

**MÁS ALLÁ DE BRETTON WOODS: LA ECONOMÍA TRASNACIONAL EN
BUSCA DE NUEVAS INSTITUCIONES**

**INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS, MÉXICO
OBSERVATOIRE DE LA FINANCE, GINEBRA
PACIFIC ASIA RESOURCE CENTER, TOKIO**

**UNAM
México, D. F.
15 al 17 de Octubre de 2008**

**Economía política de la crisis y la regulación financieras:
de Bretton Woods a Basilea II y la crisis actual**

(Borrador Para discusión)

Fernando Sánchez Cuadros

Septiembre de 2008

*“Solo tras el colapso especulador, surge la verdad “
Breve historia de la euforia financiera
John Kenneth Galbraith*

*“Esta crisis es el fruto de la falta de honradez de las
instituciones financieras y de la incompetencia de los políticos”
Joseph Stiglitz*

Introducción

La crisis financiera en curso ha puesto de manifiesto las profundas inconsistencias y la inconveniencia de la desregulación financiera que se puso en marcha a principios de los años ochenta en lo que se dio en llamar la “revolución conservadora”. Desde la perspectiva de Estados Unidos la “nueva concepción” tenía una funcionalidad muy precisa que se vinculaba con el debilitamiento de los fundamentos sobre los que se edificó la hegemonía estadounidense¹. Los crecientes desequilibrios en el sector externo y en las finanzas públicas, las presiones inflacionarias, los choques petroleros y sus implicaciones geopolíticas, la pérdida de competitividad de su sector industrial manufacturero, el reto nacionalista planteado por el Tercer Mundo y una Guerra Fría que no terminaba, enmarcaban su incapacidad para seguir ejerciendo como columna vertebral del orden mundial construido al final de la II Guerra Mundial y generaba un costo inaceptable para el ajuste económico que se requería si se pretendía revertir las tendencias al debilitamiento de la tasa de ganancia del capital y el proceso erráticamente llamado *desindustrialización* de la economía capitalista.

La respuesta fue impulsar una reestructuración de la economía mundial, sepultando todo vestigio de un patrón monetario “neutro” para centrar su dinámica en torno al dólar y el sistema financiero. El objetivo de Reagan fue revertir la

¹ Si bien es cierto que la prédica monetarista se venía difundiendo decididamente desde la década de los años sesenta, la transición teórica en Estados Unidos coincide con el estallido de la *estangflación* en la década de los años setenta y con el desgaste de la hegemonía con base en la cual Estados Unidos modeló el orden mundial de posguerra.

declinación de las ganancias de la fracción financiera del capital para ubicarlo como nuevo pivote de la acumulación de capital a escala internacional. Ese simple hecho condicionó por completo la lógica de la relación entre el sistema financiero y el conjunto del sistema económico, provocando una autonomización creciente de la actividad financiera o, puesto en otros términos, *lo financiero* se desvinculó de *lo real* a través de un rápido proceso de internacionalización financiera impulsado en el ámbito del *Euromercado*. Este proceso encuentra un punto de inflexión en la gestión de los petrodólares y en el concomitante proceso de endeudamiento de economías desequilibradas de países en desarrollo, a la par que las economías desarrolladas impulsaban un acelerado cambio tecnológico y buscaban revertir la tendencia adversa de los términos de intercambio observada en la segunda mitad de los años setenta y las presiones salariales sobre la tasa de ganancia del capital. Para Estados Unidos este proceso tenía componentes adicionales vinculados a su vocación hegemónica.

La desregulación del sistema financiero fue el mecanismo que permitió potenciar la dinámica económica necesaria para alcanzar los propósitos mencionados. De allí que Estados Unidos haya sido el gran impulsor de la liberalización y apertura de los mercados, incluidos los financieros.

El problema de la financiarización

Acumulación de capital y hegemonía financiera

El último gran ciclo de expansión del capitalismo ocurrió después de la II Guerra Mundial en los años cincuenta y sesenta, fue resultado de un gran acuerdo entre las potencias de la época, incluidas las que se enfrentaron entre sí durante la guerra. La convicción de que el reparto de los mercados ya no era conveniente a

través de la guerra² se acompañó del diseño de una arquitectura económica que hizo posible recurrir al libre comercio y la cooperación para fomentar la expansión de las inversiones que acarrearían aumentos del empleo y de los ingresos. La utopía liberal de la competencia asociada a la complementariedad parecía que había encontrado finalmente el espacio para realizarse, tras su colapso en la I Guerra Mundial y la crisis de los años treinta. El modelo, sin embargo, se pudo llevar a cabo bajo la premisa de un liderazgo estadounidense que en rigor resguardaba sus aspiraciones hegemónicas.

Este ciclo de expansión llega a su fin hacia la segunda mitad de los años sesenta debido a una disminución sostenida de los beneficios de las empresas en la que incidieron un exceso de capacidad instalada, la presión salarial y la mayor competencia por los mercados que el declive de las ganancias alentaban, competencia que fue encarada recurriendo a la innovación tecnológica. Conflictos entre capitalistas, entre capital y trabajo y entre Estados en representación de los capitales nacionales marcan el periodo de transición que va de 1965 a 1973³. Las conquistas laborales expresadas en el Estado del Bienestar implicaron para las empresas costos más elevados que alentaron la inversión en países donde los salarios más bajos o el acceso a menor costo a las materias primas mejoraban la competitividad, lo que condicionó la dinámica de la competencia intercapitalista. La fortaleza de los movimientos laborales se vio complementada por la llegada al gobierno de partidos políticos de base obrera⁴. En la segunda mitad de la década de

² La presencia de la URSS condicionó la disponibilidad de las potencias capitalistas a ponerse de acuerdo para llevar a cabo la reconstrucción de los mercados y recomponer la capacidad de crecer del capitalismo favoreciendo el aumento de la inversión y la creación de empleo.

³ Robert Bremmer. La expansión económica y la burbuja bursátil. Ed. Akal, España 2003.

⁴ Arrighi, Giovanni. Adam Smith en Pekín. Orígenes y fundamentos del siglo XXI. Ed. Akal, España, 2007. Pág. 133. Tanto en el ámbito institucional como en el político los trabajadores habían alcanzado la cima en su capacidad política: las políticas de pleno empleo, el derecho de huelga, a la sindicalización, al contrato colectivo de trabajo, a las prestaciones, a una pensión, etc. Esta fortaleza fue desarticulada y revertida en la década de los años ochenta al calor del desempleo y las reformas laborales derivadas de una nueva concepción de la gestión

los años setenta el aumento de los precios de las materias primas, especialmente del petróleo, presionó aún más la recuperación de la tasa de ganancia.

En el plano estatal, desde la perspectiva estadounidense, la disputa se resuelve con la devaluación y la inconvertibilidad del dólar en oro que puso fin a los acuerdos de Bretton Woods. Estados Unidos se encontraba agobiado por las presiones sobre sus cuentas externas y el creciente déficit fiscal, “desgarrado internamente por los intensos conflictos sociales surgidos en torno a la guerra de Vietnam y los derechos civiles, el precio político de someter la circulación monetaria a la disciplina del patrón metálico tenía claramente un componente social, que incluía también el riesgo de alejar a los trabajadores de las ideologías y prácticas del bloque dominante”.⁵

La inversión en el exterior fue otra respuesta del capital a la declinante tasa de ganancia. En la búsqueda de salarios más bajos, fueron debilitando la capacidad para sostener los niveles de remuneración de los trabajadores de los países avanzados. Una vez que las políticas impulsadas por los gobiernos de Reagan y Thatcher debilitaron a la fuerza laboral como clase, los capitales tendieron a “reorientarse de los lugares de renta baja y media hacia Estados Unidos”. Sin embargo, la elección de la vía inflacionaria (por oposición a la vía deflacionaria) para encarar la crisis de los años setenta ha sido decisiva y más eficaz que la movilidad internacional del capital en el retroceso del movimiento laboral.⁶ Aquí radica el mayor logro del monetarismo impulsado por Ronald Reagan.

macroeconómica, del papel de la política económica y de la concepción de los derechos sociales, que se confrontaron abiertamente con los derechos de propiedad y la forma misma de pensar la libertad del *homo economicus*.

