisis en los países en desarrollo y los flujos de oro conforme al anterior acuerdo monetario internacional (el periodo del patrón oro). En ambos casos, la demanda de protección en contra de la pérdida de riqueza llevó a un aumento repentino de la demanda de dólares o de activos fijos denominados en dólares, por una parte y, por la otra, de oro, respectivamente.[16]

En consecuencia, en las épocas de crisis, la contradicción entre el sistema monetario y el sistema crediticio se revela a medida que la demanda de dinero en cuanto moneda aumenta, como "en las épocas de recortes, cuando el crédito se contrae o cesa por completo, el dinero representa repentinamente el único medio de pago y la verdadera existencia de valor en oposición absoluta a todos los otros bienes" [Marx, 1972: 516]; sin embargo, bajo el actual acuerdo monetario internacional, hay un aumento de la demanda de activos fijos denominados en dólares (dinero-crédito), sobre todo de títulos de deuda de Estados Unidos, que están garantizados por el emisor del cuasi dinero mundial. Por lo tanto, a diferencia de la época del patrón oro, cuando no había un grupo claro de beneficiarios en el sistema monetario internacional, debido a que el activo fijo de reserva era un bien, el actual acuerdo tiene a un país como el emisor de dinero mundial.

Por consiguiente, el dinero mundial que emite un Estado soberano tiene importantes consecuencias para el funciona-

[16] En la crisis actual, es posible ver el mismo movimiento cuando la crisis se volvió mundial en septiembre de 2008; sin embargo, el análisis detallado de esos movimientos no es el objetivo de esta sección, que se concentra en las finanzas internacionales y su crisis y, especialmente, en la función del dinero mundial.

miento de la economía internacional. En las siguientes secciones se hace el análisis de algunas de las consecuencias relacionadas con los flujos internacionales de capital, los países en desarrollo y las crisis financieras. Debido a que el dólar de Estados Unidos es la moneda de curso mundial, los países en desarrollo se ven en la necesidad de mantener reservas en esa moneda para protegerse contra las crisis financieras, lo cual tiene un efecto desalentador en la curva de rendimiento de Estados Unidos; y esto, a su vez, ha ayudado a las condiciones financieras de ese país.

EL DINERO MUNDIAL Y LA FINANCIARIZACIÓN

Desde nuestro punto de vista, la relación entre el dinero mundial y la financiarización que ha tenido lugar en la economía de Estados Unidos en lo que va de este siglo se puede entender por medio del efecto de los flujos de capital extranjero en la curva de rendimiento de ese país y, consecuentemente, en sus condiciones financieras internas. Como se demuestra en la sección 3, los flujos de capital extranjero hacia los títulos de deuda estadounidenses ayudaron a mantener unas condiciones financieras favorables, puesto que redujeron los tipos de interés a largo plazo,[17] a pesar de que la Reserva Federal aumentaba continuamente su tasa normativa.[18] En este estudio se argumenta que los flujos de capital extranjero a Estados Unidos y su efecto de reducción de los tipos de interés en ese país contri-

[17] La curva de rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos es el punto de referencia para la mayoría de los activos financieros, ya que se considera que los títulos de deuda de ese país son activos libres de riesgo; por lo tanto, una caída de la curva de rendimiento, sobre todo en la parte a largo plazo, por lo general mejora las condiciones financieras de la economía.
[18] Entre 2004 y 2006, la tasa objetivo de los fondos federales ascendió a 5.25% a partir de 1por ciento.

buyeron al incremento de la deuda de los hogares, sobre todo mediante las hipotecas. Ello también podría explicar el hecho de que las empresas reunieran más fondos en el mercado libre por medio la emisión de obligaciones y otros instrumentos de deuda, en lugar de obtener crédito bancario. Finalmente, se conjetura que dichos flujos permitieron que los bancos estadounidenses aumentaran sus operaciones crediticias, incrementaran la magnitud e importancia de las operaciones de titulización en los mercados financieros y dirigieran sus actividades crediticias a los individuos (los hogares) y las actividades comerciales, antes bien que al crédito a las empresas.[19] De manera más general, se puede observar que, durante el reciente ciclo de auge en Estados Unidos, tuvo lugar un aumento del predominio y la rentabilidad de las operaciones financieras, entre ellas las de los hogares cuando refinanciaban sus hipotecas con una ganancia en la plusvalía; sin embargo, tales acontecimientos no habrían sido posibles sin la función del dólar de ese país como dinero mundial una vez que la economía de Estados Unidos no hubiese tenido esas ventajas internas de los flujos de capital internacionales. Además, esa dinámica y los cambios del funcionamiento de la economía de Estados Unidos influyeron en otros países, entre ellos los países en desarrollo, para que adoptaran un capitalismo más financiarizado; en otras palabras, reforzaron la era de la financiarización en todo el mundo.

En lo concerniente a la acumulación real, el análisis del carácter funcional y disfuncional del financiamiento (los flujos de capital prestable) puede hacerse mediante la dinámica del dólar estadounidense durante el ciclo. A pesar de su devaluación, el dólar mantuvo su función como moneda mundial de reserva durante la fase de auge, debido a que hubo un enorme

[19] Respecto al aumento de la rentabilidad de las actividades bancarias en esas operaciones entre los principales bancos mundiales, véase Dos Santos [2009].

flujo hacia los activos fijos denominados en dólares, aspecto que se analiza en la sección 3.[20] Asimismo, cuando se desencadenó la crisis, el financiamiento reveló su carácter disfuncional, dado que tuvo lugar un retorno al dólar de Estados Unidos y a los activos financieros denominados en dólares de ese país, lo cual interrumpió el flujo del crédito hacia la acumulación real; en otras palabras, se puede observar el retorno al dinero como forma de valor con el propósito de preservar la riqueza, pero en contradicción con la expansión del valor en la producción.[21]

En lo que respecta a la dinámica de las monedas nacionales y el dinero mundial, la reciente fase de auge de los primeros años de este siglo se ha caracterizado por la devaluación del dólar estadounidense frente a las monedas de los principales países industrializados en todo el mercado mundial y por la revaluación de las monedas de los principales países emergentes después de sus crisis financieras de finales de los noventa. Como se analiza en las secciones subsecuentes, que se centran en la esfera de la circulación, la reciente dinámica del mercado mundial y de la acumulación de capital, dinámica caracterizada por la función del dólar de Estados Unidos como cuasi dinero mundial, ha permitido a la economía de ese país financiar el déficit de su cuenta corriente y la expansión de la deuda pública mediante la afluencia de capital extranjero prácticamente sin restricción alguna. En lo concerniente a los países en desarrollo, las principales consecuencias han sido una enorme

[20] Por ejemplo: los flujos de capital de los países del este de Asia también están relacionados con la dinámica de la acumulación mundial de capital, debido a que esos países necesitan mantener el valor de su respectiva moneda a un nivel competitivo a fin de sostener su acumulación nacional.

[21] Ese movimiento disfuncional ocurrió en septiembre de 2008, cuando el crédito mundial y las relaciones monetarias garantizados por el cuasi dinero mundial perjudicaron la acumulación de capital; sin embargo, a pesar de que ese análisis es importante, no forma parte de este estudio.

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 332 17/05/2011 02:56:45 p.m.

acumulación de reservas en divisas y el incremento de la deuda pública nacional, lo cual se analiza en la siguiente sección. En ese sentido, es importante subrayar los procesos institucionales relacionados con la esfera de la circulación, como la liberalización financiera, principalmente el aumento de la convertibilidad de la cuenta de capital, y otras reformas para aumentar la movilidad de los flujos de capital que han facilitado el proceso de transferencia de valor al país emisor del dinero mundial a lo largo de los últimos 20 años.

Para los propósitos de este estudio, la transformación del sistema monetario internacional ha significado que el exceso y atesoramiento de la moneda de reserva acabó por ser una cuestión de política monetaria, así como de administración de la moneda nacional del principal país en el mercado mundial. Ello es un privilegio vital para Estados Unidos en el mercado mundial, puesto que le permite extraer beneficios exclusivos; y también consiste en una relación de explotación con otros países, principalmente con los países en desarrollo. En las siguientes secciones de este artículo se demuestra el aspecto expropiador del cuasi dinero mundial en la actual configuración del mercado mundial. La emisión del cuasi dinero mundial se ha convertido en un mecanismo internacional para que los países ricos extraigan valor de los países pobres en el contexto de la financiarización y los flujos de capital libres. En ese sentido, la acumulación de reservas en divisas es un proceso de explotación, una forma de tributo que se acumula pasivamente para el país emisor del cuasi dinero mundial.

Para resumir, lo que se pone de relieve en las siguientes secciones es el aspecto internacional de la financiarización –el aumento del financiamiento interno (bancos, mercados, empresas, individuos) que va acompañado de la exportación de capital prestable garantizado por el dólar estadounidense en cuanto cuasi dinero mundial–, de la que el principal beneficia-

rio ha sido el principal país imperialista. Asimismo, se demuestra que las crisis han sido el resultado regular de esos arreglos.

3. La financiarización avanzada de los países en desarrollo

El desarrollo mundial de los activos financieros y el aumento del endeudamiento interno de los países en desarrollo

La crisis mundial de los años 2007 a 2009 fue causada fundamentalmente por la especulación financiera en el mercado de hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos, a contracorriente de la transformación general del sistema financiero de los países industrializados.[22] En ese sentido, las causas de la crisis financiera mundial se encuentran en el comportamiento interno de los sistemas financieros de los países industrializados; sin embargo, las actividades especulativas del sistema financiero de Estados Unidos tienen importancia mundial, porque tuvieron lugar en la economía que emite la principal moneda de reserva o cuasi dinero mundial.

El efecto del colapso del mercado de la vivienda de Estados Unidos en los países en desarrollo se magnificó aún más debido al incremento del financiamiento mundial durante los últimos 30 años, lo cual ha sido una de las características clave de la financiarización.

En el cuadro 1 se muestra el aumento de los activos financieros en el mundo a partir de 1980. Obsérvese que la proporción entre los activos financieros y el producto mundial bruto (PMB) ascendió de 109% en 1980 a 201% en 1990, 294% en 2000 y 346% en 2006. En resumen, a partir de 1980 tuvo lugar

[22] Véase Lapavitsas [2009], y Dos Santos [2009]. Respecto a una explicación de la falta de regulación y los errores de cálculo de los riesgos, véase Goodhart y Persaud [2008].

un pronunciado "incremento del financiamiento" que se aceleró después de 1990 [McKinsey, 2008: 10]. El aumento de los activos financieros tanto de las economías en desarrollo como de las emergentes también ha sido muy pronunciado: de 3.9 billones de dólares en 1995 pasaron a 23.6 billones en 2006 [McKinsey, 2008: 11]. La participación de los mercados emergentes en el total de activos financieros aumentó de 6% en 1995 a 14% en 2006.

Cuadro 1. Activos financieros mundiales*

	Títulos de deuda gubernamentales	*Activos financieros totales*	*Deuda gubernamental como porcentaje del total*
1980	2	12	17
1990	8	43	19
1995	13	66	20
2005	24	142	17
2006	26	167	16

* Incluyen acciones, títulos de deuda privada y depósitos bancarios. Las cifras representan billones de dólares.
Fuente: McKinsey, 2008.

En el cuadro 1 se muestra también que la deuda gubernamental ha sido vital para el incremento del financiamiento y que desde 1980 nunca ha sido inferior a 15% del total. El cuadro 2 es incluso más importante para los propósitos de este estudio, porque muestra que, en 1995, la deuda interna del sector público de los países en desarrollo era de 8.8% de la correspondiente a los países industrializados; para 2005, la proporción había aumentado extraordinariamente, dado que ascendió a 34.5%.[23] De 1995 a 2005, por ejemplo, la deuda pública interna relativa al producto interno bruto de Brasil, México, Corea y China aumentó de 21%, 6, 9 y 0 a 53%, 20, 66 y 28%, respectivamente. Además, el Banco de Pagos Inter-

[23] En la siguiente sección se demuestra que el aumento de la deuda pública interna de los países en desarrollo es un resultado de la acumulación internacional de reservas en divisas.

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 336 17/05/2011 02:56:46 p.m.

Cuadro 2. Deuda pendiente total de los mercados emergentes (mmd*)[a]

	1995				*2000*				*2005*			
Región	*Total*	*Internacional* [b]	*Sector público* [c]	*Sector privado* [d]	*Total*	*Internacional* [b]	*Sector público* [c]	*Sector privado* [d]	*Total*	*Internacional* [b]	*Sector público* [c]	*Sector privado* [d]
América Latina	430	186	221	24	806	299	432	74	1 282	272	797	212
Principales economías asiáticas[e]	198	45	94	59	962	70	505	387	2 426	122	1 532	772
Total ME	1 002	294	593	114	2 463	504	1 4430	530	4 927	621	3 196	1 110
Países industrializados[f]	15 471	985	6 743	7 743	22 059	3 461	6 344	12 255	35 851	8 267	9 270	18 314

* mmd = miles de millones de dólares

a Incluye bonos, moneda e instrumentos del mercado monetario.

b Bonos internacionales, moneda e instrumentos del mercado monetario de la base de datos BP-I.

c Suma de: emisiones oficiales del gobierno central, otros gobiernos, banco central, agencias cuasi gubernamentales y agencias no residentes.

d Suma de: emisiones del sector bancario, instituciones financieras no bancarias, sector empresarial no financiero diferente de las agencias cuasi gubernamentales y otras agencias no residentes.

e China, India, Corea y Taiwan (China).

f Australia, Bélgica, Canadá, Alemania, España, Reino Unido y Estados Unidos.

Fuente: Banco de Pagos Internacionales, 2007.

nacionales (2007) confirma que, a partir de 2002, los países en desarrollo han experimentado enormes aumentos de su deuda pública interna y el cambio de la denominación de la deuda en divisas a la moneda nacional. En suma, en los primeros años de este siglo, la deuda interna de los países en desarrollo ha aumentado de manera exorbitante.

En los primeros años de este siglo, la financiarización en los países en desarrollo se ha basado en el incremento de la deuda pública;[24] sin embargo, el aspecto más impresionante del fenómeno es que la deuda pública ha aumentado para sostener los flujos de capital *de los países en desarrollo a los países industrializados*.[25] La financiarización ha significado que los países en desarrollo se hayan endeudado extraordinariamente en lo interno precisamente con el propósito de enviar capital a los países industrializados, principalmente a Estados Unidos. Ese ha sido el aspecto más impresionante del financiamiento mundial a partir de 1997-1998.

Los principales titulares de la enorme cantidad de títulos de deuda públicos de los países en desarrollo son las instituciones financieras (los bancos y otras): en el año 2000, las instituciones

[24] La función de los títulos de la deuda pública ha ido más allá del estímulo a la financiarización interna. Han sido de capital importancia para los mercados mundiales no organizados (*over–the–counter markets*) de instrumentos financieros derivados –es decir, instrumentos que son negociados fuera de los mercados organizados–, en los que la mayoría de los contratos comercializados se basan en tipos de interés y de cambio marcadamente influidos por las políticas macroeconómicas. Consecuentemente, en abril de 2007, el dólar de Estados Unidos resultó ser la principal moneda en el mercado de divisas, con 89% de todos los contratos que tenían al menos una parte (*leg*) denominada en esa moneda; véase BPI [2007a: 15]. Ello es una manifestación de la función del dólar estadounidense como dinero mundial, analizada en las secciones anteriores.

[25] En esta sección se demuestra que eso es lo opuesto de lo que esperaban los partidarios de la liberalización financiera.

financieras eran titulares de 57% del total de la deuda interna, mientras que, en 2005, la proporción había alcanzado el 80%; en particular, la cantidad de títulos de deuda pública en manos de los bancos aumentó en todos esos países [BPI, 2007: 68-69]. Las consecuencias son que el poder económico de las instituciones financieras ha aumentado de manera considerable en la economía de los países en desarrollo, lo cual también ha remodelado la estructura de clases y la distribución del ingreso y la riqueza en esos países;[26] para ellos, como se demuestra más adelante, las consecuencias sociales y económicas han sido graves.

LA ACUMULACIÓN DE RESERVAS EN DIVISAS DESPUÉS DE 1997-1998 Y LOS FLUJOS DE CAPITAL DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO A LOS INDUSTRIALIZADOS

Durante casi todos los primeros años de este siglo, el capital ha fluido de los países en desarrollo a los industrializados. En el cuadro 3 se muestra que el crédito neto de los países en desarrollo a los industrializados ha sido positivo y va en aumento desde el año 2002. La cifra correspondiente al crédito neto deriva de la compensación entre las fuentes y el uso de los recursos disponibles de cada economía nacional. El crédito neto negativo significa que la economía nacional necesita fondos (de fuentes externas) para cubrir su gasto nacional, mientras que el crédito neto positivo significa que la economía nacional está exportando recursos nacionales al resto del mundo. Lo anterior contradice directamente los argumentos convencionales respecto a la conveniencia de la liberalización financiera internacional.

En las figuras 1 y 2 se presentan con más detalles los flujos de capital internacionales a los países en desarrollo durante los

[26] El análisis detallado de la financiarización interna en los países en desarrollo está fuera del ámbito de este estudio..

Cuadro 3. Crédito neto: fuentes y uso del ahorro mundial (% del PIB)

	Promedio 1994–2001	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*
Economías industrializadas	–0.2	–0.7	–0.8	–0.7	–1.2	–1.4	–1.1
Estados Unidos	–2.6	–4.2	–5.1	–5.5	–6	–5.9	–5.1
Japón	2.3	2.9	3.2	3.7	3.6	3.9	4.8
Reino Unido	–1.3	–1.6	–1.3	–1.6	–2.5	–3.9	–4.9
Eurozona	0.3	0.7	0.6	1.1	0.2	–0.2	–0.4
Economías asiáticas no industrializadas	3.1	5	6.8	6.3	5.3	5.3	6.3
Economías emergentes y en desarrollo	–0.7	1.2	1.9	2.4	4.1	4.8	4.2

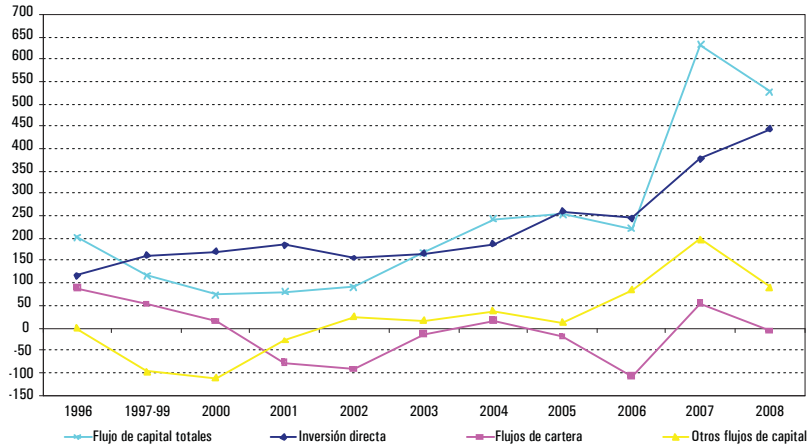
Fuente: FMI, 2008a.

últimos diez años. En la figura 1 se muestra que, después de las crisis de finales de los noventa y los primeros de este siglo, el capital privado volvió a los países en desarrollo en forma de inversión directa y otros flujos de capital; en particular, la inversión extranjera directa se mantuvo constante incluso durante las crisis y ha aumentado de forma considerable desde 2002.[27] En 2008, como consecuencia de la actual crisis financiera, el total de los flujos de capital cayó como resultado de la disminución de sus componentes más volátiles.

Con todo, como se muestra en la figura 2, el aspecto más importante de los flujos de capital internacionales ha sido el gigantesco aumento de las reservas en divisas. Las reservas en activos fijos se encuentran por lo general en poder de las autoridades monetarias y comprenden varios tipos de depósitos y títulos de deuda, oro, convenios de recompra y derivados. Las

[27] De alguna manera, ello demuestra que el proceso de "cambio" de la producción capitalista de Occidente a Oriente no se vio muy dañado por las crisis de los países en desarrollo. Así, el flujo de inversión directa extranjera demuestra que la capacidad productiva ha sido transferida en parte a los países en desarrollo. Como puede verse en la gráfica 2, el enorme déficit de cuenta corriente también es un aspecto importante de ese "cambio"; sin embargo, el análisis de esa dimensión de la acumulación mundial de capital no es la que se aborda en este estudio.

Figura 1. Flujos de capital privado: países emergentes y en desarrollo
(miles de millones de dólares)



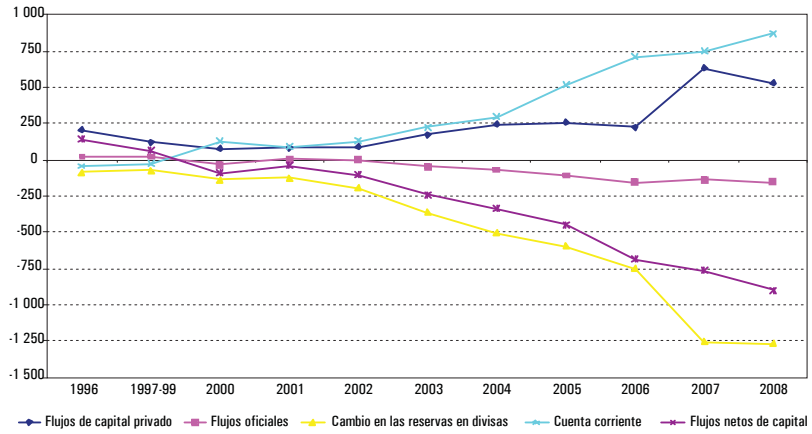
Fuente: FMI, 2008a.

fuentes de reservas se encuentran en los fondos que fluyen de manera abundante como superávit a la cuenta corriente, así como en los flujos de capital privado.

En consecuencia, en lugar de utilizar productivamente los fondos que reciben, los países en desarrollo los han empleado para acumular enormes reservas en divisas. Las razones para la adopción de esa estrategia son dos: primera, defender la estabilidad del tipo de cambio y, segunda, como defensa en contra de las reversiones repentinas de los flujos de capital.[28] Esos dos problemas fueron característicos de las crisis de finales de los noventa. Los países en desarrollo han seguido ese camino en parte por las presiones de las organizaciones internacionales, como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y, en parte, debido a la dolorosa experiencia de las crisis anteriores. En el

[28] Para los países en desarrollo, especialmente algunos del este de Asia, la estabilidad del tipo de cambio se relaciona con el mantenimiento de la competitividad en el comercio exterior.

Figura 2. Flujos netos de capital internacionales: países emergentes y en desarrollo (miles de millones de dólares)



Fuente: FMI, 2008a.

cuadro 4 se muestra lo generalizada que ha sido la acumulación de reservas en divisas entre los países en desarrollo, incluso entre los de la empobrecida África.

La gigantesca acumulación de reservas en divisas provocó un flujo neto negativo de capital, como se muestra en la gráfica 2.[29] Las reservas en divisas se invierten necesariamente en los activos fijos más seguros de los mercados financieros mundiales, y esos activos fijos son los que emiten los países industrializados. El puntal de las reservas en divisas son los títulos de deuda de la Hacienda de Estados Unidos, conocidos como bonos del Tesoro, debido a que proporcionan el acceso más seguro a la moneda de ese país. En suma, a pesar de los gigantescos flujos de capital privado a los países en desarrollo desde los primeros años de este siglo, los flujos netos de capital han sido negativos. La razón primordial es que la principal

[29] El flujo neto de capital incluye el capital privado y los flujos de capital oficiales, así como los cambios de las reservas en divisas.

Cuadro 4. Reservas en divisas: algunos países selectos (mmd*)

	2000	*2003*	*2006*	*2007*
Asia industrializada	320.7	669.7	1 489.1	2 108.4
China	168.9	409.2	1 069.5	1 531.4
India	38.4	99.5	171.3	256.8
Con exclusión de China e India	113.4	161.1	248.2	320.2
Rusia	24.8	73.8	296.2	445.3
Brasil	31.5	49.1	85.6	180.1
México	35.5	59.0	76.3	86.6
África	54.0	90.2	221.3	282.7

* mmd = miles de millones de dólares.
Fuente: FMI, 2008a.

moneda de reserva internacional es sobre todo la que emite Estados Unidos.[30]

La acumulación de reservas en divisas ha estado acompañada de un enorme aumento de la deuda interna de los países en desarrollo, como se muestra en el cuadro 5. La principal razón es que esos países tuvieron que comprometerse a la esterilización monetaria para contrarrestar el efecto inflacionario de la afluencia de capitales extranjeros. La esterilización consiste en la práctica del ministerio de hacienda o el banco central de emitir deuda pública con el propósito de absorber los aumentos de liquidez interna (la oferta monetaria) debidos a los superávit provocados por el tipo de cambio. Los países en desarrollo se vieron obligados a practicar la esterilización con el propósito de cumplir con el régimen de control de la inflación característico de la ortodoxia macroeconómica en los años recientes.[31] Dicho en otras palabras, esos países aumen-

[30] A finales de 2006, 65.3% de las reservas internacionales en divisas estaba denominado en dólares de Estados Unidos (IMF, *International Financial Statistics*).
[31] Véase Papadatos, 2009.

Cuadro 5. Cambios anuales de las existencias de bonos internos y papel moneda (mmd*)

	1995–1999	*2000–2004*	*2005*	*2006*
América Latina	42.0	36.2	83.2	88.4
Principales economías de Asia	90.1	161.4	202.6	218.4
Otros países asiáticos	20.8	22.2	23.6	26.3
Europa central	7.3	14.1	24.0	23.1
Otros países	24.5	35.4	38.8	25.2
Total	184.7	269.3	372.2	381.4

* mmd = miles de millones de dólares.
Fuente: BPI, 2007.

taron su endeudamiento interno, no para dedicarlo a la inversión, sino para evitar un aumento de la oferta monetaria que podría haber hecho fracasar sus rigurosas metas de inflación.

Para recapitular, la estrategia de la acumulación de reservas en divisas ha tenido dos consecuencias importantes para los países en desarrollo: en primer lugar, provocó transferencias de capital (crédito neto positivo) de los países en desarrollo a los países industrializados; y, en segundo lugar, debido a la esterilización monetaria, contribuyó, antes bien que al apoyo del desarrollo nacional, a los enormes incrementos de la deuda pública interna.

LOS EFECTOS EN ESTADOS UNIDOS DE LA ACUMULACIÓN DE RESERVAS EN DIVISAS

Dado que el dólar estadounidense es la principal forma contemporánea de moneda de reserva (o cuasi dinero mundial), la acumulación internacional de reservas en divisas ha tenido importantes consecuencias para la economía de Estados Unidos.[32] Las pruebas de sus efectos provienen de la encuesta

[32] El gigantesco déficit de la cuenta corriente generado por la economía de Estados Unidos en los últimos años también es importante para explicar el sentido de los flujos de capital internacionales; sin embargo, la atención de esta sección se centra en el efecto de los flujos internacionales en ese país.

mensual que lleva a cabo el sistema Treasury International Capital (TIC) de ese país. Dicha encuesta tiene graves limitaciones y distorsiones; sin embargo, proporciona un cuadro razonable de la función de los inversionistas extranjeros en los mercados de títulos de deuda de Estados Unidos.[33] En marzo de 2000, las tenencias en el extranjero de títulos de deuda pública a largo plazo de ese país alcanzaron los 3.6 billones de dólares, mientras que, para junio de 2007, habían ascendido a 9.1 billones de dólares.[34] En el cuadro 6 se muestra que las tenencias en el extranjero como proporción del total de títulos de deuda estadounidenses a largo plazo (públicos y privados) ascendieron de 9.7% en marzo de 2000 a 16.7% en junio de 2006. La proporción llegó a 18.8% en junio de 2007.

En la figura 3 se muestra la relación entre el flujo de capital extranjero y la deuda pública de Estados Unidos desde mediados de los noventa hasta 2007. La correlación es particularmente estrecha a finales de noventa y durante el periodo de 2002 a 2005.

Los principales titulares de la deuda pública de Estados Unidos en los años recientes han sido instituciones oficiales, es decir, bancos centrales, sobre todo. De 2000 a 2007, la propor-

[33] La debilidad de dicha encuesta se debe a los métodos de recolección de la información, que dependen de otras encuestas llevadas a cabo por inversionistas extranjeros sobre los títulos de deuda pública de Estados Unidos. Las encuestas tienen problemas de transparencia entre las instituciones financieras, así como de falta de aplicación de la ley en esas instituciones. En consecuencia, es probable que las tenencias de títulos de deuda pública de ese país (sobre todo en manos de los bancos centrales) hayan sido subestimadas [Frey y Moec, 2005].

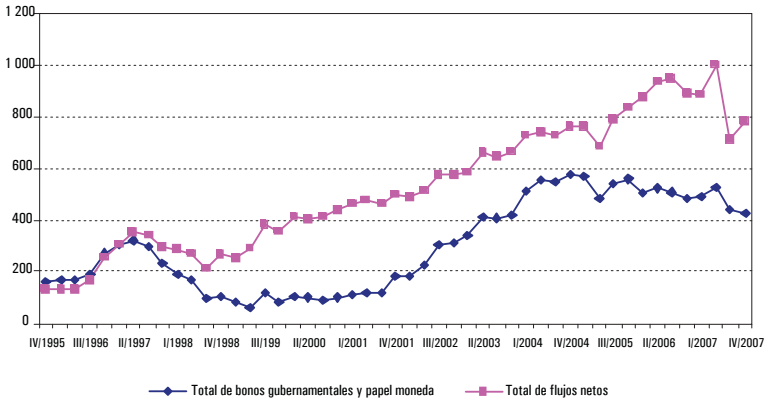
[34] Esos títulos de deuda son emitidos por el Departamento del Tesoro de Estados Unidos, así como por las agencias gubernamentales de ese país, como la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) y la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), que son las principales empresas patrocinadas por el gobierno (GSEs, por sus siglas en inglés: Government Sponsored Enterprises).

Cuadro 6. Tenencias en el extranjero de títulos de deuda a largo plazo de Estados Unidos (% del total)

	Marzo de 2000	*Junio de 2006*
Capital líquido	6.9	10.2
Deuda del Tesoro	35.2	52
Agencias gubernamentales	7.3	16.8
Deuda empresarial y otros tipos de deuda	12.3	20.4
Total	9.7	16.7

Fuente: US Treasury, 2007.

Figura 3. Flujos netos de capital extranjero a Estados Unidos (miles de millones de dólares)

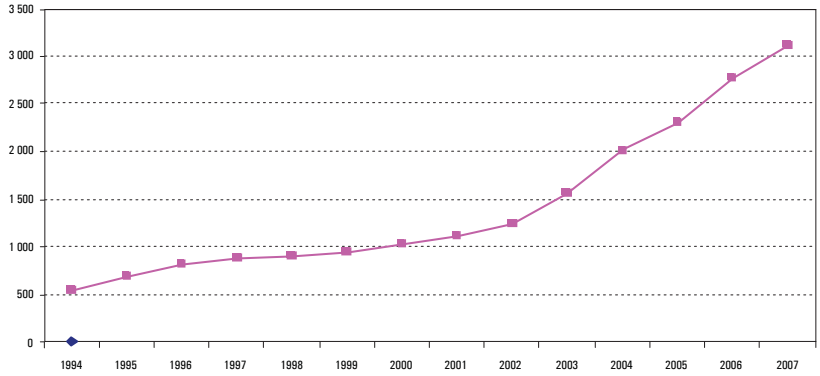


Fuente: US Treasury, 2008.

ción de los bancos centrales en la tenencia de deuda estadounidense ascendió de 18.3 a 28.1%. En la figura 4 se muestra el extraordinario aumento de los pasivos estadounidenses (deuda pública, sobre todo) en manos de los bancos centrales extranjeros después de 2001.