⁵ Arrighi, Giovanni. Op. Cit., Págs. 135 – 136. Arrighi agrega que después de mayo de 1968 uno de los mayores impulsores del patrón oro, el presidente francés Charles De Gaulle, dejó de insistir en la materia, optó por restaurar la paz social y “dejó de soñar con el oro”.

⁶ Ibid., Pág. 137. Arrighi argumenta que los trabajadores terminarían dependiendo de las acciones para controlar la inflación como vía para defender el poder adquisitivo de sus ingresos, condicionando así su disposición a la confrontación sindical.

La competencia intercapitalista y las relaciones capital-trabajo no podían explicar por sí mismas el curso que tomó la dinámica económica en la década de los años setenta y la financiarización del capitalismo. La guerra de Vietnam fue determinante por su impacto presupuestal y en la balanza de pagos; en rigor expresa un elemento que subyace a la pérdida de potencia industrial de la economía estadounidense: la lucha contra el comunismo implicó que además de oficiar como prestamista de última instancia (PUI), fuente de liquidez, exportador de capitales e importador de excedentes productivos de otros países, Estados Unidos se constituyó en el paraguas militar de Occidente. La guerra de Vietnam se da en ese contexto engrosando los gastos de defensa. Para Estados Unidos contener el comunismo implicaba también enfrentar a los movimientos nacionalistas del Tercer Mundo, por lo que los frentes militares que abrió fueron muy numerosos. Arrighi estima que fueron los gastos de la Guerra Fría los que finalmente condujeron a la devaluación del dólar, el fin de las paridades fijas y, en consecuencia, al colapso de Bretton Woods, y que si bien es indudable que la devaluación del dólar transfirió parte del costo del ajuste a otras economías avanzadas, especialmente a sus más cercanos competidores, el objetivo principal de deshacerse de los acuerdos fue “liberar de restricciones monetarias la lucha del gobierno estadounidense por el dominio del Tercer Mundo [dotándose] de una libertad sin precedentes para succionar los recursos del resto del mundo simplemente emitiendo su propia moneda”⁷. Esta es la esencia de la financiarización. Bretton Woods fue concebido por Estados Unidos como un mecanismo para convertir su supremacía económica, comercial, financiera y tecnológica en una hegemonía con base en su superioridad industrial. El fin de los

⁷ Ibid., Pág. 143.

acuerdos de Bretton Woods fue necesario para reposicionar esa hegemonía en su sistema financiero.

Durante la década de los años setenta a la par que el sistema de paridades fijas y los flujos de capital regulados a través de la política monetaria colapsaba, la banca comercial internacional concentró buena parte de los excedentes generados por los países exportadores de petróleo quedando en una posición privilegiada para llevar a cabo la intermediación de los “petrodólares”. Las presiones inflacionarias derivadas del exceso de liquidez acumulado durante la rápida expansión de las inversiones y del comercio mundial posterior a la II Guerra Mundial y exacerbadas por el choque petrolero confluyeron con la tendencia recesiva derivada de la sobreacumulación de capital generada en el “cuarto siglo de oro del capitalismo”, provocando un marcado descenso de la demanda de créditos por parte de los grandes conglomerados, tradicionalmente provistos por la banca internacional, que debió reorientarse hacia nuevos mercados, lo que permitió a los gobiernos de los países en desarrollo, especialmente aquellos que habían acumulado severos desequilibrios en sus cuentas externas y fiscales, acceder a un financiamiento exento de condicionalidad y otorgado en condiciones de amplia discrecionalidad, en contraste con los recursos provenientes de los organismos financieros multilaterales.

En estas condiciones tuvo lugar el primer cambio estructural en el financiamiento internacional consistente en la **privatización del financiamiento**, cuando la banca privada internacional se convirtió en la principal fuente de intermediación de los excedentes petroleros. Se desestimaron iniciativas que promovían la canalización de al menos parte de los “petrodólares” a través de un fondo administrado por Naciones Unidas para generar financiamiento para el desarrollo, dejando por completo la tarea y las rentas que se pudieran generar con

esa liquidez a la banca internacional. De haberse mantenido vigente los acuerdos de Bretton Woods las posibilidades para que la intermediación financiera no hubiera quedado bajo control de la banca privada y sometida a sus prioridades de rentabilidad, probablemente las iniciativas tendientes a mejorar la generación de fondos para el desarrollo hubieran tenido mayores posibilidades de ponerse en marcha. Sin embargo, al parecer otras urgencias condicionaban el rediseño de la arquitectura financiera en ese momento.

Estados Unidos con el acuerdo de 1944 adquirió el "derecho" a endeudarse en su propia moneda y no realizar los ajustes en su economía a cambio de ofrecer con sus dólares la liquidez que el sistema económico internacional necesitara para que los flujos de comercio y de inversiones no se detuvieran, operar como prestamista de última instancia (PUI) y garantizar la libre convertibilidad del dólar en oro. Desde entonces, EU ha dejado de ser PUI, desconoció la libre convertibilidad y con ello puso fin al sistema de paridades fijas y si bien ofrece liquidez a través de su déficit en cuenta corriente, es también su principal fuente de succión.

La dinámica del capitalismo y la competencia que incentivó entre las mayores potencias, una vez que estas regresaron al escenario económico como competidores y rivales, aunada a la estrategia estadounidense de fincar su poder en la supremacía militar y la preponderancia del dólar fueron socavando las bases de la supremacía industrial y debilitando la hegemonía ganada. Hacia finales de la década de los años setenta diversas crisis internacionales acentuaron los perfiles de su declive, pero no debilitaron su apetito hegemónico. En ese contexto tuvo lugar la revolución conservadora liderada por Ronald Reagan y el viraje monetario que le subyacía. El declive observado en los veinte años posteriores (1973 – 1993) es el marco de referencia del intento por modificar la relación Norte-Sur. El masivo

endeudamiento del Tercer Mundo jugará un papel central en ese proceso al operar como conducto para canalizar una liquidez sobreabundante y, posteriormente, como llave para abrir las compuertas de los mercados a los flujos de bienes, servicios y capitales ampliando el mercado para un potencial de oferta incrementado por la continua innovación tecnológica.

Si bien el recorte del financiamiento a los países en desarrollo a través de créditos soberanos se explica por el creciente riesgo que implicaba la acumulación de deudas con vencimientos en el corto plazo con tasas de interés al alza y un marcado deterioro de los términos de intercambio de los deudores, es preciso observar que este proceso ocurre en simultáneo con el giro hacia una política monetaria restrictiva en Estados Unidos, la necesidad de financiar mayores gastos militares y el efecto combinado de la caída de los precios del petróleo y la rápida acumulación de excedentes en cuenta corriente por Japón, a lo que se sumaron sus marcadas preferencias por los mercados de bonos sobre los depósitos bancarios a plazo, todo lo cual contribuyó a desviar las fuentes de liquidez del Medio Oriente al Asia y transferir el protagonismo de la banca comercial en la intermediación a los mercados de capitales. Estados Unidos no tuvo dificultad para disputar los recursos que se usaban en la administración de una deuda externa crecientemente revolviente en el peor momento para los países deudores. En estas circunstancias se procesa el segundo cambio estructural en el financiamiento internacional consistente en la **titularización del financiamiento**.

En la década de los años ochenta la sequía financiera fue determinante en el curso del ajuste y, posteriormente, en la naturaleza de la reforma que se procesa con firmeza durante la década de los años noventa. Este proceso se ha llevado a cabo en el marco de lo que se dio en llamar *globalización* en referencia a una

acelerada mundialización de la producción, el comercio y las finanzas. Para los países en desarrollo la reforma supuso acrecentar su integración a la economía mundial a través de:

- Una apertura de sus mercados por la vía de una apertura comercial que en la mayoría de los casos no tomó en cuenta la adecuación del aparato productivo a los requerimientos de competitividad y que suponía que la simple exposición a la competencia bastaría para crear competitividad, pero pasó por alto el impacto de los diferenciales de costos, de conocimientos tecnológicos y de acceso a los canales de distribución y abastecimiento, en los que los conglomerados tenían una evidente ventaja competitiva, y obvió la necesidad de una política industrial. Los costos para el aparato productivo han sido elevados y si bien las exportaciones en muchos casos han aumentado no ha habido una adecuada diversificación por tipos de bienes y mercados. Los casos, como Brasil o las economías del sudeste asiático, en los que se aprovechó con mayor eficacia la apertura comercial, solían mostrar un mayor grado de industrialización y complejidad del aparato productivo.
- La segunda vía de inserción, la liberalización y desregulación financiera, resultó a la postre más perjudicial por cuanto condicionó el desarrollo de la intermediación financiera a la urgencia de atraer capitales para complementar un exíguo ahorro interno agravado por la elevada propensión a importar del aparato productivo y la rigidez de su estructura exportadora; la integración financiera en la mayoría de los casos no ha fortalecido la capacidad de retener los excedentes ni generar ahorro interno, por el contrario ha sido factor determinante en la continua dependencia financiera que suele ser la contraparte de una dependencia tecnológica que no logró resolver la apertura

comercial. En los años noventa el “retorno” a los mercados de capitales estuvo fuertemente determinado por las bajas tasas de interés de Estados Unidos y la amplia permisibilidad otorgada al capital financiero con la liberalización, razón por la cual predominaron los capitales de corto plazo.

Crisis Financiera y arquitectura del sistema financiero internacional

La arquitectura del sistema financiero internacional (SFI) está conformada por el conjunto de instituciones que regulan y supervisan la actividad financiera internacional, las normas, regulaciones y acuerdos sobre la base de los cuales se realiza dicha supervisión, así como por los agentes públicos y privados que participan de las transacciones financieras internacionales.

En los años recientes se ha destacado entre las preocupaciones de los reguladores del SFI, la convicción de que para que los sistemas financieros nacionales funcionen adecuadamente deben, además de integrarse al SFI, liberalizando y abriendo sus mercados, dotarse de una adecuada **regulación prudencial**, que permita balancear la natural disposición al riesgo de la actividad financiera, con un desempeño cauteloso y responsable de los intermediarios financieros.

Esta convicción se ha fortalecido y ha cambiado el énfasis en la apertura y liberalización por otro que destaca la **liberalización ordenada** de los movimientos de capital. Este giro reconoce en el fondo, que la rápida apertura de los mercados de capitales ha debilitado, no fortalecido, la dinámica de los mercados de capital nacionales, incrementando el contagio y la vulnerabilidad de los sistemas financieros. Esta mayor fragilidad financiera tiene lugar en un entorno donde la agilidad de los flujos de capital se ha incrementado sensiblemente, debido a la

disponibilidad de tecnologías en las comunicaciones y los medios informáticos, que reduce el tiempo y el costo de los movimientos de capital y les permite aprovechar ventajas de corto plazo que se presentan en los mercados como consecuencia de los diferenciales de precios en los activos financieros, en las tasas de interés y en los tipos de cambio.

A escala internacional con mayor énfasis desde finales de los años noventa se vienen implementando diversas acciones encaminadas a fortalecer al SFI. El Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial (BM), El Banco de Pagos Internacionales (BIS), los organismos de supervisión financiera coordinados por el Comité de Basilea, así como el Grupo de los Treinta -un comité internacional de personalidades notables de las finanzas, la academia y la burocracia internacional, que funge como consultor o consejero de los organismos multilaterales y el Grupo de los Siete (G7), para las decisiones multilaterales en torno al sistema económico internacional-, se han dado a la tarea de estudiar, diseñar y promover medidas encaminadas a fortalecer la arquitectura del SFI.

Buena parte de estos esfuerzos se han centrado en mejorar la regulación y supervisión del sistema financiero. El enfoque privilegia la generación de disposiciones orientadas a: la liberalización ordenada de los flujos de capital, reforzar la supervisión del funcionamiento de los mercados, mejorar la vigilancia internacional de las políticas económicas nacionales a través de la promoción de buenas prácticas y la transparencia en la política monetaria, introducir mejoras en la oportunidad y calidad de la información, ampliar la colaboración y consulta en el ámbito regional e incorporar al sector privado en los esfuerzos de prevención y solución de las crisis financieras.

La secuencia, profundidad y alcance de las crisis que se inician en 1994 han puesto en evidencia el vínculo existente entre la fragilidad financiera y la acelerada y profunda liberalización de los mercados de capitales, que ha otorgado amplia permisibilidad a los capitales para desplazarse de un mercado a otro sin considerar el impacto que sus entradas y salidas repentinas y masivas sobre los mercados domésticos. Por esta razón en el debate sobre la nueva arquitectura financiera internacional se ha enfatizado la necesidad de mejorar las capacidades para preveer las crisis y mitigar sus impactos, es decir generar un entorno propicio para que los flujos de capital potencien sus efectos positivos y se controlen los impactos negativos.

Los capitales privados gozan de amplia movilidad debido, como hemos mencionado, a las facilidades tecnológicas de las que disponen, pero también debido a la acelerada desregulación y apertura financieras que han tenido lugar tanto en los países industrializados durante la década de los años setenta y ochenta, como en los países en desarrollo desde fines de la década de los años ochenta. Estos cambios están fuertemente vinculados con la evolución del SFI a partir de la década de los años setenta. A la vista de la actual crisis financiera se puede constatar que las regulaciones se han mostrado menos eficaces con relación a la contabilidad de las entidades financieras (proliferación de operaciones fuera de la hoja de balance), al auge del apalancamiento con escasa capitalización, a la profusión desordenada de *hedge funds* y productos estructurados y la conformación de un sistema financiero *opaco* en el que muchas instituciones financieras pudieron asumir funciones bancarias y en el que se relajaron las condiciones para la solicitud y concesión de créditos⁸. Esta dinámica y la

⁸ “Liberados por la desregulación, los bancos encontraron nuevos negocios en la conversión de la deuda de los consumidores en títulos comercializables y su posterior venta a los fondos (o a otros bancos). Para financiar esta

correspondiente debilidad regulatoria es resultado de un predominio financiero que estaba muy lejos de ser cuestionado y que, por el contrario fue alentado desde los ámbitos regulatorio como de las políticas monetarias.

El problema de la desregulación

En la esfera específicamente financiera de las reformas, la desregulación es probablemente el elemento de mayor impacto. El colapso de Bretton Woods dejó un enorme espacio abierto que no se llenó con nuevas regulaciones, sino que dio paso a un proceso de profunda desregulación como respuesta a las distorsiones que generaba la “represión financiera”, pero que a la luz de la crisis en serie ocurridas desde mediados de los años noventa a la fecha, parecería evidente que no ha contribuido a fortalecer el sistema financiero y sí el predominio de *lo* financiero sobre *lo* productivo. La amplia permisividad hacia la innovación ha contribuido a la aparición de agentes, productos y mercados que no estaban previstos en las normas diseñadas para preservar la estabilidad.