Con un poco más de detalle, el total de los bonos del Tesoro de Estados Unidos pendientes de pago en marzo de 2000 alcanzó los 2.5 billones de dólares y ascendió a 3.5 billones en junio de 2007. Durante ese mismo periodo, los bonos del Tesoro en manos de inversionistas extranjeros aumentaron de

Figura 4. Activos fijos de Estados Unidos propiedad de bancos centrales extranjeros



Fuente: Thomson Datastream.

0.9 billones de dólares a 2 billones. Los principales compradores fueron los bancos centrales, cuyas tenencias pasaron de 0.5 billones de dólares a 1.45 billones.[35] Los bancos centrales también aumentaron sus tenencias de títulos de deuda de las agencias gubernamentales estadounidenses durante ese mismo periodo: mientras que el total de la deuda de esas agencias ascendió de 3.6 billones de dólares a 6.1 billones, las tenencias de los inversionistas extranjeros ascendieron de 300 000 millones de dólares a 1.3 billones de dólares y las de los bancos centrales saltaron de 90 000 millones de dólares a 750 000 millones de dólares. Debido a que la deuda de las agencias gubernamentales de Estados Unidos se relaciona directamente con el mercado de la vivienda de ese país, las compras hechas por los bancos centrales extranjeros fueron importantes para el desarrollo de la burbuja de la vivienda del periodo de 2001 a 2006.[36]

[35] Los datos se basan en Departamento del Tesoro de Estados Unidos [2008: 8-14].

[36] Como consecuencia de la crisis financiera del periodo de 2007 a 2008, las prácticas de financiamiento a corto plazo de dos de las principales agencias

La importancia de los flujos de capital internacionales para la economía de Estados Unidos no ha pasado inadvertida para la economía convencional. Según Frey y Moec [2005: 21], desde el año 2002:

> […] el incremento de las compras netas de los extranjeros se ha reanudado, impulsadas esta vez por el sector oficial. La tendencia puede atribuirse sobre todo al hecho de que los bancos centrales asiáticos han incrementado sus reservas en divisas con el propósito de contrarrestar la revaluación de sus monedas respecto al dólar.

Se estima que, en el verano de 2004, el incremento de la oferta de fondos prestables en los mercados de Estados Unidos redujo el rendimiento de los activos financieros a largo plazo tanto como 1 por ciento.

Warnock y Warnock [2005] también estiman que los fondos proporcionados por los inversionistas extranjeros a Estados Unidos redujeron los rendimientos a largo plazo, quizás hasta en 1.5% en 2004 y 2005. Roubini y Setser [2005] opinan que el efecto fue de 2%, causado sobre todo por los flujos de los bancos centrales. Obsérvese que las tenencias de los bancos centrales continuaron en aumento hasta junio de 2007. Por lo tanto, el efecto desalentador sobre las tasas de interés ha continuado a todo lo largo del periodo de la burbuja de la vivienda

---

gubernamentales de Estados Unidos (Fannie Mae y Freddie Mac) se vieron gravemente afectadas. En julio de 2008, el gobierno de ese país diseñó un plan de rescate con dinero público. El plan ha recibido críticas justificadas por el hecho de que compromete el dinero de los contribuyentes para rescatar a los especuladores; pero la alternativa habría sido dejar que los titulares de los bonos de esas agencias encajaran las pérdidas. Dado que entre los titulares hay inversionistas extranjeros y bancos centrales de los países en desarrollo, ello habría afectado directamente la función del dólar estadounidense como dinero mundial, por lo que no es sorprendente el que las autoridades de Estados Unidos no hayan adoptado esa opción.

y ha tenido un efecto muy importante en las condiciones generales de los mercados financieros de Estados Unidos.[37]

Para resumir, a partir de los primeros años de este siglo, los bancos centrales extranjeros (sobre todo los de Asia) han invertido sus reservas en divisas en una gran medida en la deuda pública de Estados Unidos y, al hacerlo, han ayudado a reducir los rendimientos a largo plazo de la deuda de ese país; consecuentemente, hay una relación directa entre las condiciones de auge que predominaron en los mercados financieros de Estados Unidos durante el periodo de 2001 a 2007 y las reservas en divisas de los países en desarrollo. Por la misma razón, hay una relación directa entre la burbuja de la vivienda en Estados Unidos y los extraordinarios ahorros generados en los países en desarrollo durante los primeros años de este siglo (sobre todo en el este de Asia).

Los superávit comerciales que muchos países en desarrollo han generado en los años recientes se deben en parte al cambio estructural en la distribución de la capacidad productiva en todo el mundo en estos años; y dicho cambio también ha tenido como consecuencia un enorme aumento de la explotación de la mano de obra en el este de Asia y en todas partes en el mundo en desarrollo. El resultado de todo ello en la economía mundial ha sido un flujo neto de capital de los países pobres a los países ricos, principalmente a Estados Unidos, por lo que los mercados financieros de ese país han sido los principales beneficiarios de dicho flujo, lo que finalmente llevó al surgimiento de la gigantesca burbuja financiera de 2001 a 2007.

[37] Las reservas en divisas de Japón también han tenido un impacto importante en las tenencias de deuda estadounidense en el extranjero [Frey y Moec, 2005]; sin embargo, desde principios de 2004, los bancos centrales de los países en desarrollo han superado claramente al Banco de Japón como fuente de capital para los mercados financieros de Estados Unidos; véase Banco de Japón [2008].

Los flujos de capital a Estados Unidos se deben a la función del dólar como moneda de reserva internacional (cuasi dinero mundial); además, la capacidad de emitir dólares ha permitido a ese país incurrir en enormes déficit comerciales a todo lo largo de ese periodo. Esencialmente, Estados Unidos ha estado pagando por sus crecientes importaciones mediante la emisión de títulos de deuda pública que tienen como garantía las promesas del gobierno de ese país de pagar con dólares. Al mismo tiempo, el déficit de Estados Unidos ha proporcionado una fuente de demanda a la economía mundial y ha sostenido el crecimiento mundial. Truman [2005] estima que la contribución del déficit estadounidense al crecimiento mundial anual durante el periodo de 2000 a 2004 fue de al menos 0.3 por ciento.

Consecuentemente, la financiarización ha tenido como resultado la absurda situación de que los pobres financien a los ricos en la economía mundial, mientras que, al mismo tiempo, ha permitido que Estados Unidos incurra en enormes déficit comerciales; sin embargo, esa extraña configuración de las tendencias no puede durar por siempre. Según King [2006]:

> […] el aumento del déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos a más del 6% del ingreso nacional ha hecho surgir temores respecto a la manera como finalmente se hará la inevitable corrección. […] durante la mayor parte de los últimos veinte años, como lo pone en evidencia la crisis asiática de finales de los años 1990, nos hemos preocupado por el hecho de que los países con mercados emergentes hayan acumulado un exceso de pasivos en dólares. Ahora parece ser que nos preocupamos por su sobreacumulación de activos fijos [denominados] en dólares. El capital ha fluido "río arriba", de los países pobres a los ricos. La mano invisible de los mercados de capital internacionales no ha logrado coordinar con éxito la política monetaria con la del tipo de cambio.

Es probable que haya un reajuste mundial del consumo y los flujos de capital; y es probable que ya haya comenzado, debido a la crisis de 2007 a 2009.

4. Los costos de la acumulación de reservas en divisas para los países en desarrollo

Los costos económicos y sociales de la estrategia de acumulación de reservas en divisas han sido enormes para los países en desarrollo. A fin de apreciar en toda su magnitud la importancia de tales costos, es necesario referirse brevemente a los análisis convencionales sobre la magnitud óptima de las reservas en divisas. Para ello, se recurre a tres indicadores: primero, la proporción entre las reservas en divisas y las importaciones; segundo, la proporción entre las reservas en divisas y la deuda externa a corto plazo; y tercero, la proporción entre las reservas en divisas y la oferta monetaria (conocida por lo general como M2).[38]

El primer indicador se centra en las reservas en divisas en relación con el deterioro inesperado de la balanza comercial. Por lo general se espera que los países mantengan una cantidad de reservas en divisas que pueda cubrir al menos tres meses de importaciones. El segundo indicador, conocido como la regla Greenspan-Guidotti, apareció a principios de este siglo en respuesta a las crisis de finales de los noventa y se centra en la deuda externa a corto plazo; de acuerdo con ese indicador, se espera que los países tengan suficientes reservas en divisas para cubrir toda su deuda externa a corto plazo. El tercer indicador, en fin, fue también una respuesta a las crisis mencionadas, pero es más amplio que el segundo, puesto que se centra

[38] Respecto a la deuda a corto plazo como objetivo, véase Bussiere y Mulder, 1999, y García y Souto, 2004. En lo concerniente a los efectos en los tipos de cambio, véase Hviding *et al.*, 2005.

en las salidas repentinas de capital y, de acuerdo con él, se espera que los países mantengan una cantidad de reservas en divisas equivalente al menos 20% de su oferta monetaria (M2).

Normalmente, el tercer indicador es más alto que el segundo, el cual, a su vez, es más alto que el primero; y ello se debe a que los incrementos de las actividades financieras (activos y pasivos) de los años recientes han excedido con mucho los incrementos del comercio. Ahora bien, dado que el tercer indicador requiere la mayor magnitud de reservas en divisas, ha sido el preferido por el sistema financiero internacional, ya que actúa como una especie de seguro sobre el capital internacional que ingresa en los países en desarrollo. Se debe hacer notar que, en los años recientes, las magnitudes reales de las reservas en divisas han sido incluso mayores que las requeridas por dicho indicador.

En ese contexto, Rodrik [2006] fue el precursor en la medición del costo social de la acumulación de reservas en divisas. Ese autor sugiere que dicho costo debería medirse con base en la diferencia entre los intereses sobre la deuda externa a corto plazo (dado que los países mantienen reservas en divisas equivalentes al menos a su endeudamiento a corto plazo) y el rendimiento de las reservas en divisas (dado que éstas se invierten en activos fijos en el extranjero); obviamente, los intereses son más altos que el rendimiento. Sobre esa base, Rodrik estima que la pérdida anual de los países en desarrollo es cercana a 1% de su producto interno bruto –una suma enorme–. Por su parte, Akyuz [2008] también presenta una medida del costo de la acumulación de reservas en divisas, pero considera que éstas imponen costos únicamente si se deben al endeudamiento, antes bien que al comercio; con todo, ese autor estima que el costo anual es de aproximadamente 100 000 millones de dólares.

Rodrik [*ibid.*] también planteó la interrogante respecto al hecho de que los países en desarrollo no hayan tratado de reducir

sus pasivos financieros extranjeros a corto plazo desde los primeros años de este siglo, ya que, de haberlo hecho, podrían haber reducido el costo de mantener reservas en divisas, sin necesariamente perder liquidez. Se trata de un enigma importante al que no se ha logrado dar respuesta. Es probable que el aumento de la deuda externa a corto plazo esté asociado con la tendencia a revaluarse que ha mostrado el tipo de cambio de los países en desarrollo en los años recientes, tendencia que ha afectado el comportamiento de los flujos de capital internacionales e impedido que esos países reduzcan su endeudamiento a corto plazo.

Específicamente, una vez que se estableció la tendencia a la revaluación del tipo de cambio en un país en desarrollo en particular, los inversionistas empezaron a obtener crédito en los mercados financieros internacionales con el propósito de invertir en bienes de capital en ese país, como bonos públicos y privados, acciones, bienes raíces y otros títulos de deuda. Es importante hacer notar que esos inversionistas también podían ser nacionales, provenientes tanto del sector financiero como del no financiero. Suponiendo que la moneda nacional se revaluase, podían pagar su financiamiento externo conforme a mejores términos o, simplemente, renegociarlo. Dicho de otra manera, los inversionistas vendían activos financieros denominados en una moneda débil con tasas de interés relativamente bajas y luego utilizaban esos fondos para comprar activos financieros denominados en una moneda fuerte y, por ende, con rendimientos a tasas de interés más altas. Esas operaciones han sido denominadas "comercio de rendimientos" (*carry trade*) y han generado enormes utilidades a los inversionistas financieros internacionales [FMI, 2008ª].

A medida que avanzaba la financiarización, los activos financieros de los países en desarrollo se volvían más susceptibles al comercio de rendimientos. En los años recientes, las tasas de interés han sido por lo general más altas en las economías en

desarrollo que en las industrializadas, mientras que las inversiones fijas como proporción del producto interno bruto han disminuido. Desde 1990, en los países en desarrollo ha habido también un incremento de los activos financieros en relación con el producto interno bruto (PIB), como se mostró en la sección 4; en consecuencia, a pesar de que las reservas en divisas de esos países han aumentado extraordinariamente, su deuda externa a corto plazo también ha aumentado de manera considerable. El resultado ha sido la intensificación de la explotación financiera de los países en desarrollo, provocada en parte por la magnitud de los costos sociales de las reservas en divisas.

Conclusión

En esta era de financiarización, de la que la liberalización financiera es un aspecto fundamental, ha habido dos periodos distintos de flujos de capital internacionales en lo concerniente a los países en desarrollo. El primero tuvo lugar en los noventa y se caracterizó por la reversión final de dichos flujos, el déficit de la cuenta corriente y la diseminación de las crisis financieras y las crisis de los tipos de cambio. En contraste, el segundo periodo comenzó en los primeros años de este siglo y se ha caracterizado por la acumulación de reservas en divisas. El propósito de los países en desarrollo de contar con dichas reservas en divisas es que los protejan de una reversión repentina de los flujos de capital internacionales, al mismo tiempo que les permitan participar más activamente en los mercados financieros internacionales.

En este artículo ha quedado establecido que, por diferentes razones, ambos periodos han entrañado enormes costos económicos y sociales para los países en desarrollo. En lo referente a los costos económicos, son el resultado principalmente de los

bajos rendimientos de las reservas en divisas en comparación con los fondos obtenidos en préstamo, mientras que, en el caso de los costos sociales, surgieron debido a los devastadores efectos de las crisis financieras y monetarias. A partir de los primeros años de este siglo, la financiarización ha significado que los países en desarrollo mantengan enormes reservas de cuasi dinero mundial y, así, ha facilitado su explotación financiera a manos de los países industrializados, principalmente Estados Unidos. A medida que la crisis que estalló en los años 2007 a 2009 se extienda y los activos financieros estadounidenses pierdan valor, es posible que esos países acumulen más pérdidas.

Es evidente que los países en desarrollo necesitan ejercer controles sociales más fuertes sobre la política de acumulación de reservas en divisas, cuyos resultados han sido extremadamente costosos; además, la participación en los flujos libres de capital ha propiciado la financiarización interna, exacerbando así el poder y la influencia de las instituciones financieras en esos países: las consecuencias de esas tendencias para su desarrollo son extraordinariamente problemáticas. Es una tragedia que tales políticas hayan sido impuestas a los países en desarrollo, dada su pobreza y sus enormes necesidades sociales.

Bibliografía

Akyuz, Yilmaz [1992], "On financial openness in developing countries", serie working papers, UNCTAD, Ginebra.

——— [2008], "Managing financial instability in emerging markets: a keynesian perspective", en *METU Studies in Development*.

Arestis, Philip, y Murray Glickman [2002], "Financial crisis in Southeast Asia: dispelling illusion the minskyan way", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 26, Cambridge.

Banco de Japón [2008], *Bank of Japan statistics*, se puede consultar en http://www.boj.or.jp/en/type/stat/boj_stat/index.htm.

Bernanke, Ben [2005], *The global saving glut and the U.S. current account deficit*, observaciones del gobernador Ben Bernanke a la conferencia Sandridge, se puede consultar en http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm.