La desregulación se centró en la liberalización de las tasas de interés concediendo una amplia discrecionalidad a los intermediarios para fijar los costos del financiamiento y el precio de sus productos y servicios. Este enfoque es contraproducente si lo que se pretende alcanzar es un sistema financiero más profundo y estable. La actividad financiera es una actividad complementaria de la actividad productiva, consiste en la intermediación entre los ahorros y las necesidades de financiamiento de las actividades productivas. La desregulación aceleró la desintermediación y permitió la canalización de ahorros y excedentes

operación la misma banca asumió más deuda, suponiendo alegremente que el rendimiento de tales títulos iba a estar desahogadamente por encima del correspondiente coste de endeudamiento y que, en cualquier caso, los venderían pronto a algún otro, en un modelo que se denominó *de crear y distribuir*. Robin Blackburn, “La crisis de las hipotecas *subprime*”. *New Left Review*, N° 50, mayo-junio de 2008, pág. 57.

hacia los mercados de capitales, donde las reglas tácitas de acceso al financiamiento generan sesgos a favor de las unidades productivas e individuos con mayor capacidad financiera contribuyendo a una mayor concentración del ingreso; en estas condiciones a los proyectos de inversión que no tuvieran acceso al mercado de capitales no les quedó más opción que acceder a mercados informales con costos más elevados. En un contexto de apertura comercial esto agravaba las desventajas competitivas en particular de las medianas y pequeñas empresas, que suelen ser las que más contribuyen a la creación de empleos.

Sin embargo, la liberalización financiera se guió preferentemente por las necesidades de un capital financiero que buscaba diversificar sus oportunidades y riesgos. No es casual, en consecuencia, que las crisis que enfrentaron los países en desarrollo estuvieran vinculadas a salidas masivas de capital que siguieron a periodos de variada duración de entradas de capitales que tendían a generar presiones inflacionarias y enfermedad holandesa pronunciando los desequilibrios de la cuenta corriente, ahondando así la dependencia del ahorro externo.

El más decidido impulsor de la liberalización financiera fue el gobierno de Estados Unidos, especialmente en los dos periodos de los ex presidentes Ronald Reagan y Bill Clinton, en un periodo en el que buena parte de la rentabilidad de las empresas se generaba por su participación en los mercados de capitales a través de operaciones de sus tesorerías⁹. Muchas de las inversiones tenían lugar por la compra de acciones de la propia empresa para elevar su cotización en los

⁹ Robert Pollin. Los contornos del declive. Ed. Akal, España, 2005. Págs 64 – 72. Analizando el origen de la burbuja financiera de los años noventa, Pollin se refiere al fraude contable de las empresas que infló artificialmente los beneficios para impresionar a Wall Street, el boom de las *puntocom* que contribuyó a un incremento de las inversiones en nuevas tecnologías “impulsadas por la promesa de mercados enormemente expandidos gracias a la capacidad de transmisión de Internet”, la desregulación financiera y las iniciativas de la Reserva Federal, el aumento de la desigualdad y de la rentabilidad empresarial, los cambios en la demanda y oferta registrados en los mercados de valores, entre otros.

mercados; estas rentas permitían mantener estructuras productivas de elevado costo y baja rentabilidad, así como acceder al apalancamiento.

Autorregulación prudencial y transparencia

Los sistemas financieros se transformaron profundamente en las décadas de los años setenta y ochenta y en la década de los noventa adquirieron un perfil que parecería haber hecho crisis en los recientes episodios de inestabilidad, volatilidad y elevada especulación. La flotación a partir de 1973 “supuso una verdadera ‘privatización del riesgo cambiario’, que impuso la necesidad de crear instrumentos financieros para cubrirlo y multiplicó las transacciones en divisas”, los organismos financieros internacionales adquirieron la función de promover la liberalización económica entre los países en desarrollo haciéndose eco de las nuevas relaciones de poder y de su manifestación ideológica. “La mayor internacionalización de las finanzas hizo necesarios nuevos estándares regulatorios”, especialmente relacionados con el debate en torno a la función de PUI a escala internacional tras las crisis de bancos que se habían internacionalizado, surge así el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria del Banco de Pagos Internacionales (BIS) en 1975 y en 1988 se adoptan los *principios de regulación y supervisión bancaria* (Basilea I). Las continuas modificaciones en el sistema financiero, impulsadas por la integración de los mercados, las innovaciones y la mayor complejidad de las transacciones financieras planteó la necesidad de adecuar los estándares, el resultado ha sido unas normas que abarcan un conjunto más amplio de temas, que se expresan en el *marco para la convergencia internacional de medidas y normas de capital* (Basilea II)¹⁰, que se propone “garantizar la convergencia internacional en el

¹⁰ CEPAL. Globalización y desarrollo. Santiago, Pág. 56

proceso de revisión de las normas de supervisión para la suficiencia de capital de los bancos con actividad internacional”. Se propone, asimismo, fomentar “la adopción de prácticas de gestión de riesgo más rigurosas por parte del sector bancario” a través de “la adopción de los tres pilares en los que se basa el Marco: capital mínimo exigible, examen por parte del supervisor y disciplina del mercado”¹¹.

En lo concerniente al Pilar I sobre requerimientos mínimos de capital, el enfoque supone que “debería ayudar a crear una cultura de gestión del riesgo, mejorando el proceso de toma de decisiones de los bancos” por la vía del incentivo que consistiría en unos requerimientos inferiores de capital por riesgo de crédito asociados al desarrollo de modelos internos de medición y gestión de riesgos (*Enfoque IRB*), de manera que “conceptos como el de capital económico y el de las medidas de rentabilidad del capital ajustadas al riesgo, supondrán un menor grado de subjetividad en la concesión de un crédito y una comparación más objetiva de los resultados de cada operación.”¹² El marco ofrece una suerte de menú de opciones para determinar los requerimientos mínimos de capital para los riesgos de crédito y operacional que se pueden adecuar a características específicas de los mercados financieros nacionales con un cierto margen de discrecionalidad, aunque el Comité de Basilea vigila y examina la aplicación del Marco.

El Pilar II referido a la supervisión, establece cuatro principios: evaluación de la suficiencia de capital en función del perfil de riesgo y de contar con una estrategia de preservación de los niveles de capitalización; estas estrategias y la suficiencia de capital deberán ser evaluadas por los supervisores; los supervisores deberán esperar que los bancos operen suficientemente por encima del capital regulador; los

¹¹ BIS Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, Convergencia internacional de medidas y normas de capital. Marco revisado. Junio de 2006. Págs. 1 y 2

¹² Alicia García-Herrero, “Posible impacto de Basilea II en los países emergentes”. CEMLA, *Boletín*, Volumen LII, N° 3, julio-septiembre 2006. Págs. 105 – 107.

supervisores deberán intervenir oportunamente para evitar que el capital descienda por debajo del mínimo regulatorio.

El Pilar III referido a la disciplina de mercado se relaciona con la transparencia, es decir a la información financiera veraz y completa.

La lógica subyacente a Basilea II como marco regulatorio consiste en establecer un conjunto de buenas prácticas bancarias que deberían ser observadas por las instituciones de crédito. Si cada institución observa adecuadamente estas reglas de capitalización y adopta una cultura de medición y gestión de riesgos y los supervisores actúan para verificar que estas normas se apliquen se podría garantizar la estabilidad del sistema financiero y se podría disponer de un conjunto de informaciones y datos para verificar la salud del sistema financiero y actuar a tiempo.

La reciente crisis ha mostrado, sin embargo, que los grandes bancos comerciales y de inversión que se involucraron en operaciones de apalancamiento y estructuración de productos financieros a partir de sus carteras, a todas luces no observaban las normas recomendadas y las evadían recurriendo a una ingeniería financiera cada vez más sofisticada que desnaturalizó el proceso de gestión de riesgos, dando pie en muchos casos a operaciones abiertamente especulativas.

Cabría agregar que uno de los factores de inestabilidad en el sistema financiero consiste en la amplia facilidad con que los capitales pueden moverse entre diferentes mercados a escala mundial en un sistema financiero altamente integrado. Sin embargo en el marco regulatorio vigente se ha tendido a evitar los controles sobre la entrada de capitales (liberalización de la cuenta de capital) sin considerar la posibilidad para el receptor de discriminar entre capitales de corto y largo plazo, de inversión y especulativos. Recientemente, sin embargo, tras las

experiencias reiteradas de crisis financieras en la década de los años noventa, se comienza a considerar la posibilidad de regular las entradas de capitales o al menos desincentivar el ingreso de capitales de corto plazo volátiles y especulativos. Estas medidas se abren paso con extrema lentitud y dificultad a pesar de que los capitales de corto plazo tienden a generar presiones macroeconómicas y distorsiones en el comportamiento de los agentes económicos.

Liberalización, innovación, desregulación, y globalización

Dos de los factores que explican como la liberalización y desregulación de los mercados financieros han contribuido a incrementar ostensiblemente la fragilidad financiera, son el efecto contagio así como la rapidez con la que suele ocurrir y la volatilidad de los capitales.

La volatilidad resalta la tendencia del mercado a mostrar ciclos agudos de auge y pánico financiero, en el que los flujos de capital tienden primero a crecer y luego a contraerse, más allá de lo que sería recomendable, en uno u otro caso, de acuerdo con buenos *fundamentals* de la economía. La volatilidad se refiere a cambios de tendencia que pueden llegar a sorprender a los propios inversionistas antes que a fluctuaciones dentro de una misma tendencia.

El contagio se refiere a la incapacidad del mercado de distinguir entre distintos prestatarios. Suele ocurrir cuando los agentes económicos ganados por la euforia por invertir en los mercados de capitales contraen deuda subestimando los riesgos, seguros de que la liquidez disponible característica de una época de bonanza. Se combinan así perversamente la euforia con la liquidez disponible para configurar un proceso de manías especulativas y sobreendeudamiento. Cuando se revierte la situación financiera, por el contrario se sobredimensiona el pesimismo,

perdiéndose confianza en la información, en tanto que se desorganizan los mercados secundarios, lo que conduce a una pérdida generalizada de liquidez.¹³

Capitales de diversa procedencia suelen aplicar criterios homogéneos de decisiones de inversión para economías disímiles, especialmente en situaciones de pánico cuando, tras haber experimentados pérdidas en un mercado, venden activos rentables en otro país para cubrir sus posiciones; lo mismo suelen hacer los bancos de inversión y los fondos mutuos, a fin de disponer de mayor liquidez para responder a posibles retiros de depósitos por parte de sus cliente. Tales ventas pueden afectar el nivel de la tasa de interés, del precio de los activos financieros y el tipo de cambio, comprometiendo los fundamentos macroeconómicos, aún en economías sanas.

El problema se agudiza cuando las economías que realizaron procesos de liberalización financieras reciben repentinamente flujos masivos de capital que buscan un alto rendimiento. Tales entradas en general han sido seguidas por episodios de marcada expansión del crédito bancario, que conduce a una caída en la calidad de los activos y un excesivo relajamiento del análisis de riesgo. Es decir, ante la disponibilidad de liquidez, los intermediarios financieros pierden la disciplina y la cautela en el otorgamiento de créditos, que el mercado absorbe ávidamente, especialmente cuando los agentes económicos que operan en el sector productivo enfrentan simultáneamente los estragos de una rápida apertura comercial y del incremento de los costos del financiamiento. El cuadro se agrava por el impacto sobre el tipo de cambio, que tiende a sobrevaluarse, contribuyendo a una pérdida de competitividad externa del aparato productivo y a un deterioro de la balanza de pagos.

¹³ Ver José A. Ocampo, La reforma del sistema financiero internacional: un debate en marcha, Santiago de Chile, Fondo de Cultura Económica/Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 1999. Ver Charles Kindleberger, Manías, pánicos y cracs, Ed. Ariel, Barcelona, 1991

En las actividades financieras por lo general el exceso de préstamos sirve para financiar un repentino incremento de los precios de los activos (burbuja financiera). De manera que las manías especulativas, que siguen a la fiebre de deuda bancaria, son resultado del arbitraje de diferenciales de precios por los inversionistas.

Cuando los capitales que sustenta el proceso de expansión de liquidez y sobreendeudamiento se revierten la crisis de liquidez suele expresarse inmediatamente como una crisis bancaria. De manera, que la fragilidad del sistema financiero es más una consecuencia de la reversión de los flujos, que una causa, como supone el pensamiento convencional. La consecuencia será que los bancos tratan de salvaguardar sus activos acelerando la recuperación de los préstamos, con lo que se transmite la crisis crediticia al sector real de la economía. Los deudores dejan de pagar sus deudas y las carteras bancarias se deterioran a la par que la calificación de riesgo país desalienta nuevas inversiones en la economía afectada. Así un problema de liquidez tiende a convertirse en un problema de solvencia y se acrecientan las presiones sobre el dinamismo de la económica debilitando aún más la posibilidad de revertir la crisis en el corto plazo.

La aplicación de políticas monetarias restrictivas para bajar la inflación acompañadas de un tipo de cambio fijo genera incentivos para la entrada de capitales que, al sobrevaluar la moneda local, contribuye al deterioro de la cuenta corriente haciendo necesario recurrir a nuevas entradas de capital elevando la tasa de interés real. De esta forma se transfiere el costo de financiar las entradas de capitales -que se registraban en las reservas internacionales como mecanismo de cobertura para una eventual salida repentina de capitales- al sector real de la economía. Adicionalmente, al incrementarse las reservas internacionales se crea la

ficción de solvencia financiera y fortaleza cambiaria, pero se pierde de vista el costo implícito de mantener unas reservas internacionales que se invierten a tasas menores que las que se pagan por evitar la monetización de los flujos de capital.

Otra distorsión inducida por las entradas de capitales es la tendencia a endeudarse en dólares, tanto por parte de los intermediarios financieros, como del resto de los agentes económicos. Alentados por la fortaleza aparente de la moneda doméstica y las elevadas tasas de interés internas, el apalancamiento de las empresas, el fondeo de los bancos, que no captan por el bajo nivel de ahorro interno, la demanda de crédito para especular, tiende a realizarse en divisas. La reversión de los capitales, en estas condiciones, suele provocar una devaluación y por ende una crisis en los bancos y las empresas. Lo cual acarrea una presión adicional sobre la paridad. Así, la devaluación, no obedece al exceso de gasto, como supone el EMBP, sino al efecto sobre los resultados financieros de los agentes económicos.

En estas condiciones el retiro de los capitales desencadena una crisis. Tal retiro puede ser resultado de decisiones externas que provocan el flujo de capitales. En general las políticas monetarias de los Estados Unidos y de algunos otros países de la OCDE, han sido un factor detonante. En general ante la sospecha de que la política económica no será capaz de contener los desequilibrios producidos por la misma entrada de capitales (sobreevaluación, elevadas tasas de interés, creciente desequilibrio externo y endeudamiento), los capitales siempre encontrarán un refugio seguro -aunque menos rentable- en los mercados de los países industrializados. No está aún claro en que medida la crisis actual originada en el centro mismo del sistema financiero afectará la dinámica de los flujos de capital.