Banco de Pagos Internacionales (BPI) [2007], *Financial stability and local currency bond markets*, *CGFS papers*, núm. 28, Basilea.

——— (BPI), 2007a, *Foreign exchange and derivatives market activity in 2007*, Triennial Central Bank Survey, Basilea.

Bussiere, Matthieu, y Mulder Christian [1999], "External vulnerability in emerging market economies: How high liquidity can offset weak fundamentals and the effects of contagion", *FMI*, working paper, núm. 99/88, Washington.

Calvo, Guilhermo, y Carmen Reinhart [2000], "Fear of floating", *NBER, working papers*, núm. 7993, Cambridge.

Corsetti, Giancarlo; Paolo Pesenti, y Nouriel Roubini [1998], "Paper Tigers? A model of the Asian Crisis", NBER serie *working papers*, núm. 6783, Cambridge.

Chang, Ha-Joon; Hong-Jae Park, y Chul Gyeu Yoo [1998], "Interpreting the Korean crisis: Financial liberalization, industrial policy, and corporate governance", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 22, núm. 6, Cambridge.

Chang, Roberto, y Andrés Velasco [1998], "The asian liquidity crisis", *Federal Reserve,* working paper, núm. 98-11, Atlanta, julio.

Chang, Roberto, y Andrés Velasco [1999], "Liquidity crises in emerging markets: Theory and policy", NBER serie working paper, núm. 7272, Cambridge.

Departamento del Tesoro de EU [2008], *Report on foreign portfolio holdings of U.S. securities*, consultar en http://www.treas.gov/tic/fpis.shtml

Dos Santos, Paulo [2009], *On the content and contradictions of financialised commercial banks*, mimeografiado, SOAS.

Eichengreen, Barry; Michael Mussa; G. Dell'Ariccia; E. Detragiache; G. M. Milesi-Ferretti, y A. Tweedie [1999], "Liberalizing capital movements: Some analytical issues", FMI, *Economic Issues*, núm. 17, Washington.

——— [1998], "Capital account liberalisation: Theoretical and practical aspects", *FMI*, occasional papers, núm. 172, Washington.

FMI [2008], *Global Financial Stability Report*, FMI, Washington, abril.

——— [2008a], *World Economic Outlook*, FMI, Washington, abril.

Frey, Laure, y Gilles Moëc [2005], "US Long-term yields and interventions by foreign central banks", Banque de France, *Monthly Bulletin Digest*, núm. 137, mayo.

García, Pablo, y Claudio Soto [2004], "Large Hoarding of International Reserves: Are They Worth It?", *Documentos de Trabajo*, Banco Central de Chile, núm. 299, Santiago de Chile.

Goodhart, Charles, y Michel Persaud [2008], "The crash of 2007-08 has laid bare the poverty of the current regulatory philosophy", *Financial Times*, 31 de enero.

Gourinchas, Pierre, y Helene Rey, 2005, "From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege", *NBER*, working papers, núm. 11653, Cambridge.

Hviding, Ketil, Michael Nowak y Luca A. Ricci [2004], "Can Higher Reserves Help Reduce Exchange Rate Volatility?", IMF, *Working Papers*, núm. 04/189, Washington.

Itoh, Makoto [2006], "Political economy of money, credit and finance in contemporary capitalism: Remarks on Lapavitsas and Dymski", *Historical Materialism*, vol. 14:1 (97-112).

Itoh, Makoto, y Costas, Lapavitsas [1999], *Political economy of money and finance*, MacMillan, Londres.

King, Marvin [2006], *Reform of the International Monetary Fund*, plática de Mervyn King, gobernador del Banco de Inglaterra ante el Indian Council for Research on International Economic Relations (ICRIER), Nueva Delhi.

Kregel, Jan [1999], "Yes, 'It' Did Happen Again – A Minsky Crisis Happened in Asia", working papers, núm. 234, The Jerome Levy Economics Institute, Annandale-on-Hudson, Nueva York.

Krugman, Paul [1998], "What Happened to Asia?", MIT Department of Economics, consultar en http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html.

Lapavitsas, Costas [2006], "Relations of power and trust in contemporary finance", *Historical Materialism*, vol. 14:1 (129–154)

Lapavitsas, Costas [2007], "Information and trust as social aspects of credit", *Economy and Society*, 36 (3): 416-436.

——— [2009], *Financialised Capitalism: Instability and financial exploitation*, mimeo., SOAS.

Levine, Ross [1996], "Foreign banks, financial development, and economic growth", en Claude E. Barfield (coord.), *International Financial Markets: Harmonization versus Competition*, Washington, D. C.

Marx, Karl [1972], *El capital*, vol. 3, Lawrence & Wishart, Londres.

——— [1976], *El capital*, vol. 1, Penguin, Londres.

Mathieson, D. J., y L., Rojas-Suárez [1992], "Liberalisation of the capital account: Experiences and issues", *FMI*, working papers, núm. 92/46, Washington.

Mckinnon, Ronald [1973], *Money and capital in economic development*, caps. 1-6, Brookings Institution, Washington.

——— [1991], *The order of economic liberalisation: Financial*

control in the transition to a market economy, Johns Hopkins University Press, Baltimore.

McKinsey [2008], *Mapping global capital markets*, 4th Annual Report, McKinsey Global Institute.

Mishkin, Frederick [1996], "Understanding financial crises: a developing country perspective", *NBER*, working papers, núm. 5 600, Cambridge.

Papadatos, Demophanes [2009], *Central banking in contemporary capitalism: Monetary policy and its limits*, mimeo., SOAS.

Poiret, P. [2001], New horizons and policy challenges for foreign direct investment in the 21st century, OCDE, Foro Mundial sobre Inversión Internacional, México.

Rodrik, Dani [2006], "The social cost of foreign exchange reserves", *International Economic Journal*, vol. 20, núm. 3, pp. 253-266.

Rosdolsky, Roman [1977], *The making of Marx's "capital"*, Pluto Press, Londres.

Shaw, Edward [1973], Financial deepening in economic development, Oxford University Press, Nueva York.

Taylor, Lance [1998], "Capital markets crises: Liberalisation, fixed exchange rates and market driven destabilisation", *Cambridge Economic Journal*, vol. 22, 663-676.

Thomson DataStream, disponible en la biblioteca SOAS.

Wade, Robert [1998], "From 'miracle' to 'cronyism': Explaining the great asian slump", *Cambridge Economic Journal*, vol. 22, 693-706.

Warnock Francis, y Warnock Veronica [2005], "International capital flows and US interest rates", *International Finance Discussion Papers*, núm. 840, septiembre.

Williamson, John, y M. Molly [1998], "A Survey of Financial Liberalisation", Princeton Essays in *International Finance*, núm. 211, Princeton University.

8. LA INTEGRACIÓN MUNDIAL DE LA ECONOMÍA TURCA EN LA ERA DE LA FINANCIARIZACIÓN

*Nuray Ergüneş**

Introducción

los múltiples aspectos de la financiarización

Durante los últimos 30 años, la economía mundial ha estado marcada por la financiarización, la cual se caracteriza por la posición dominante de las finanzas y por un extraordinario aumento de las actividades financieras. Los sistemas financieros han crecido en cuanto a empleo, ganancias, tamaño de las instituciones y mercados, todo ello bajo el impulso de la revolución tecnológica. Además, la financiarización ha estado asociada a otra serie de fenómenos, uno de los cuales ha sido la transformación de la relación entre el Estado y la economía. Un indicador de esos cambios ha sido el papel de los bancos centrales, pues, a lo largo del proceso de financiarización, ha sido claro que los bancos centrales se han independizado de los mecanismos de toma de decisiones políticas, su importancia se ha acrecentado y su principal objetivo se ha reducido a mantener la estabilidad de los precios. En todo el mundo las políticas de control de la inflación se han convertido en la principal tarea de las políticas monetarias.

La financiarización también ha modificado la relación entre los países desarrollados y los países en desarrollo. Los enormes flujos internacionales de capital en dirección de los países en

* Mi agradecimiento a Costas Lapavitsas por su apoyo y comentarios; a los miembros de Research on Money and Finance (RMF) de la SOAS por sus acertados comentarios sobre el borrador de este trabajo.

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 359 17/05/2011 02:56:51 p.m.

desarrollo los han obligado a acumular reservas internacionales que a su vez han servido para financiar el déficit de la cuenta corriente estadounidense. El principal beneficiario de ese proceso ha sido Estados Unidos, puesto que es el emisor de la principal forma que adoptan los medios de pago internacionales. Como resultado de ello, en la economía mundial, los pobres han estado otorgando préstamos netos a los ricos y de esa forma han replanteado la cuestión del imperialismo [Lapavitsas, 2009]. Según la definición de Harvey, tal situación podría calificarse de una "dominación sin hegemonía" [Harvey, 2007: 69].

Otros fenómenos propios de la financiarización son la desregulación del sector financiero, la proliferación de nuevos instrumentos financieros, la liberalización de los flujos internacionales de capital y una inestabilidad creciente de los mercados cambiarios. Asimismo, se ha producido una reorientación hacia los sistemas financieros basados en los mercados, han surgido inversionistas institucionales que se han convertido en protagonistas de los mercados financieros, y en la gobernanza corporativa de los negocios financieros y no financieros ha llegado a ser dominante el interés de los accionistas [Stockhammer, 2007: 2].

Las publicaciones sobre la financiarización también se han multiplicado y los estudiosos describen el fenómeno de diferentes maneras. De acuerdo con Epstein [Epstein, 2005, p. 3], la financiarización consiste en "la creciente importancia de los motivos financieros, los mercados financieros, los actores financieros y las instituciones financieras que operan en las economías nacionales e internacionales". Aglietta y Bretton [2001] se centraron en los mercados de acciones como la fuerza dominante del "nuevo sistema financiero" que define el nuevo régimen de crecimiento. Para los regulacionistas, la liberalización financiera ha sido el motor institucional de los cambios más importantes del régimen de crecimiento.

Stockhammer [2004], Crotty [2005], Skott y Ryoo [2008] se han centrado esencialmente en los resultados macroeconómicos de la financiarización y han utilizado este término para describir la transformación entre las relaciones de mercado financieras y las no financieras. Otros autores, como Froud, Haslam, Johal y Williams [2001], han analizado la financiarización en el nivel microeconómico investigando las influencias del mercado financiero sobre las sociedades anónimas y el comportamiento individual y organizando sus estudios en torno al concepto de capitalismo de cupón.

Por su parte, Arrighi [2003], Harvey [2007] y Lapavitsas [2009] han buscado las raíces de la financiarización en el proceso de acumulación capitalista, y en sus trabajos críticos hacen énfasis en la crisis de sobreacumulación del capitalismo. Desde una perspectiva distinta, Lapavitsas hace hincapié en los nuevos aspectos explotadores de las finanzas y la transformación del sistema financiero. Se presta una atención especial a los bancos en cuanto instituciones de intermediación clave y con una presencia decisiva en el capitalismo contemporáneo [Lapavitsas, 2009].

La financiarización surgió básicamente como un proceso interno en los países desarrollados, pero ha llegado a convertirse en un proceso mundial que incluye a los países en desarrollo. Debido a la liberalización de las cuentas de capital, estos últimos han experimentado intensamente el efecto de la financiarización, cuya principal forma ha sido la entrada extraordinaria de capital en forma de inversión extranjera directa (FDI, por sus siglas en inglés) y la inversión en carteras de valores extranjeros. Enormes flujos internacionales de capital salieron de los países desarrollados en busca de mercados rentables y se orientaron hacia los países en desarrollo. En el año 2000, los flujos de capitales privados hacia los países en desarrollo representaban 74 800 millones de dólares y, en 2007,

ascendieron a 605 000 millones [FMI, 2008]. Esos flujos provocaron imprevisión e inestabilidad, lo que inevitablemente se tradujo en una crisis financiera.

Efectivamente, durante los últimos 20 años hemos presenciado unas fuertes crisis en los países en desarrollo, siendo las más sobresalientes las de México en 1994-1995, el Este de Asia en 1997-1998, Rusia en 1999, Brasil en 1999, Turquía en 2000-2001 y Argentina en 2001-2002.

Buscando fomentar la acumulación nacional de capital, los países en desarrollo han seguido facilitando las entradas de capital, pese a la creciente fragilidad que esos flujos de capital han provocado en sus economías. Al mismo tiempo, para evitar la incertidumbre y la vulnerabilidad provocadas por los flujos de capital, los países en desarrollo han modificado sus políticas macroeconómicas y la principal de ellas que han adoptado ha consistido en acumular fuertes sumas de reservas internacionales, casi siempre en dólares estadounidenses. La acumulación de reservas en divisas tiene como objetivo estabilizar la moneda y proteger al país de éxodos súbitos de capitales. De tal manera, las reservas mundiales aumentaron de 1.2 billones de dólares estadounidenses en enero de 1995 a más de 4 billones en septiembre de 2005 [European Central Bank International Relations Committee, 2006: 7].

En el mismo orden de cosas, las crecientes entradas de capitales a los países en desarrollo han cambiado inevitablemente el enfoque de la política monetaria. En particular, en materia de políticas, a finales de los noventa, los países en desarrollo optaron por una de contracción monetaria centrada casi de manera exclusiva en la estabilidad de los precios.

Varios países comenzaron por adoptar mecanismos de control de la inflación (IT, por sus siglas en inglés: *inflation targeting*), los cuales fueron introducidos primero por algunos países desarrollados, como Nueva Zelanda, Canadá y el Reino

Unido.[1] Tal política se compone de cinco elementos: inexistencia de otros anclajes nominales, tales como los salarios, el tipo de interés o el PIB nominal; compromiso institucional de mantener la estabilidad de los precios; inexistencia de preponderancia fiscal; independencia de los instrumentos de política; y transparencia y responsabilidad en las políticas [Rose, 2007; Mishkin, 1999, y Petturson, 2000].

La adopción del control de la inflación tiene serias consecuencias para los gobiernos de los países en desarrollo que buscan atraer flujos de capital extranjero: para abreviar, se ven obligados a adoptar una serie de políticas monetarias y fiscales restrictivas, lo cual implica un presupuesto equilibrado, la reducción del gasto fiscal y un compromiso previo de mantener elevados los tipos de interés real. De ese modo, los instrumentos indirectos basados en el mercado, por ejemplo los tipos de interés a corto plazo, se convirtieron en las herramientas predilectas de las políticas monetarias [Epstein y Yeldan, 2006]. El elemento esencial es el compromiso previo de mantener altos los tipos de interés real, que son la herramienta para atraer los flujos de capital extranjeros al país. En ese contexto, se puede afirmar que una razón clave para adoptar las políticas de control de la inflación, además de la acumulación de grandes reservas, es la intención de regular los movimientos de capitales o, dicho de otra manera, atraer flujos de capital.

Además de su papel regulador de los flujos de capital, el control de la inflación ha servido como un mecanismo para reducir los salarios, lo cual permite a los países en desarrollo competir en el plano mundial e incrementar su acumulación. Este es uno de los componentes específicos de la llama-

[1] Entre los países en desarrollo que han adoptado el control de la inflación se cuentan Israel, República Checa, Polonia, Brasil, Chile, Colombia, Sudáfrica, Tailandia, Corea, México, Hungría, Perú, Filipinas, República Eslovaca, Indonesia, Rumania y Turquía.

da política de crecimiento no inflacionaria que se apoya en la desregulación de los mercados de trabajo y que ha implicado la flexibilización de la legislación de protección del empleo, políticas activas de mercado laboral, la indexación de los aumentos salariales al nivel de los precios y la competencia en el mercado de productos mediante acuerdos de comercio multilaterales [Montgomerie, 2008: 10]. En tal contexto, el control de la inflación ha tenido un fuerte efecto sobre la estructura productiva de los países en desarrollo y, como consecuencia de ello, ha desempeñado un papel clave en el proceso de acumulación de capital en esos países en la era de la financiarización.

Tomando como ejemplo característico el caso de Turquía, en este trabajo se hace un examen de los efectos del control de la inflación sobre el conjunto de la economía. Contrariamente a lo que con frecuencia se aduce, el control de la inflación no sólo se ha aplicado en nombre de las finanzas sino también en concordancia con las necesidades de la acumulación de capital en el proceso de la integración mundial de la economía turca. En este trabajo se demuestra que el proceso de integración de Turquía en la economía mundial en la era de la financiarización guarda semejanzas con otros países en desarrollo de ingresos medios, en un proceso que se inició en los ochenta y alcanzó su punto más alto a partir de 2000. Al iniciarse la crisis de 2000-2001, Turquía introdujo el control de la inflación y otra serie de reformas y entró en un periodo de crecimiento; pero esa vía de crecimiento ha sido inestable y aumentó la fragilidad de la economía, por lo que no es de extrañar que Turquía se encuentre entre los países más vulnerables en el contexto de la crisis mundial que comenzó en 2007.

Este trabajo está organizado de la siguiente manera: en la sección 1 se estudia la aplicación del control de la inflación y sus efectos en la economía; en las secciones 2, 3 y 4 se centra la atención en los aspectos macroeconómicos, tratando de

dilucidar la dinámica de la acumulación capitalista a medida que Turquía entraba en un proceso de integración mundial; en la 5 el aumento de la deuda externa en las secciones 6, 7 y 8 se analizan los cambios en el financiamiento del sector real y la estructura del sector bancario, así como las actividades y el endeudamiento de los particulares durante ese periodo. En esos tres apartados se aportan pruebas de que los actores de la economía (el sector productivo, el sector financiero y los particulares) se han visto afectados por el proceso de financiarización; además, se abre la posibilidad de discutir los nuevos patrones de integración entre el sector productivo y el sistema financiero en los países en desarrollo durante el periodo actual.

1. Cambios en las políticas monetarias: la adopción del control de la inflación

En Turquía, al igual que en muchos otros países en desarrollo, combatir la inflación ha sido el principal objetivo de las políticas macroeconómicas. Tal como se explicó anteriormente, el programa de desinflación y de *Transición hacia una economía fuerte* se estableció sobre esa base. La *Transición hacia una economía fuerte*, en particular, tiene un significado muy específico para la economía turca, porque incluía reformas estructurales orientadas a la integración mundial de la economía, proceso que se inició en los ochenta y se intensificó a partir de 2000.

En 1999, el gobierno turco inició un programa trianual de desinflación y reestructuración macroeconómica que abarcaría de 2000 a 2002 y consistía esencialmente en la estabilización basada en los tipos de cambio; dicha medida se complementaba con un ajuste fiscal y algunas reformas estructurales, entre ellas la de la agricultura y las pensiones, la transparencia de la

medición fiscal y la administración de las políticas impositivas [Kibritçioğlu, 2005]. Los principales objetivos eran mantener un excedente primario mediante la reducción del gasto público y el aumento del ingreso público, además de la indexación de los salarios de los funcionarios a una tasa de inflación previamente establecida.

Al principio, el programa de desinflación parecía tener éxito, pero en 2000 comenzó a plantear problemas: después de unos cuantos meses, se vio claramente que el programa no era viable; el vínculo con la moneda tuvo que ser abandonado en febrero de 2001 y sustituido por un régimen de flotamiento libre, siguiendo las recomendaciones del FMI [Akyüz y Boratav, 2005]. El gobierno adoptó un nuevo programa llamado de *Transición hacia una economía fuerte*, con el fin de eliminar la "crisis de confianza" y la inestabilidad financiera. El programa de *Transición hacia una economía fuerte* era esencialmente el nombre de una serie de reformas estructurales asociadas al consenso posWashington, reformas que en Turquía son conocidas con el nombre de leyes Kemal Derviş.

Las reformas estructurales se apoyaban en tres pilares: la banca, el sector público y el privado. El primer pilar consistía en la reestructuración del sector bancario, que implicaba una profunda reestructuración financiera de los bancos públicos y de los bancos bajo administración pública (bancos SDIF) que estaban en quiebra; también implicaba fortalecer el sistema bancario privado y mejorar la regulación y la supervisión de la banca. El segundo pilar consistía en mejorar la gobernanza pública por medio de una reforma de la administración pública, seguida por una reforma de la administración del gasto público. El tercero, es decir, las reformas del sector privado, incluía la privatización, la gobernanza corporativa, alentar la entrada de capitales extranjeros y una reforma administrativa gubernamental tendiente a catalizar las inversiones.

Con todo, la política monetaria orientada a combatir la inflación era lo principal. Los objetivos más importantes de ese programa, en materia de política monetaria, eran reestructurar el sector bancario, modificar la Ley del Banco Central y adoptar medidas de control de la inflación.[2] En 2002, tras la crisis de 2000-2001, Turquía adoptó implícitamente el control de la inflación y en 2006 cambió a un control explícito de la inflación. Tras la adopción del programa de control implícito de la inflación, la economía turca creció rápidamente: la tasa de crecimiento anual del PIB alcanzó un promedio de 7% en el periodo posterior a 2001, pese a lo cual no se crearon empleos y la tasa de desempleo aumentó; en los estudios publicados, ese fenómeno se denominó crecimiento sin empleo.

Durante ese mismo periodo ingresaron fuertes flujos de capital extranjero, atraídos por los altos tipos de interés en el país; ello acarreó una relativa abundancia de cambio de divisas y, por ende, una sobrevaluación de la lira turca; por su parte, los tipos de cambio más bajos favorecieron el aumento de las importaciones. Paradójicamente, las exportaciones también aumentaron, llegando a representar 10.5% del PIB en 2000, 15.6 en 2002 y 16.3 en 2007; sin embargo, las importaciones aumentaban a una tasa más alta que la de las exportaciones: las primeras representaban 20.5% del PIB en 2000, 22.4% en 2002 y en 2007 llegaron a 25.9%. Por lo tanto, no es de extrañar que la sobrevaluación de la lira y los aumentos de las importaciones se hayan traducido en un gran déficit de la cuenta corriente.

Al mismo tiempo, las reservas internacionales de Turquía también aumentaron, al igual que las de otros países en desarrollo; el Banco Central invirtió la mayor parte de sus reser-

[2] La Ley del Banco Central fue enmendada en abril de 2001 y se introdujo la independencia instrumental de esa institución, cuyo principal objetivo se definió como el mantenimiento de la estabilidad de los precios.

vas en bonos del Tesoro estadounidense, igual que otros países en desarrollo; la acumulación de reservas en Turquía fue muy alta, a juzgar por su relación con el endeudamiento a corto plazo y medida esencialmente por la llamada regla Greenspan-Guidotti de adecuación de las reservas. La relación actual de las reservas con la deuda a corto plazo en Turquía es de 1.81 y, según Aydoğuş y Türkler [2006], unas reservas de semejantes magnitudes han significado costos, es decir, pérdidas de ingresos para la economía turca de alrededor de 1% del PIB.

En consecuencia, las tendencias recientes de la economía turca indican un crecimiento rápido sin aumento del empleo, un aumento de las exportaciones y las importaciones, un déficit elevado de la cuenta corriente, excedentes de la cuenta financiera, una fuerte acumulación de reservas y una deuda externa en aumento. Cabe preguntarse cómo pudo la economía turca sostener esa tasa de crecimiento después de la crisis de 2000-2001, que fue la peor crisis económica que sufrió la República de Turquía desde su fundación en 1923.[3] Además, ¿cómo logró la economía turca aumentar los flujos de capital hacia el país?; y, ¿cómo afectó la financiarización a Turquía?

En el cuadro 1 se presentan los resultados económicos mediante una serie de indicadores macroeconómicos. En cierto sentido, esos indicadores reflejan la dinámica del régimen de acumulación y las necesidades que se le impusieron en el proceso de integración mundial. Con el fin de examinar esas necesidades y contestar a las preguntas antes planteadas, el análisis en el siguiente apartado se centra en la transformación de la estructura productiva y el comportamiento de las exportaciones y las importaciones.

[3] Como resultado de la crisis de 2000-2001, el PBI cayó 9.5% y la deuda del gobierno aumentó a más de 40% del PIB. La lira se depreció 30% en seis meses y la inflación se incrementó rápidamente, alcanzando 70% a finales de 2001. Véase Taymaz y Yılmaz [2008: 6.]

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 368 17/05/2011 02:56:52 p.m.

Cuadro 1. Selección de principales indicadores económicos

	2000	*2001*	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*
Tasa de crecimiento del PIB en %	6.8	-5.7	6.2	5.3	9.4	8.4	6.9	4.6
Exportaciones (fob)/PIB %	10.5	15.9	15.6	15.5	16.2	15.2	16.2	16.3
Importaciones (cif)/PIB %	20.5	21.0	22.4	22.8	25.0	24.2	26.5	25.9
Cuenta corriente/PIB %	-3.7	1.9	-0.3	-2.5	-3.7	-4.6	-6.1	-5.7
Tasa de desempleo (%)	6.5	8.4	10.3	10.5	10.3	10.3	9.9	9.9
Tasa de inflación - IPC (2003 = 100) %	39.0	68.5	29.7	18.4	9.4	7.7	9.7	8.4
Índice del tipo de cambio real (1987 = 100)	140.35	152.04	123.05	137.75	151.74	162.08	179.57	198.96
Deuda externa/PIB %	44.7	57.8	56.2	47.3	41.2	35.1	39.5	36.1
Largo plazo/PIB%	34.0	49.4	49.1	39.8	33.0	27.4	31.4	30.0
Corto plazo/PIB %	10.7	8.4	7.1	7.5	8.2	7.8	8.0	6.1
Reservas BC (millones $)	22.172	18.787	26.807	33.616	36.009	50.518	60.912	73.317
Reservas BC/Deuda a corto plazo	0.78	1.14	1.63	1.46	1.12	1.36	1.44	1.81
Reservas BC/PIB %	8.4	9.5	11.6	11.0	9.2	10.5	11.5	11.1

Fuente: Estimaciones de "Economic Indicators" de la Subsecretaría del Tesoro del Primer Ministro de la República de Turquía, disponible en: www.hazine.gov.tr; "Main Economic Indicators" de la Organización de Planificación del Estado, Primer Ministro de la República de Turquía, disponible en: www.dpt.gov.tr; Turkish Industrialist' and Businessmen's Association, 2007, 2008, Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi, p. 11-12.

2. Transformación de la estructura productiva

cambios en los resultados de las exportaciones

La apreciación de la moneda turca ha tenido un efecto negativo en el sector manufacturero, que es el principal pilar de las exportaciones de Turquía; sin embargo, en los últimos años, el desempeño de este país en materia de exportaciones siguió siendo bueno, pese a la sobrevaluación de la moneda: la relación del total de las exportaciones con el PIB fue de 10.5% en 2000 y aumentó a 16.3% en 2007. Esos buenos resultados se produjeron especialmente en los sectores de bienes de inversión, entre ellos, la maquinaria eléctrica, los vehículos motorizados, los equipos de comunicación y la producción de radio y televisión. El incremento anual promedio de las exportaciones

de los sectores de bienes de inversión, los más dinámicos desde el punto de vista de las exportaciones, alcanzó 31.8% de 2003 a 2007, mientras que su participación en el total de las exportaciones fue de 15.5% en 1996, en 2001 aumentó a 25.8% y en 2007 alcanzó 36.7 por ciento.

Al mismo tiempo, las exportaciones de la agricultura y la minería se estancaron. Las cifras más interesantes se refieren a los bienes de consumo, entre los que se incluyen productos de exportación tradicionales, tales como textiles, confección, alimentos, etc. Las exportaciones de bienes de consumo se quedaron a la zaga en el conjunto de las exportaciones y empezaron a perder la importancia que tenían: mientras que de 1996 a 1999 representaban 49.7% del total, de 2003 a 2007 descendieron 33.5% [Yükseler y Türkan, 2008: 24-26]. Esa situación contradecía las expectativas de principios de ochenta, cuando se pensaba que, al adoptar la economía una estrategia de acumulación orientada hacia el exterior, el sector de bienes de consumo iba a ser el motor del crecimiento.

En resumen, Turquía experimentó un cambio estructural porque en los últimos años sus exportaciones se desplazaron

Cuadro 2. Estructura de las exportaciones (2000-2007), millones de $

Año	*Total exportaciones*	*Productos agrícolas*	*Minería*	*Productos manufacturados*				*Otros*
				Total	*Bienes de consumo*	*Bienes intermedios*	*Bienes de inversión*	
2000	25.775	1.684	400	25.518	12.810	6.118	6.589	173
2001	31.334	2.006	349	28.826	13.369	7.384	8.073	153
2002	36.059	1.806	387	33.702	15.287	8.512	9.902	165
2003	47.253	2.201	469	44.378	19.335	10.609	14.434	204
2004	63.167	2.645	649	59.579	22.865	15.756	20.959	294
2005	73.476	3.468	810	68.813	25.669	18.312	24.833	384
2006	85.535	3.611	1.146	80.246	26.754	23.076	30.416	531
2007	107.154	3.882	1.661	100.966	31.604	30.041	39.320	645

Fuente: Zafer Yükseler y Ercan Türkan, 2008, Türkiye'nin Üretim ve Dış Ticaret Yapısında Dönüşüm, Turkish Industrialist' and Businessmen's Association, p. 25.

de los bienes de consumo a los de inversión; ello significa que las exportaciones cambiaron de los sectores convencionales de uso intensivo de mano de obra relativamente poco calificada a sectores con un uso más intensivo de tecnología que requieren mano de obra altamente calificada. La sostenibilidad del crecimiento de las exportaciones no resulta visible a primera vista [Aysan y Hacıhasanoğlu, 2007].

CAMBIOS EN LOS VOLÚMENES Y LOS PATRONES DE IMPORTACIÓN

Las importaciones de Turquía sufrieron cambios drásticos, como antes se mencionó: mientras que de 1997 a 2002 aumentaban en un promedio anual de 2.8%, de 2003 a 2007 aumentaron en 27%. La relación de las importaciones con el PIB fue de 20.5 en 2000, pero en 2007 dio un salto a 25.9. Como resultado de los aumentos de las importaciones, el déficit de la balanza de pagos de Turquía aumentó de manera continua: de 26 700 millones de dólares en 2000 llegó a 65 000 millones en 2008.

Cabe hacer notar que la participación de los bienes de consumo en las importaciones agregadas disminuyó de una forma similar a su proporción de las exportaciones: de 1996 a 1999, la proporción de los bienes de consumo del total de las exportaciones fue de 10.1%, y de 2003 a 2007 declinó a 8%. En cambio, las importaciones de bienes intermedios y de inversión se incrementaron: la proporción de los bienes intermedios en las importaciones agregadas fue de 30% de 1996 a 1999, y de 2003 a 2007 aumentó a 37.1% [Yükseler y Türkan, 2008: 38]. La utilización de grandes volúmenes de bienes intermedios importados en los sectores altamente exportadores fue un elemento que contribuyó en una gran medida a ese aumento.

Otro factor que contribuyó a incrementar las importaciones fue el comercio regional: la competitividad de los países asiáticos conllevó un aumento de las importaciones turcas

desde esa región. A este respecto, hubo dos factores importantes: en primer lugar, la región asiática ha sido el área de producción más importante en el mundo debido a la competitividad de sus precios, apoyados en el bajo precio de su fuerza de trabajo; en segundo lugar, su moneda fuerte constituyó un incentivo para que Turquía importara a bajo costo.

La mayor parte de las exportaciones de Turquía tiene como destino Europa, que se ha convertido en un mercado muy importante para los productos turcos desde el Acuerdo de asociación con vistas a una integración progresiva a la Unión Europea.[4] Tal comercio se conoce básicamente como "Cómprele a Asia, véndale a Europa". La estrategia de Turquía para mantener su competitividad se ha basado en una fuerza de trabajo barata, dado que, ante la presión de la competencia que se intensificaba y la pérdida de su ventaja competitiva debido a la lira turca fuerte, el sector productivo trató de compensar restringiendo el empleo y manteniendo bajos los salarios.