El papel de la política monetaria en el estallido y expansión de la crisis

Una pregunta que muchos analista se hacen es ¿por qué mantuvo la Reserva Federal (Fed) las tasas de interés tan bajas desde la década de los años noventa? Una adecuada respuesta ayuda a comprender la contribución de la política monetaria de Estados Unidos a la inestabilidad financiera y el posible estallido de una crisis de grandes proporciones.

Terminada la Guerra Fría la política monetaria de la Fed se orientó hacia la reducción de las tasas de interés supuestamente para alentar la inversión en tecnologías y favorecer la reestructuración de los sectores industriales que se rezagaron significativamente durante la “crisis de la deuda externa”, sin embargo, la reducción de tasas de interés provocó un auge del crédito:

- Una parte ha servido para financiar un creciente consumo cuyo dinamismo ha contribuido a acelerar el crecimiento; como buena parte de la demanda fue satisfecha con bienes importados, el costo ha sido la acumulación de desequilibrios externos que se financiaron con entradas de capitales.
- Otra parte importante de la deuda fue contratada por las corporaciones y los inversionistas institucionales para obtener ganancias elevadas y rápidas en los mercados financieros (apalancamiento).
- También se invirtió en la compra de deuda hipotecaria garantizada con el incremento esperado del valor del inmueble sujeto de la hipoteca (las llamadas hipotecas *subprime*), llevada al mercado originalmente por el banco que otorgó la hipoteca; por esa vía esos pasivos se transformaron en activos en una operación de alquimia financiera y permitieron inflar el valor en libros de los activos y obtener ganancias bursátiles.¹⁴

¹⁴ Robin Blackburn, Op. Cit. En el marco de esta vorágine especulativa, el endeudamiento de los hogares estadounidenses alcanzó el 120% del ingreso anual, constituido en sus tres cuartas partes

La mayor volatilidad de los mercados financieros acarrea movimientos de capital que impactan en las tasa de interés y en los tipos de cambio. Las autoridades monetarias tratarían de moderar el impacto de estas variaciones en la tasa de inflación elevando las tasas de interés, pero ello haría más difícil que los acreedores puedan cobrar sus deudas provocando una reducción simultánea del consumo y de la inversión que se tiende a retroalimentar. En ese momento estarán dadas las condiciones para el estallido de una recesión y se habrá decidido abandonar a su suerte a los deudores.

La confluencia de la inestabilidad financiera con la crisis petrolera

La situación de la economía estadounidense no ofrece muchos argumentos para el optimismo. El margen para apostar por una “corrección” aumentando la tasa de interés se ve acotado por el volumen de deuda acumulado y el consecuente riesgo de deterioro de las carteras bancarias. Por otra parte, la dinámica de los precios del petróleo con toda seguridad exacerbará la pretensión de los neoconservadores estadounidenses¹⁵ de tomar el control de las reservas internacionales de petróleo y el gas agravando no sólo su déficit fiscal y haciendo aún más perentoria su necesidad de financiamiento, sino comprometiendo la

por deudas hipotecarias. El aumento de la morosidad y las ventas forzadas comprometen a más de 5 millones de viviendas. “Por vez primera en diez años comienzan a bajar los precios, y se disparan los intereses. La crisis ha estallado —como no podía ser de otro modo— en el segmento *subprime* del mercado, entre las familias más pobres con pocos (y en términos reales, descendentes) ingresos. Más de dos millones de norteamericanos han perdido sus casas, hay más de 500 mil millones de dólares acumulados en morosidad: un tsunami de hipotecas fallidas arrasa el país. Cuando se hizo evidente que los fondos creados con base en títulos de deuda *subprime* estaban quebrados a consecuencia de la incapacidad de los bancos de recuperar los préstamos hipotecarios las grandes firmas realizaron compras masivas de acciones con compromiso de recompra para evadir o posponer el colapso y las que no pudieron llevar a cabo estas operaciones sencillamente quebraban alimentando un pesimismo transmutado en pánico que se apoderaba de los mercados. Así, en Inglaterra, cuatro gigantes de las finanzas: Bear Stern, Goldman Sachs, Morgan Stanley y Merrill Lynch se han quedado con 75 mil millones de dólares en acciones que no logran revender. En este contexto en Banco de Inglaterra comienza a inyectar recursos tratando de evitar que se detenga la ruleta.

¹⁵ Ver Klare, Michael T., “Sangre por petróleo: la estrategia energética de Bush y Cheney”, en Leo Panitch y Colin Leys, En nuevo desafío imperial. Socialist Register 2004. Clacso, Buenos Aires, 2004.

confianza de los inversionistas, de los empresarios y de los consumidores a escala mundial configurando un escenario de huída masiva del dólar que finalmente provocaría el colapso.

Considerando que el estallido financiero proviene del sector hipotecario la crisis ha impactado de lleno en la industria de la construcción que por sus fuertes vínculos con otros sectores manufactureros e industriales –al igual que los hidrocarburos como energético y como fuente de insumos diversos– agravará las presiones recesivas e impactará en las expectativas.

Entre tanto las autoridades monetarias de Estados Unidos, Reino Unido y la Unión Europea han inyectado liquidez a los mercados y bajado la tasa de interés en proporciones poco usuales tratando de circunscribir la crisis al sector inmobiliario y evitar un contagio sistémico. Sin embargo, para que esta medida tuviera eficacia sería necesario mantener el ritmo de crecimiento de la economía mundial. En ese sentido, algunas preguntas que parecerían relevantes, son:

- ¿Hay condiciones para tomar los riesgos de incrementar la inversión?
- ¿Qué harán China y los otros acreedores asiáticos (entre los que se encuentran Corea del Sur y Rusia) con sus reservas internacionales en dólares?
- ¿Cómo cotizarán sus exportaciones de petróleo Irán y otros productores relevantes?

Terminada la Guerra Fría el grupo en el poder en Estados Unidos habría apostado por una estrategia que combina una rápida expansión del crecimiento impulsado por una burbuja consumista-financiera y una ofensiva militar sobre Eurasia que dejara sin capacidad de respuesta a sus rivales reales y potenciales y le permitiera controlar los recursos estratégicas como parte del control del ciclo

económico internacional. Por esa razón George Bush, a la par que impulsaba el ALCA desató la guerra contra Irak y Bill Clinton se dio a la tarea de impulsar la liberalización financiera, en tanto mantenía los bombardeos sobre Irak y los extendió sobre la ex Yugoslavia y Timor Oriental. Sin embargo, hacia inicios de 2006 ya era evidente que la estrategia no estaba logrando sus objetivos, tanto porque la economía no pudo sostener la recuperación impulsada por Clinton¹⁶ -la burbuja no había dado paso a una expansión lo suficientemente sólida sobre la base de la cual las inversiones en tecnología provocarían un aumento de la productividad que posteriormente sustentaría el crecimiento- como porque la campaña en Eurasia zozobró en su primera escala, Afganistán. La victoria militar era clave porque “permitiría redefinir las reglas económicas en el planeta” para llevar a cabo una recomposición ordenada de la financiarización.