Llama la atención el hecho de que Turquía ha importado y exportado mercancías similares; ese tipo de comercio indica el alto grado de integración del país en los mercados mundiales mediante la importación de bienes intermedios que se utilizan para los productos acabados que se exportan; también muestra una estructura productiva imbricada con las cadenas de producción internacionales. En ese proceso, la lira turca sobrevaluada desempeñó un papel fundamental: por una parte, incrementó la presión sobre el desempeño productivo y forzó al sector productivo a pugnar por salarios reales más bajos y una mayor productividad; por otra parte, se tradujo en un mayor poder adquisitivo a la importación, creando una preferencia so-

[4] Los 10 primeros destinos de las exportaciones en 2006 fueron Alemania, Reino Unido, Italia, Estados Unidos, Francia, España, Rusia, Países Bajos, Rumania y Emiratos Árabes Unidos. Véanse Aydın, Saygılı y Saygılı [2007: 26].

Cuadro 3. Estructura de las importaciones (millones de $)

Año	*Total importación*	*Productos agrícolas*	*Minería*		*Productos de la industria manufacturera*				*Otros*
			Total	*Petróleo y gas natural*	*Total*	*Bienes de consumo*	*Bienes intermedios*	*Bienes de inversión*	
2000	54.503	2.125	7.097	6.196	44.198	4.237	17.280	22.681	1.083
2001	41.399	1.410	6.577	6.076	32.686	3.839	14.434	14.413	726
2002	51.554	1.704	7.192	6.193	41.383	5.359	18.405	17.619	1.275
2003	69.340	2.538	9.021	7.766	55.690	6.633	25.133	23.923	2.092
2004	97.540	2.765	10.981	9.366	80.447	8.232	35.067	37.148	3.346
2005	116.774	2.826	16.321	14.140	94.208	9.087	42.818	42.303	3.419
2006	139.576	2.935	22.034	19.220	110.379	10.617	51.713	48.049	4.228
2007	169.987	4.671	25.311	21.782	133.879	13.061	65.138	55.680	6.126

Fuente: Yükseler, Zafer y Ercan Türkan 2008, Türkiye'nin Üretim ve Dış Ticaret Yapısında Dönüşüm, Turkish Industrialist' and Businessmen's Association, p. 35.

bre los bienes internos que conllevó un uso extensivo de bienes intermedios y de inversión importados en el proceso de producción de Turquía [Narin, 2008b: 48].

CAMBIOS EN LA PRODUCCIÓN

A partir de la discusión anterior sobre las importaciones y las exportaciones, resulta claro que la producción turca pasó por una transformación estructural después de la crisis de 2000 a 2001. En esa transformación intervinieron varios factores, entre ellos el Acuerdo de asociación con la Unión Europea, además del cese del apoyo a la agricultura, la reestructuración de las finanzas y el aumento del éxodo rural. La producción orientada a la exportación adquirió un peso aún mayor.

La producción aumentó significativamente en los sectores donde la intensidad del uso de tecnología está por encima del promedio. La ventaja competitiva y la productividad han sido elevadas en los sectores de la maquinaria eléctrica y los vehículos motorizados, cuyas exportaciones aumentaron. Los sectores con una intensidad tecnológica por encima del promedio

tuvieron una participación total en la producción de 17% en 1997 y de 31 en 2006; en cambio, en el caso de los sectores con una intensidad tecnológica por debajo del promedio, tales como la industria textil, la confección, los alimentos y el tabaco, tanto la producción como las exportaciones aumentaron a tasas inferiores al promedio [Turkish Industrialist's and Businessmen's Association, 2007: 35].

Cuadro 5. Aumento de la producción de la industria manufacturera (principales sectores)

	Total de la industria manufacturera	*Bienes de consumo*	*Bienes intermedios*	*Bienes de inversión*
Aumento del peso promedio de la producción (%) – 1998/2005	4.07	1.02	4.06	7.58

Fuente: Yükseler, Zafer and Ercan Türkan 2008, Türkiye'nin Üretim ve Dış Ticaret Yapısında Dönüşüm, Turkish Industrialist' and Businessmen's Association, p. 58.

En resumen, los aumentos de la producción en los diversos sectores de la industria manufacturera presentaron variaciones significativas de 1998 a 2007. El incremento anual promedio del conjunto de la industria manufacturera fue de 4.1%, siendo de 1.0% en bienes de consumo, de 4.1 en bienes intermedios y de 7.6 en bienes de inversión. Además, la tasa de crecimiento de la industria manufacturera se aceleró de 2003 a 2007; la producción se intensificó especialmente en los sectores que utilizan una proporción elevada de insumos importados, tanto directos como indirectos. En contraste, la tasa de crecimiento de los bienes de consumo permaneció baja, en un promedio de 0.7%; y, como consecuencia de ello, la transformación en la composición de la producción manufacturera incrementó el uso de insumos directos e indirectos importados [Yükseler y Türkan, 2008: 59].

Resulta claro que la producción de bienes intensivos en tecnología y la de bienes de inversión aumentaron en los últimos años en Turquía, aunque la producción en general se sigue apoyando de manera considerable en los bienes intermedios y de

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 375 17/05/2011 02:56:54 p.m.

Cuadro 4. Producción industrial (tasa de crecimiento anual promedio en %) y tecnología

Clase tecnológica			*Baja*			*Alta-media*	*Media*	*Alta*		
Año	*Total de la industria*	*Sector manufacturero*	*Alimentos y bebidas*	*Productos textiles*	*Confección*	*Productos químicos*	*Industria metálica básica*	*Vehículos motorizados*	*Productos metálicos*	*Maquinaria eléctrica*
2002	9.5	10.9	2.8	12.5	3.3	14.2	10.0	27.1	0.6	11.5
2003	8.7	9.3	7.7	2.1	1.8	8.8	11.9	47.7	3.2	2.8
2004	9.8	10.4	-0.5	-1.5	3.5	16.1	11.6	53.3	9.4	-4.6
2005	5.3	4.7	6.0	-11.8	-12.6	5.5	3.4	9.6	31.6	16.7
2006	5.8	5.5	6.0	-1.0	-4.8	6.3	10.7	9.7	18.9	20.4
2007	5.2	4.4	2.9	2.5	2.3	8.1	10.9	6.4	14.2	25.4

Fuente: tabulación a partir de Turkish Industrialist' and Businessmen's Association, 2007, 2008 Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi, p. 34; clasificado según criterios de Saraçoğlu y Suiçmez; véase Saraçoglu, Bedriye y Halit Suiçmez, 2006, Türkiye İmalat Sanayinde Verimlilik, Teknolojik Gelişme ve Yapısal Özellikler ve 2001 Krizi Sonrası Reel Değişmeler, Centro de Productividad Nacional.

consumo. Sobre esa base, el capital nacional se ha internacionalizado cada vez más, aunque tal transformación no ha incluido la producción de bienes de producción, lo que puede entenderse como una peculiaridad del desarrollo tardío. El sector productivo ha preferido obtener sus insumos del extranjero porque eso le resulta comparativamente más barato que apoyarse en insumos nacionales;[5] en ese sentido, la política de un tipo de cambio fuerte ha facilitado la integración del capital nacional con los capitales internacionales. Más adelante se muestra que esa transformación estructural también ha acarreado cambios importantes en el financiamiento del sector productivo, intensificando con ello el proceso de financiarización.

3. Los salarios y la productividad

El fuerte crecimiento de la economía no creó aumentos del empleo acordes con él: la tasa de desempleo aumentó de 6.5% en 2000 a 9.6 en 2008;[6] se trata de una tendencia, conocida como crecimiento sin empleo, que se ha podido observar en varios países en desarrollo y que no es de extrañar, dados los cambios en la estructura productiva. Los aumentos de la producción en Turquía han sido fuertes en bienes de inversión intensivos en tecnología, lo cual significa que se ha sustituido trabajo por capital, y ese proceso ha sido la causa del aumento de la tasa de desempleo y de la intensificación de la explotación de la fuerza de trabajo.

Los salarios y los niveles de productividad también se han modificado considerablemente. Primero que todo, los salarios reales se redujeron durante el periodo considerado; el valor del índice de los salarios reales en el sector manufacturero era

[5] Para un análisis crítico, véase Narin, 2008b.

[6] La tasa real de desempleo es probablemente más alta que la cifra oficial; según Sönmez, en Turquía es de alrededor de 20%. Sönmez, 2008, p. 101.

de 111.3 en 2000, y en 2007 cayó a 93.7. En contraste con lo anterior, el índice de productividad del sector manufacturero aumentó de 115.7 en 2000 a 169.4 en 2007. En el cuadro 6 se muestra claramente esa tendencia. Más importante aún es el hecho de que los costos salariales disminuyeron durante el periodo de 2000 a 2007, según estimaciones de Yükseler y Türkan [2008: 75]. En resumen, los aumentos de la productividad del sector manufacturero se lograron al disminuir el empleo y reducir los salarios y, de hecho, el motor de la competitividad de Turquía en el mundo han sido los bajos salarios.

Cuadro 6. Producción industrial, salarios reales, índices de productividad del trabajo (industria manufacturera por hora trabajada) y tasa de inflación (IPC)

	2000	*2001*	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*
Índice de producción industrial	103.4	94.4	103.3	112.4	123.4	130.0	137.6	145.0
Índice de salarios reales	111.3	95.1	90.0	88.3	90.5	92.3	93.1	93.7
Índice trabajadores productivos	89.1	81.7	82.2	83.7	85.4	84.8	84.2	86
Índice parcial de productividad	115.7	116.9	126.9	136.1	146.1	154.8	162.2	169.4
IPC (2003 = 100)	39.0	68.5	29.7	18.4	9.4	7.7	9.7	8.4

Fuente: Subsecretaría del Tesoro del Primer Ministro, República de Turquía, disponible en: www.hazine.gov.tr

La disminución de los costos salariales ha sido esencial tanto para aumentar la rentabilidad como para apoyar las exportaciones [CBRT; Aydın, Saygılı y Saygılı, 2007]. En ese contexto, la política de control de la inflación ha actuado como un mecanismo para reducir los salarios: mediante la indexación de los incrementos salariales a una tasa de inflación fijada de antemano, los salarios se han mantenido bajos y se han intensificado tanto la plusvalía absoluta como la relativa.

Con todo, las exportaciones también se han beneficiado con la competitividad tecnológica: durante los años ochenta, las exportaciones turcas se apoyaron de forma predominante en los productos que requieren un uso intensivo de mano de obra y materias primas, pero eso cambió radicalmente en los últimos años.

La intensidad de la investigación y desarrollo (alta tecnología y tecnología de punta) en las exportaciones manufactureras aumentó drásticamente, de forma especial en los sectores más integrados en el mundo, como son las telecomunicaciones y los automóviles; sin embargo, tal como se mencionó antes, la participación de los sectores de consumo intensivo de materias primas y productos agrícolas cayó de manera significativa [Aydın, Saygılı y Saygılı, 2007: 22; Aysan y Hacıhasanoğlu, 2007: 27].

Cuadro 7. Clasificación de las exportaciones por intensidad de los factores (Turquía, proporción del total de las exportaciones en %)

	Uso intensivo de alta tecnología	*Consumo intensivo de materias primas*	*Uso intensivo de mano de obra*	*Inversión intensiva de capital*	*Consumo intensivo de productos agrícolas*
1980-1989	6.0	16.9	30.6	9.3	24.2
1990-1996	6.9	5.5	42.7	14.8	17.7
1997-2000	12.0	3.7	44.3	12.8	13.0
2001-2004	18.0	3.9	39.4	16.0	8.8

Fuente: Aydın, Faruk, Hülya Saygılı y Mesut Saygılı, 2007, "Empirical Analysis of Structural Change in Turkish Exports", Research and Monetary Policy Department Working Paper No: 07/08, The Central Bank of the Republic of Turkey, p. 22.

Como resultado del proceso descrito, la estructura de la producción sufrió una notable transformación tecnológica después de la crisis de 2000-2001. El progreso técnico y el aumento de la productividad se aceleraron, como lo reflejan los incrementos de la producción de bienes de inversión e intermedios, básicamente de tecnología de nivel medio;[7] al mismo tiempo, la producción en los sectores de uso intensivo de fuerza de trabajo ha sido mucho menos exitosa, de manera que la producción se ha expandido sin crear empleos.

La cantidad de horas de trabajo no ha disminuido, pese a las mejoras en la tecnología; por el contrario, la jornada labo-

[7] La tasa de aumento del uso de la alta tecnología ha sido más baja que la tasa de coyuntura desfavorable de la baja tecnología, razón por la cual se le ha dado en llamar tecnología de nivel medio [Narin, 2008a].

ral se ha alargado, especialmente en forma de tiempo extra no pagado, al tiempo que los salarios reales se han reducido. Para abreviar, el aumento de la producción y de la competitividad se ha apoyado en la intensificación del trabajo (plusvalía absoluta) y en una rentabilidad creciente apoyada en el progreso técnico (plusvalía relativa) [Narin, 2008a].

4. Las fuentes del crecimiento y el capital fijo

Sin contar las exportaciones, el rápido crecimiento del conjunto de la economía ha sido impulsado por el consumo, como se muestra en el cuadro 8; y el aumento del consumo de los hogares ha provenido de la expansión del crédito, en particular el crédito al consumo y las compras a crédito [Bağımsız Sosyal Bilimciler, 2008: 86].

Cuadro 8. Fuentes del crecimiento (= precios de 1987, en miles de YTL)

	2000	*2001*	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*
Consumo	91.084	82.786	84.834	89.559	97.645	105.579	111.528
Consumo privado	80.774	73.356	74.894	79.862	87.897	95.594	100.584
Gob. cons. exp. (¿Consumo gubernamental de exportaciones?)	10.310	9.430	9.940	9.697	9.748	9.985	10.944
Formación de capital fijo bruto	33.281	22.783	22.532	24.782	32.802	40.683	46.373
Sector público	8.630	6.733	7.325	6.482	6.180	7.778	7.760
Sector privado	24.651	16.050	15.207	18.300	26.622	32.904	38.614
Cambio en inventarios	3.082	-1.699	6.121	9.714	11.145	7.770	4.750
Exportaciones de bienes y servicios	39,198	42,097	46,787	54,264	61,033	66,235	71,857
Importaciones de bienes y servicios	-47,498	-35,700	-41,350	-52,541	-65,515	-73,066	-78,259
PIB	118.789	109.885	118.612	125.485	136.693	146.781	155.732

Fuente: "Main Economic Indicators", Organización de planificación del Estado, Primer Ministro, República de Turquía, disponible en: www.dpt.gov.tr

El aumento de las entradas de capital al país también se ha asociado a un auge del consumo acompañado de una disminución de los ahorros familiares y de un aumento del endeudamiento [Akyüz, p. 4]. Tales tendencias han sido vitales para la financiarización de la economía turca.

Pese a todo, el volumen de la inversión fija y su contribución al crecimiento también se han incrementado. La formación bruta de capital fijo, que en 2001 fue de 22 783 000 liras turcas, en 2007 aumentó a 46 373 000 liras. Esa tendencia también se refleja en el índice de inversión en capital fijo, que en 2001 fue de 66 y en 2007 aumentó a 138. El sector privado, en particular el manufacturero, incrementó rápidamente su inversión en capital fijo, aprovechando el tipo de interés fuerte y las abundantes facilidades para obtener financiamiento externo.