Los estrategas económicos de Estados Unidos están en una encrucijada: necesitan aliviar la carga de la deuda en su economía para evitar una cesación generalizada de pagos que conduciría a una recesión, para lo cual es preciso bajar las tasas de interés; sin embargo, esta medida podría debilitar aún más la preferencia por el dólar provocando una reversión de flujos de capital y una profunda restricción crediticia, en el marco de la cual sería inviable la reestructuración de las deudas necesaria para mitigar la velocidad de la caída. Adicionalmente, la reducción de tasas de interés podría verse contrarrestada por decisiones de los especuladores que utilizarían la liquidez inyectada para realizar nuevas operaciones si en paralelo no se toman medidas drásticas para transformar una base institucional permisiva con la especulación. Desatada la depresión, tal como ocurrió en 1929, le seguiría la exacerbación del proteccionismo y la guerra comercial.

¹⁶ Ver Robert Pollin, Op. Cit; Robert Bremmer, Op. Cit; G. Arrighi, Op. Cit; Joseph Stiglitz, Los felices años 90. Ed. Taurus, España, 2006.

Los crecientes desequilibrios de la economía de Estados Unidos no habían entrado hasta ahora en conflicto con sus posibilidades de mantener una política de pleno empleo y baja inflación, lo que parece estar cambiando. En consecuencia el resto del mundo comienza a dudar que Estados Unidos pueda mantener sus desequilibrios, pagar sus deudas y alentar el crecimiento económico mundial, lo que podría provocar soluciones unilaterales, especialmente si no hay una modificación sensible en la orientación de la política exterior de Estados Unidos y en sus pretensiones hegemónicas.

La proyección sistémica de la crisis: los riesgos de una geopolítica agresiva

La crisis de las *subprimes*, como se ha dado en llamar a la crisis financiera en curso no es una crisis aislada que se genera en un mercado determinado y cuyas posibles efectos sobre otros sectores de la economía se trataría de acotar con “buenas decisiones” de política monetaria. Esta crisis a diferencia de las anteriores ocurre en Estados Unidos, el corazón del sistema capitalista y ha empezado a difundirse primero por otras economías desarrolladas. En esta ocasión los prestamistas están siendo economías llamadas emergentes. Algunas de las características más relevantes de la situación de la economía estadounidense ayudan a entender la profundidad de esta crisis:

1. Déficits insostenibles:

- a. Cuenta Corriente: 850 mil millones de dólares en 2007
- b. Presupuestal: 162 mil millones de dólares en 2007 y se proyecta oficialmente para 2008 un déficit público superior a los 445 mil millones de dólares. Lo que no es difícil que ocurra considerando que el gasto militar este año superará por primera

vez en su historia el billón de dólares, en tanto se planean nuevos recortes en los impuestos que favorecen a los ricos.

2. Nivel de endeudamiento exacerbado: La deuda pública de Estados Unidos, alcanza los 10 billones de dólares, equivalentes al 40% del PIB. Las estimaciones indican que en 2008 podría cerrar en 10 billones y para 2010 podría superar los 11 billones, los déficit externo y fiscal, la deuda privada y los agujeros que han dejado las burbujas que ya estallaron (especialmente la de los “punto.com” en 2000), la que está estallando en los mercados hipotecarios y las que están por venir en los Fondos de Pensiones. Se estima que el nivel de deuda acumulada en Estados Unidos supera los 37 billones de dólares.¹⁷

3. Debilidad del dólar: A consecuencia de lo anterior el dólar se ha depreciado de una paridad superior al Euro a principios de la década alcanzando niveles superiores a 1.5 dólares por Euro.

4. Debilitamiento de los indicadores macroeconómicos: Las estimaciones más optimistas refieren una tasa de crecimiento del PIB de 1.5% para 2008, según The Economist Intelligent Unit éste sería de 0.8% y de 1.4% para 2009, en tanto la presiones inflacionarias se afianzan (4.5% en 2007 y se estima que sería superior al 5.5% en 2008) y vuelve a aumentar el desempleo (5.5% en 2007, actualmente se ubica alrededor del 6.5%).

5. Aguda inestabilidad y desgobierno de las finanzas que tiene a su base una extendida práctica financiera fuera del alcance de la regulación (*hedge funds* y variadas formas de titularización de transacciones financieras, como las que realiza la banca con sus operaciones tradicionales de crédito), cuya real dimensión difícilmente puede ser mensurada con precisión. Las instituciones financieras llevan

¹⁷ Ver <http://www.indebtwetrust.org/docs/IDWT%2...0sheet.pdf>

a cabo, además, prácticas contables poco transparentes conocidas como “contabilidad creativa”, operaciones “fuera de la hoja de balance” (*off balance sheet*) y en su *corporate governance* abunda la colusión de intereses que ha establecido que un mismo agente pueda ser el contador, el auditor, el calificador de riesgos, el agente financiero e inversionista al mismo tiempo de sus clientes (casos paradigmáticos han sido los escándalos corporativos de inicios de la década: ENRON, Worldcom, Parmalat, entre otros), situación que se agrava por la extrema concentración de estas funciones clave en unas cuantas instituciones, de hecho hay un puñado de calificadoras de riesgo en el mundo: Moody’s Investor Services, Standards & Poors, Duff & Phelps, Fitch Ratings LTD. Por su parte la fenecida -en el escándalo de Enron- Arthur Andersen fue el paradigma de la mezcla de auditoría, consultoría y gestión de negocios.

Estos datos en sí mismos podrían considerarse irrelevantes en la medida que no es ninguna novedad que la economía de Estados Unidos se ha sostenido desde la década de los años setenta del siglo pasado con desequilibrios crecientes. Estados Unidos absorbe grandes cantidades de bienes y servicios producidos en otras partes del mundo incurriendo en déficit comercial; este déficit se financia con la parte del superávit generado por sus socios comerciales que se invierte en títulos financieros negociados en Wall Street, especialmente en Bonos del Tesoro. China, Japón, India, Rusia y unos pocos tigres asiáticos tienen más de 3 billones de dólares de reservas internacionales acumuladas, de las cuales una parte muy significativa se encuentra invertida en instrumentos en dólares, es decir, financian los déficits de Estados Unidos o, más precisamente, subsidian su “poder de compra”; lo que es fundamental para que Estados Unidos mantenga sin ajustes una economía que depende del consumo y, en última instancia, de la deuda.

Pero hay otra condición para que el dólar pueda sostenerse: que los exportadores de materias primas con precios al alza, especialmente energéticos, mantengan la cotización de sus ventas en dólares, a pesar de que no resultaría en absoluto absurdo modificar la cotización del precio de las materias primas considerando el debilitamiento sostenido del dólar. De hecho, sería lo lógico. Y esta constatación en sí misma agrega presiones sobre la cotización del dólar, frente a las cuales los argumentos económicos son insuficientes.

De manera que, además de mantener las reservas internacionales invertidas en dólares y la cotización de las materias primas en dólares, Estados Unidos requiere de argumentos *disuasivos*, que descansan en la diplomacia, la capacidad de negociación y, en última instancia, en el poderío militar. De allí que Estados Unidos realice esfuerzos por preservar su ventaja militar sobre el resto del mundo, agregando presiones a la brecha presupuestal. Por lo pronto su presupuesto militar equivale a la mitad del gasto militar mundial.

Sin embargo, el inmenso poder militar estadounidense está fracasando en Irak y Afganistán, a pesar de lo cual la geopolítica diseñada por los estrategas vinculados al gobierno del presidente Bush hace provisiones de un posible ataque a Irán, no renuncia a una ejercer influencia decisiva en el Mar Caspio y pone en movimiento a la IV flota en las costas de América Latina. Al parecer la estrategia apunta al control de las reservas de petróleo y gas del planeta para gestionar el ciclo económico internacional así como la transición al nuevo paradigma energético que habría quedado abierto con el fin de la era del petróleo barato. El problema es que la ecuación desequilibrio externo + déficit fiscal + deuda gigantesca + dólar débil no parecería ser el mejor entorno para preservar una hegemonía cuyas bases materiales están severamente debilitadas.