Cuadro 9. Índice de inversión en capital fijo (1997 = 100)

	2000	*2001*	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*
Total	96	66	63	70	91	114	130	138
Pública	132	93	103	97	91	125	131	134
Privada	85	58	52	62	91	111	129	139
- Industria manufacturera	98	63	67	107	167	203	238	250
- Transportes	110	63	62	49	79	90	98	100
- Vivienda	56	38	25	25	32	46	54	63

Fuente: Bağımsız Sosyal Bilimciler 2008, 2008 Kavşağında Türkiye, p. 93, disponible en: www.bagimsizsosyalbilimciler.org

5. La deuda externa

Otro resultado importante de la dirección que tomó Turquía en los últimos años ha sido el aumento de los niveles absolutos de la deuda externa y, de manera más significativa aún, un cambio en su composición. La deuda externa, que en 2002 se situaba en 130 000 millones de dólares estadounidenses, au-

mentó a 263 000 millones en el primer trimestre de 2008 debido a los aumentos de la deuda tanto del sector público como del sector privado. En realidad, ese aumento se ha debido más al privado, especialmente el sector privado no financiero, cuya deuda externa aumentó de 25 000 millones de dólares en 2002 a 87 000 millones, como se muestra en el cuadro 10.

En contraste con lo anterior, la tasa de aumento de la deuda pública externa ha sido más lenta en los últimos años. Un elemento fundamental de esa baja ha sido la disminución de la deuda con el FMI en virtud del incremento del superávit primario y de la reducción de la inversión pública [Sönmez, 2008: 72]. Históricamente, la deuda externa de Turquía ha estado asociada con el Estado, lo que es típico de los países de desarrollo tardío y una señal de cómo han cambiado los tiempos y de que el reciente aumento de la deuda externa del sector no financiero se ha debido a cambios en el financiamiento del sector produc-

Cuadro 10. Composición de la deuda externa (millones $)

	2002	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*	*2008 (1er trimestre)*
Deuda externa	129.721	144.319	160.835	168.849	205.548	247.094	262.934
Corto plazo	16.424	23.013	31.880	37.103	40.354	41.810	44.550
A. BCRT	1.655	2.860	3.287	2.763	2.563	2.282	2.357
B. Bancos de depósito	6.344	9.692	14.529	17.741	18.275	14.657	15.028
C. Otros sectores	8.425	10.461	14.064	16.599	17.766	22.708	24.829
D. Gobierno general	0	0	0	0	1.750	2.163	2.336
Medio y largo plazos	113.297	121.306	128.955	131.746	165.194	205.283	218.385
A. Total pública	63.619	69.507	73.813	68.215	69.840	71.272	72.009
B. BCRT	20.340	21.504	18.114	12.654	13.115	13.519	14.233
C. Privada	29.338	30.295	37.028	50.877	82.239	120.492	132.143
1. Financiera	4.728	5.168	8.451	15.954	29.134	42.712	45.048
a. Bancos	3.030	3.142	5.757	12.244	22.068	30.479	32.307
b. No bancos	1.698	2.026	2.694	3.710	7.066	12.233	12.741
2. No financiera	24.610	25.127	28.577	34.923	53.105	77.780	87.095

Fuente: "Main Economic Indicators", Organización de planificación del Estado, Primer Ministro, República de Turquía, disponible en: www.dpt.gov.tr

tivo. El cambio se puede ver en la deuda tanto a corto como a largo plazos, pero el incremento de la deuda a largo plazo ha sido especialmente sorprendente. La causa de ese incremento es obviamente el cambio en el financiamiento de la inversión por parte del sector productivo, pues las empresas privadas piden prestado en el extranjero para sostener el crecimiento del capital fijo, tal como se explica en la siguiente sección.

6. La transformación del financiamiento del sector productivo

En los últimos años han tenido lugar algunos cambios drásticos en las finanzas del sector productivo turco, cuya clave ha sido la producción de bienes de inversión dependientes de la importación. En consecuencia, el sector productivo se ha visto forzado a buscar divisas baratas, lo que ha implicado buscar créditos en el extranjero. El recurso a los prestamistas extranjeros se ha facilitado de manera considerable debido a la política de tipos de interés nacionales altos y tipo de cambio fuerte como parte del control de la inflación, lo que ha alentado al sector productivo a pedir dinero prestado en el exterior para financiar sus inversiones.

El *Informe de balance sectorial* del Banco Central, basado en información de 7 308 empresas, muestra que las empresas industriales han llenado sus necesidades crecientes de cambio de divisas mediante fuentes externas. En el cuadro 11 se muestra que la mayor parte de los créditos extranjeros en efectivo fueron contraídos por el sector manufacturero, cuya participación en el total de los créditos fue de 55.4% de 2004 a 2006; el sector de comunicaciones y transportes fue el segundo usuario de crédito después del sector de producción manufacturera.[8]

[8] *Sector Balance Sheet Analysis (2004-2006)*, CBRT, disponible en: www.tcmb.gov.tr.

Algo similar se puede observar en lo referente a los créditos que recibió el conjunto del sector productivo. En el cuadro 12 se muestra que el volumen de los créditos provenientes del extranjero fue de 26 000 millones de dólares en 2003 y en el tercer trimestre de 2008 aumentó a 87 000 millones; a lo largo de ese periodo, el crédito proveniente del extranjero superó de manera sistemática el crédito nacional al sector productivo.

Mientras tanto, el peso de la deuda durante ese periodo disminuyó para el sector productivo, reflejando los bajos tipos de interés sobre la deuda externa. La distribución del valor neto para las primeras 500 empresas industriales y las siguientes 500, de acuerdo con el ingreso de los factores, resulta muy claro a este respecto, pues la proporción de los pagos de intereses por parte de las 500 primeras empresas industriales, que en 2000 fue de 33.4%, disminuyó 8.8% en 2005.

Cuadro 13. Pagos de intereses de las empresas industriales

Año	*2000*	*2001*	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*
Primeras 500 empresas industriales	33.4	93.5	30.4	13.3	11.7	8.8
Siguientes 500 empresas industriales	28.5	78.2	34.7	17.3	13.6	13.8

Fuente: Cámara de Comercio de Estambul, disponible en: www.iso.org.tr

Pese a que el financiamiento del sector productivo se sigue apoyando de mnera considerable en los préstamos bancarios nacionales, durante ese periodo considerado predominaron los préstamos del exterior; además, es probable que las fuentes no bancarias de fondos se hayan incrementado. Esos cambios deberían considerarse como un efecto de la financiarización sobre el sector productivo, el cual está directamente relacionado con el proceso de internacionalización del capital nacional. El sector productivo ha podido competir mundialmente mediante de la reducción de los salarios y el aumento de la productividad y, por las importaciones, ha logrado obtener bienes de inversión necesarios para la producción. De ahí que un tipo de

cambio fuerte se haya convertido en un factor que facilita la transformación de las finanzas del sector productivo.

Es interesante observar que la transformación del financiamiento del sector productivo se acepta abiertamente en las discusiones entre el gobierno y los representantes de los grupos capitalistas. Este punto cobró importancia en el momento en que la crisis comenzó a manifestarse: Rıfat Hisarcıklıoğlu, presidente de la Unión de Cámaras de Comercio y Bolsas de Turquía, decía, dirigiéndose al Primer Ministro turco, Tayyip Erdoğan:

Alguien (Erdoğan) anda diciendo que "el gobierno no está endeudado". ¿A usted quién le dijo que se endeudara en moneda extranjera? Nadie, usted solo se metió en esa deuda. Ahora yo le pregunto: ¿hay alguien que esté dando créditos a largo plazo en liras turcas, sin que nosotros los hayamos aprovechado? En Turquía no hay ahorros, estamos usando los ahorros de otros. ¿Y los gastamos acaso en apuestas o los derrochamos? No; los invertimos. Si Turquía ha crecido desde 2002, ¡ha sido gracias al sector privado! [Hisarcıklıoğlu, 2008]

7. La transformación del sector bancario

Durante el periodo estudiado también tuvo lugar una transformación de la estructura y las actividades del sector bancario: la penetración de los bancos extranjeros se intensificó y su cuota de mercado alcanzó en 2007 una proporción muy alta, de 39.7% [Banking Regulation and Supervision Agency, 2007]. El sector bancario turco se convirtió en uno de los mercados más atractivos para los bancos extranjeros, especialmente después de 2005: de ese año a 2007, fueron comprados, total o parcialmente, por bancos extranjeros, aunque una de 15 bancos nacionales esas compras no ha sido totalmente ratificada. Las razones de la pe-

Cuadro 11. Créditos en efectivo utilizados en la intermediación bancaria YTL-FX (2004-2006) – sectores seleccionados

Sectores	*Cuota de los sectores*	*Cuotas de crédito YTL-FX*						*Aumento en porcentaje*			
		2004		*2005*		*2006*		*2005*	*2006*	*2005*	*2006*
		YTL %	*FX %*	*YTL %*	*FX %*	*YTL %*	*FX %*	*Aumento YTL %*		*Aumento FX %*	
Agricultura	0.3	49.9	50.1	47.3	52.7	45.6	54.4	34.6	15.8	49.2	24.0
Manufactura	55.4	22.3	77.7	26.8	73.2	31.2	68.8	51.8	56.0	18.8	26.1
Electricidad	7.8	3.6	96.4	4.6	95.4	3.4	96.6	25.9	-1.6	-0.7	31.8
Construcción	6.2	23.9	76.1	29.1	70.9	40.6	59.4	62.3	57.4	24.5	-5.7
Comercio	15.9	35.6	64.4	43.7	56.3	47.4	52.6	71.8	37.3	22.5	18.0
Comunicaciones y transportes	3.9	30.4	69.6	36.2	63.8	57.7	42.3	158.9	273.8	99.2	55.2
Bienes inmuebles, alquiler	6.3	22.0	78.0	15.9	84.1	8.5	91.5	-2.6	24.7	44.8	152.9
Total	100	22.7	77.3	27.8	72.2	31.7	68.3	57.4	58.0	20.2	31.1

Fuente: Banco Central de la República de Turquía, "Sector Balance Sheet Analysis (2004-2006)", p. 12, disponible en: www.tcmb.gov.tr

Cuadro 12. Activos en divisas y pasivos de las empresas no financieras (millones $)

	2003	*2004*	*2005*	*2006*	*2007-12*	*2008-03*
Activos	30.980	38.659	45.701	63.426	77.864	80.832
Depósitos	19.958	24.565	30.890	45.452	54.834	55.377
Bancos nacionales	8.578	10.598	12.636	18.756	24.402	24.051
Bancos extranjeros	11.385	13.967	18.254	26.696	30.432	31.326
Valores	920	1.306	1.035	933	830	898
Valores de deuda gubernamentales	808	1.175	790	632	573	622
-Emisión interna*	271	379	96	83	61	106
-Emisión externa	536	797	693	549	512	516
Inversiones de cartera extranjeras	112	131	245	301	257	276
Cuentas de exportación pendientes	5.158	7.005	6.721	9.584	12.009	14.154
Inversiones directas de capital foráneas	4.945	5.783	7.056	7.467	10.191	10.403
Pasivos	50.759	59.006	72.383	100.047	138.843	154.584
Créditos en efectivo	44.204	49.603	61.348	88.275	124.250	138.905
Créditos derivados nacionales	18.158	20.457	26.429	34.804	46.305	51.666
Créditos derivados extranjeros	26.046	29.146	34.919	53.471	77.964	87.239
Deuda de importación	6.555	9.403	11.035	11.772	14.593	15.679
Posición de cambio neta	-19.778	-20.347	-26.682	-36.621	-60.979	-73.752

Fuente: Central Bank of Republic of Turkey, 2008, "Firmaların Döviz Pozisyonu Göstergeleri", disponible en: www.tcmb.gov.tr

netración de los bancos extranjeros son tanto internas como externas y la economía dominante las trata como "factores de atracción y expulsión". Históricamente, la entrada de los bancos extranjeros es un reflejo de la internacionalización del capital: a medida que los grandes flujos internacionales de capital se dirigían hacia los países en desarrollo en los últimos años, los bancos extranjeros también entraban a explorar sus oportunidades de ganancia y expandir su cuota de mercado.

La crisis de 2000-2001 hizo que los bancos turcos fuesen más atractivos para los bancos extranjeros, porque las fusiones y adquisiciones conllevaron una racionalización de las sucursales y del personal [Aysan y Ceyhan, 2008: 94]; esa reestructuración del sistema bancario turco también fue un incentivo para los bancos extranjeros, porque el sector bancario salió fortalecido de ella. Los activos totales del sector bancario aumentaron de 132 200 millones de dólares estadounidenses en 2002 a 501 700 millones en 2007 y los depósitos y los créditos aumentaron paralelamente; en 2003, la relación de los depósitos y de los créditos con el PIB fue de 17.2 y 35.1%, respectivamente, y en 2007 aumentó a 42 y 34.6%, respectivamente; y la relación de los créditos con los depósitos aumentó de 49% en 2003 a 83% en 2007 [Central Bank of Republic of Turkey, 2008: 36]. Esas mejoras estructurales motivaron a los bancos extranjeros a adquirir bancos turcos; además, el mercado turco parecía tener un fuerte potencial de crecimiento, pues la relación de los activos con el PIB era de 76% en 2007, muy por debajo del promedio de la Unión Europea, que era de más de 300% [Kutlay, 2008: 4].

Por otra parte, desde el punto de vista de los bancos nacionales o de los conglomerados que los poseen, había varias razones para vender total o parcialmente a los extranjeros, entre ellas, que las ganancias que se obtenían de las ventas eran por lo general muy cuantiosas; además, los bancos nacionales han ganado en credibilidad y tienen cada vez más posibilidades de

buscar facilidades de crédito alternativas en los mercados internacionales. De igual manera, los grandes conglomerados que por lo general son poseedores de bancos turcos privados han adquirido una mayor flexibilidad en la obtención de fondos.

Es importante observar que los bancos extranjeros han dirigido su atención en especial al sector del crédito al consumo. Al parecer, esperaban que el crecimiento del mercado del crédito al consumo fuera elevado, incluso en comparación con los países de la Unión Europea; con ese propósito, los bancos extranjeros pudieron adquirir bases de datos de consumidores al comprar bancos nacionales o asociándose con ellos.

Desde el mismo punto de vista, los bancos nacionales mudaron sus actividades, orientándolas a los particulares más que al sector industrial: la oferta de créditos al consumo en lo que se refiere a vivienda, educación y vehículos creció rápidamente. El volumen total de créditos a los particulares aumentó de manera exorbitante, de 4 000 millones de dólares estadounidenses en 2002 a 81 900 en 2007. La proporción de los créditos a particulares entre los agregados también aumentó de 13.4% en 2002 a 33.3% en 2007. La mayor parte de ese

Cuadro 14. PIB, activos e indicadores de crédito (2002-2007), miles de millones $

	2002	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*
PIB	230.5	304.9	390.4	481.5	526.4	658.8
Total Activos	132.2	183.0	234.8	303.2	355.5	501.7
Total Créditos	29.9	47.5	74.4	116.6	155.9	246.4
- Créditos comerciales e institucionales	25.9	38.3	54.4	80.1	103.3	164.4
- Créditos personales	4.0	9.2	20.0	36.5	52.6	81.9
Porcentaje del crédito comercial en el total del crédito %	86.6	80.6	73.1	68.6	66.2	66.7
Porcentaje de los créditos personales en crédito total %	13.4	19.4	26.9	31.4	33.8	33.3
Total Créditos/PIB	13.0	15.6	19.1	24.2	29.6	37.4
Total Activos/PIB	57.3	60.0	60.1	63.0	67.5	76.2

Fuente: Banking Regulation and Supervision Agency, 2007, Financial Market Reports, diciembre 2007, p. 54, disponible en: www.bddk.org.tr y estimación.

incremento consistió en créditos hipotecarios y las hipotecas privadas aparecieron por primera vez como un fenómeno económico importante en Turquía.

Los bancos extranjeros fueron pioneros en la transformación de las actividades del conjunto del sistema bancario. A medida que se desplazaban decididamente hacia el mercado crediticio, aumentaban la presión de la competencia en todo el sector y arrastraban tras de sí a los bancos nacionales. Los bancos extranjeros tenían las mayores ventajas en materia de tecnología y experiencia bancaria, pero los bancos nacionales trataron de mejorar su competitividad mediante créditos al consumo diferenciados y la rápida adopción de las innovaciones tecnológicas.[9]

8. El aumento del endeudamiento de los particulares

El inevitable resultado de la orientación de los bancos hacia el crédito al consumo fue la aceleración del endeudamiento de los particulares. También los gastos de consumo aumentaron, financiados mediante los créditos al consumo y las tarjetas de crédito. La proporción entre la deuda de los hogares y su ingreso disponible aumentó con gran velocidad, pasando de 7.5% en 2003 a 29.5% en 2007.

En consecuencia, la proporción de los pagos de intereses en el ingreso disponible de los hogares también aumentó drásticamente: de 2.1% en 2003 pasó a 4.6% en 2007. Esos pagos de intereses representan una transferencia directa de ingreso disponible de los particulares al sistema financiero; más aún, el aumento del endeudamiento de los particulares significa que las finanzas han ganado un mayor control sobre la vida económica y social de las personas.

[9] Para un estudio detallado sobre la transformación del sector bancario turco, véase Ergüneş [2010].

Cuadro 15. Ingreso disponible, endeudamiento y pago de intereses de los hogares

	2003	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*
Pago de intereses/ingreso disponible (%)	2.1	3.2	4.2	4.1	4.6
Deuda de los hogares/ingreso disponible	7.5	12.9	20.9	25.1	29.5

Fuente: Central Bank of the Republic of Turkey, 2008, *Financial Stability Report*, mayo 2008, p. 22; Central Bank of the Republic of Turkey, 2006, *Financial Stability Report*, diciembre 2006, p. 11.

A fin de cuentas, el aumento del endeudamiento de los particulares ha conllevado a su vez un aumento de su insolvencia, puesto que, mediante los créditos al consumo y las tarjetas de crédito, se les ha alentado a gastar en exceso en relación con sus hábitos de consumo y, al cabo de un tiempo, se dan cuenta de que no pueden reembolsar sus préstamos. El número de personas que no pudieron pagar sus tarjetas de crédito y créditos al consumo aumentó de 38 538 en 2002 a 203 736 en 2006 [Yükseler y Türkan, 2008: 12].

Conclusiones

Con frecuencia se dice que la economía turca convirtió la crisis de 2000-2001 en una oportunidad que le permitió entrar en una fase de rápido crecimiento. No cabe duda de que eso se basó en la debilidad del movimiento de la clase trabajadora durante ese periodo y que el capital turco se integró a la economía mundial mientras el país quedaba totalmente expuesto a los efectos de la financiarización. Ello no sólo fue una decisión estratégica de la clase dominante en Turquía sino que además era necesario para el capital nacional, si se buscaba que tuviera éxito internacionalmente.

En ese país, la financiarización se manifestó en forma de flujos crecientes de capital que afectaron todos los aspectos de la economía.

El control de la inflación fue un mecanismo importante en la definición de la acumulación de capital durante el periodo estudiado, pues facilitó la atracción de flujos de capital al país, ayudando al mismo tiempo a mantener bajos los salarios. La depresión de los salarios ha sido vital para la competitividad del sector productivo, competitividad que ha sido especialmente aguda en el sector exportador; al mismo tiempo, el sector productivo ha financiado su producción dependiente de las importaciones por medio del endeudamiento externo.

El comportamiento financiero que hemos descrito ha sido una señal de alarma que indica que la crisis actual podría afectar en primer lugar al sector productivo. Los riesgos para el sector bancario parecen menos pronunciados, porque los bancos se reestructuraron desde 2000-2001 de la forma que explicamos antes; lo que no quiere decir que los bancos sean inmunes al peligro, especialmente cuando los créditos al consumo se han incrementado con tanta rapidez. Aun así, Arzuhan Yalçındağ, presidenta de la Asociación Turca de los Industriales y de los Hombres de Negocios, expresó con claridad los múltiples peligros que amenazan a la actual estrategia de acumulación:

Debemos darnos cuenta de que la deuda externa del sector privado, cuyo monto ha alcanzado 140,000 millones de dólares estadounidenses, es un importante factor de riesgo. El deterioro del financiamiento externo que ha afectado al sector privado también puede interrumpir el proceso de crecimiento y resulta obvio que las fuentes de la inversión que destacaron en el sector privado de 2001 a 2007 habrán de restringirse en el contexto de la actual crisis financiera mundial [Yalçındağ, 2008].

Las consecuencias ya se están resintiendo. No es de extrañar que la primera empresa que paró la producción en cuanto la crisis de 2007-2009 comenzó a golpear a Turquía fuese una firma textil, Sönmez Filament, el mayor productor de fibras

del país, perteneciente a los sectores tradicionales de la economía turca que perdieron competitividad durante el periodo de la financiarización. Después siguió Denteks Textile, también una empresa muy fuerte de ese sector y el mayor fabricante de tejidos de la zona industrial de Denizli. Poco tiempo después, a finales de 2008, otras firmas textiles, como Atakan, Atak, Irem, Bordo y Türkmar, pararon su producción.

Tras ocho años de financiarización, Turquía se ha quedado con una producción dependiente de las importaciones, un enorme déficit de la cuenta corriente, una gran deuda pública y privada, un desempleo creciente y muchas personas endeudadas. ¿Cómo va a enfrentar el país la crisis actual?

Bibliografía

Aglietta, Michel, y Regis Breton [2001], "Financial systems, corporate control and capital accumulation", *Economy and Society*, 30, 4: 433-466.

Akyüz, Yılmaz, y Korkut Boratav [2005], "The making of the turkish financial crisis", *Financialisation and the World Economy*, Gerald Epstein (ed.), publicado por Edward Elgar.

Akyüz, Yılmaz, [2008], "Financial Instability and Countercyclical Policy", paper UNDESA.

Arrighi, Giovanni [2003], "The social and political economy of global turbulence", *New Left Review*, 20: 5-71.

Aydın, Faruk; Hülya Saygılı, y Mesut Saygılı [2007], "Empirical analysis of structural change in Turkish exports", *Research and Monetary Policy Department Working Paper 07/08*, Banco Central de la República de Turquía.

Aydoğuş, İsmail, y Harun Öztürkler [2006], "Merkez Bankası Döviz Rezervlerinin Sosyal Maliyeti", Afyon Kocatepe Üniversitesi *İ.İ.B.F. Journal*.

Aysan, Ahmet Faruk, y Fatih Bektaş [2007], "Export competitiveness of Turkey: The new rising sectors in Turkey comparison with Eastern European Countries", *Boğaziç University Department of Economics Research*, Paper, ISS/EC-2007-02

——, y Yavuz Selim Hacıhasanoğlu [2007], "Investigation on determinants of turkish export-boom in 2000s", MPRA, Paper 5493.

Bağımsız Sosyal Bilimciler [2007], "IMF Gözetiminde On Uzun Yıl: 1998-2008: Farklı Hükümetler Tek Siyaset", disponible en: www.bagimsizsosyalbilimciler.org

—— [2008], "2008 Kavşağında Türkiye", disponible en www.bagimsizsosyalbilimciler.org

Boratav, Korkut [2007], "Dünya Ekonomisinde Değişimler ve Türkiye'ye Yansımaları".

Boyer, Robert [2000], "Is a finance led growth regime a viable alternative to fordism: A preliminary analysis", *Economy and Society*, 29, 1: 111-145.

Central Bank of the Republic of Turkey [2005], *General Framework of Inflation Targeting Regime and Monetary and Exchange Rate Policy For 2006*.

Carney, Mark [2004], "The New International Monetary Order", conferencia en Toronto Society of Financial Analysts.

Crotty, James [2005], "The neoliberal paradox: The impact of destructive product market competition and 'modern' financial markets on nonfinancial corporation performance in the neoliberal era", *Financialisation and World Economy*, Gerald Epstein (ed.), publicado por Edward Elgar.

Epstein, Gerald [2003], "Alternatives to inflation targeting monetary policy for stable and egalitarian growth: A brief research summary", *Working Paper*, Series 62, PERI.

—— [2005], "Introduction: Financialisation and the world economy", *Financialisation and world economy*, Gerald Epstein (ed.), publicado por Edward Elgar.

Epstein, Gerald, y Erinç Yeldan [2006], "Developing policy alternatives to inflation targeting, the new facade of neoliberal conditionality: An introduction".

Ergüneş, Nuray [2010], "Transformation of turkish banking sector within the financialisation process of turkish economy", IIPE *Financialisation Working Pape* 4, http://www.iippe.org/wiki/images/8/8c/Transformation_of_the_Turkish_Banking_Sector.pdf

Ersel, Hasan, y Fatih Özatay [2007], "Fiscal dominance and inflation targeting: Lesson from Turkey", TEPAV.

European Central Bank International Relations Committee [2006], "The accumulation of foreign reserves", *Occasional Paper,* Series 43, febrero.

Farrel, Diana, Susan M. Lund, y Alexander Maasry [2007], "Mapping the global capital markets", *The McKinsey Quarterly*.

Fine, Ben [2008], "From financialisation to neo-liberalism, engaging neo-liberalism", disponible en: http://eprints.soas.ac.uk/5443/1/coimbra.pdf

Foster, John Bellamy [2007], "Financialisation of capitalism", *Monthly Review*, 58 (11).

—— [2008], "The financialization of capital and the crisis", *Monthly Review*, 59 (11).

Froud, Julie; Colin Haslam; Sukhdev Johal, y Karel Willams [2001], "Financialisation and the coupon pool", *Gestão&Produção*, 8 (3): 271-288.

Harvey, David [2007], "In what ways is 'The new imperialism' really new?", *Historical Materialism*, 15: 57-70.

Hisarcıklıoğlu, Rıfat 2008, "Borç Alıpda Kumardamı Yedik?", *Hürriyet*, 29 de octubre de 2008.

Lapavitsas, Costas [2009], "Financialised capitalism: Crisis and financial expropriation", *Historical Materialism*, 17(2): 114-148.

Mahlebiciler, Özge [2006], Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Rezerv Yönetim Politikaları ve Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesaplarının Analizi, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ankara.

Masson, Paul R., Miguel A. Savastano, y Sunil Sharma [1997], "The scope for inflation targeting in developing countries", *IMF Working Paper*, núm. 97/130.

Mishkin, Frederic S. [2002], "Structural issues for successful inflation targeting in transition countries', presentado para el National Bank of Poland's Annual International Conference Monetary Policy in the Environment of Structural Change.

Montgomerie, Johnna [2008], "(Re)Politicizing inflation policy: A global political economy perspective", Centre for Research on Socio-Cultural Change, *Working Paper* 53.

Narin, Özgür [2008a], "Bugünü Anlamamak: Üretimde Teknoloji Artıyor Ama Çalışma Saatleri de, İşsizlikte Artıyor", Karaburun Bilim Kongresi, 4-7 Eylül, 2008.

—— [2008b], Teknolojik Değişim: Türkiye'de Üretim Araçları Üretimi [1996-2005], tesis doctoral, Marmara Üniversitesi.

Onaran, Özlem [2006], "Speculation-led growth and fragility in Turkey: Does EU make a difference or 'can it happen again'?", Vienna University, Department of Economics, *Working Paper,* Series, 93.

Painceira, Juan Pablo [2009], "Developing countries in the era of financialisation: From defi cit accumulation to reserve accumulation", *Reserach on Money and Finance Discussion,* 4, disponible en: http://www.researchonmoneyandfinance.org.

Papadatos, Demophanes [2009], "Central banking in contemporary capitalism; monetary policy and its limitations", *Reserach on Money and Finance Discussion,* 5, disponible en: http://www.researchonmoneyandfinance.org.

Pétursson, Thórarinn G. [2000], "Exchange rate or inflation targeting in monetary policy", *Monteray Bulletin* 2000/2001.

Rodrik, Dani [2006], "The social cost of foreign exchange reserves", *National Bureau of Economic Research*, working paper 11952.

Rose, Andrew K. [2007], "Are international financial crisis a barbarous relic? Inflation targeting as a monetary vaccine", *Centre For Economic Policy Research*, *Policy Insight*, 1.

Saraçoğlu, Bedriye, y Halit Suiçmez [2006], Türkiye İmalat Sanayinde Verimlilik, Teknolojik Gelişme ve Yapısal Özellikler ve 2001 Krizi Sonrası Reel Değişmeler, National Productivity Center.

Sarı, Müslim [2004], Dış Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları, TCMB.

Skott, Peter, y Soon Ryoo [2008], "Macroeconomic implications of financialisation", *Cambridge Journal of Economics*, 32(6):827-862.

Sönmez, Mustafa [2008], *2008 Dünya Krizi ve Türkiye*, Petrol iş Yayınları.

Stockhammer, Engelbert [2007], "Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime", *Political Economy Research Institute*, working paper series 142.

Svensson, Lars E.O. [2007], "Inflation Targeting", en Larry Blum and Steven Durlauf (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2da. edición.

Taymaz, Erol, y Kamil Yılmaz [2008], "Integration with the global economy, the case of turkish automobile and consumer electronics industries", working paper 0801, TÜSIAD-Koç University Economic Research Forum.

Yalçındağ, Arzuhan [2008], "Küresel Kapitalizmin Geleceği ve Türkiye", conferencia, 10 de octubre de 2008.

Yeldan, Erinç [2006], "Patterns of adjustment under the age of finance: The case of turkey as a peripheral agent of new-imperialism", trabajo presentado en el Annual Meeting of URPE (Union for Radical Political Economy).

Yeldan, Erinç [2006], "Neoliberal global remedies: From speculative- led growth to IMF-Led crisis in Turkey", *Review of Radical Political Economics*; 38; 193, SAGE.
Yükseler, Zafer, y Ercan Türkan [2008], Türkiye'nin Üretim ve Dış Ticaret Yapısında Dönüşüm, Turkish Industrialist's and Businessmen's Association.
Yükseler, Zafer, y Ercan Türkan [2008], Türkiye'de Hanehalkı: İşgücü, Gelir, Harcama ve Yoksulluk Açısından, Turkish Industrialist's and Businessmen's Association.

Informes

Banking Regulation and Supervision Agency 2007, Financial Market Reports 2007, disponible en: www.bddk.org.tr
Central Bank of the Republic of Turkey 2006, Financial Stability Report, diciembre de 2006.
Central Bank of the Republic of Turkey, "Sector Balance Sheet Analysis [2004-2006]", disponible en: www.tcmb.gov.tr
Central Bank of the Republic of Turkey 2008, Financial Stability Report, mayo de 2008.
Central Bank of Republic of Turkey 2008, "Firmaların Döviz Pozisyonu Göstergeleri", disponible en: www.tcmb.gov.tr
İstanbul Chamber of Industry 2008, The Turkish Economy in 2008.
International Monetary Fund 2008, World Economic Outlook 2008.
State Planning Organization, "Main Economic Indicators", disponible en: www.dpt.gov.tr
Treasury Undersecretariat "Economic Indicators, Financial Markets", disponible en: www.treasury.gov.tr
Turkish Industrialist's and Businessmen's Association 2007, 2008 Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi.

La crisis de la financiarización
se terminó de imprimir el 16 de mayo de 2011.
Se tiraron 300 ejemplares en los talleres de Navegantes
de la comunicación gráfica, S.A. de C.V., Pascual Ortiz
Rubio núm. 40, San Simón Ticumac, Delegación Benito
Juárez, México, D.F., c.p. 03660 y 700 ejemplares
en Argentina por Clacso.
La formación tipográfica estuvo a cargo
de José Enrique Amaya Romero, se utilizaron fuentes
Bodoni MT de 10, 11 y 12 puntos y Universo Condensado
de 11, 10, 9, 8 y 7 puntos sobre papel cultural de 75 gr.,
los forros en cartulina couché de 300 gr.
El cuidado de la edición estuvo a cargo
de Marisol Simón.

LACRISISDELAFINANCIARIZACION.indb 398 17/05/2011 02:56:58 p.m.