Hoy en día las corporaciones compiten también en los mercados financieros, donde realizan inversiones que complementan sus ganancias. La concentración del ingreso les permite disponer del volumen de recursos que posibilita obtener las elevadas utilidades que reporta la actividad bursátil. Para asegurar su sobrevivencia las empresas deben fusionarse y lo hacen a través de la compra de acciones en bolsa. Por lo tanto, la necesaria liquidación de activos que suponen esas fusiones va debilitando la capacidad futura del capital para reproducirse: la concentración extrema llevaría al punto en el que inevitablemente ya no habrá más activos que liquidar/fusionar.¹⁸

Un factor adicional que incide en este proceso es el agotamiento de los recursos que resulta de la propia lógica de la acumulación (deforestación, agotamiento de las reservas de agua dulce, agotamiento del petróleo barato, expansión de la producción de transgénicos que compromete la disponibilidad futura de tierra fértil, etc.).

Por lo tanto, no debería descartarse que la geopolítica estadounidense pudiera complicar el “ánimo colaborador” de los chinos y los indios y poner alerta a otras potencias como Rusia que por su parte harán lo que consideren necesario en defensa de sus propios intereses. La estrategia belicista emprendida por los neoconservadores estadounidenses, resulta así contraproducente para encarar la crisis, pero ellos están convencidos de que, por el contrario, si la crisis los sorprende mal parados económicamente, será la fuerza la que les preserve el poder.

A manera de conclusión: ¿Qué hacer?

¹⁸ Ver Zygmunt Bauman, *Tiempos Líquidos*, Ed. Tusquets. México, 2008.

Considerando que uno de los factores determinante de la inestabilidad de la economía mundial es la acumulación de desequilibrios que se exacerbaron en el marco de la financiarización, la economía Estados Unidos debería mejorar sus niveles de ahorro interno. Mantener la dinámica de consumo que ha llevado la tasa de ahorro en Estados Unidos a los niveles de la gran Depresión de la década de los años treinta y genera una adicción al financiamiento externo que desplaza del acceso a los recursos a proyectos, como los Objetivos del Milenio, más legítimos que el de vivir por encima de las posibilidades. Modelo, al final de cuentas, correspondiente a la financiarización de la economía.

Por lo tanto, en paralelo es indispensable desactivar los mecanismos en los que se apoya la hegemonía del capital financiero: el secreto bancario, los paraísos fiscales, la ausencia de impuestos sobre las ganancias financieras, la falta de regulaciones adecuadas a la ingeniería financiera, la opacidad en el accionar de algunos agentes financieros, los conflictos de intereses entre los agentes encargados de llevar a cabo la contabilidad, la auditoría, la calificación del riesgo y la gestión de fondos. Se requiere una profunda reforma del sistema financiero internacional en la que el centro de la transformación consista en redefinir el papel de la actividad financiera en la economía, acotando severamente los márgenes de acción de las actividades especulativas, imponiendo las responsabilidades sociales que toda actividad tiene: pagar impuestos, acabando con la opacidad y haciendo efectiva la rendición de cuentas a los individuos y corporaciones que por la magnitud de los recursos que son capaces de movilizar tienen poder para mover los mercados, exigiendo fondos propios más elevados para acotar el apalancamiento. Lo ideal, por supuesto, sería una redistribución del ingreso lo suficientemente

equitativa para acabar con la extrema riqueza y la extrema pobreza, pero ese será otro mundo.

Hay una necesidad imperiosa de un nuevo marco multilateral basado en la colaboración y no en la competencia para responder a los retos de la inestabilidad financiera, el calentamiento global y el creciente poder de las mafias internacionales, en el que los principales actores reconozcan su mutua interdependencia y ninguno pretenda imponer unilateralmente condiciones a los demás. Lo que sólo podría ser posible en un orden mundial democratizado.

Bibliografía

Arrighi, Giovanni. Adam Smith en Pekín. Orígenes y fundamentos del siglo XXI. Akal.

España, 2007. Cap. IV, V y VI.

El largo siglo XX. Akal. España, 1999. Introducción, Cap. IV y Epílogo.

“La economía social de la turbulencia global”, en *New Left Review*, No. 20 mayo/ junio 2003. Akal, España.

“Las expansiones financieras en su perspectiva histórico-mundial: replica a Robert Pollin. en *New Left Review*, No. 5 noviembre/diciembre 2000. Akal, España.

Bauman, Zygmunt. Tiempos Líquidos, Ed. Tusquets. México, 2008.

BIS Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, Convergencia internacional de medidas y normas de capital. Marco revisado. Junio de 2006. Págs. 1 y 2

Blackburn, Robin. “La crisis de las hipotecas subprime”, en *New Left Review*, No. 50 mayo/junio 2008. Akal, España.

Brenner, Robert. Turbulencia en la economía mundial. Ed. Lom, Chile, 1999.

La expansión económica y la burbuja bursátil. Akal. España, 2002.

- CEPAL. Globalización y desarrollo. Santiago, 2002. Caps. 1 y 2.
- Duménil, Gérard y Dominique Levy. Crisis y salida de la crisis. Caps. XII y XIII. Ed. FCE, México 2007.
- Fiori, José Luis. “O poder global dos Estados Unidos: formação, expansão e limites”, en O poder americano. 2ª. Edición. Editora Vozes. Petrópolis, 2005
- Frieden, Jeffrey. Capitalismo global. Ed. Crítica, España, 2007. Caps. 12, 15, 16 y 17.
- Galbraith, Kenneth. Breve historia de la euforia financiera. Ed. Ariel, Barcelona, 1999.
- García-Herrero, Alicia. “Posible impacto de Basilea II en los países emergentes”. CEMLA, Boletín, Volumen LII, N° 3, julio-septiembre 2006. Págs. 105 – 107.
- Gowan, Peter. La apuesta por la globalización. Akal, España, 2000. Caps. I a VI.
- Greenspan, Alan. La era de las turbulencias. Ediciones B, Barcelona, 2008. Caps. 8, 9, 18 y 19.
- Guttmann, Robert. “Las mutaciones del capital financiero”, en F. Chesnais (comp.), La mundialización financiera. Cap. 3. Ed. Losada, Buenos Aires, 2001.
- Harvey, David. Breve historia Del neoliberalismo. Akal. España, 2007. Caps. I, II y III.
- Johnson, Chalmers. Las amenazas del imperio. Ed. Crítica, España, 2004. Caps. 9 y 10.
- Kindleberger, Charles. Manías, pánicos y cracs. Historia de las crisis financieras. Ed. Ariel. Barcelona, 1991. Caps. 1, 2, 7, 8, 9, 10 y 11
- Klare, Michael T., “Sangre por petróleo: la estrategia energética de Bush y Cheney”, en Leo Panitch y Colin Leys, En nuevo desafío imperial. Socialist Register 2004. Clacso, Buenos Aires, 2004.

- Ocampo, José Antonio. La reforma del sistema financiero internacional: un debate en marcha, Santiago de Chile, Fondo de Cultura Económica/Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 1999.
- Panitch, Leo y Sam Gindin. “Las finanzas y el imperio norteamericano”, en Leo Panitch y Colin Leys, El imperio recargado. Socialist Register 2005. Clacso, Buenos Aires, 2005.
- Pollin, Robert. “El actual estancamiento económico en su perspectiva económico mundial”, en New Left Review, No. 5 noviembre/diciembre 2000. Akal, España
- Los contornos del declive. Akal, España, 2003. Caps. 1, 2, 3 y 4.
- Sefarti, Clude. “El papel activo de los grupos predominantemente industriales en la financiarización de la economía”, en F. Chesnais (comp.), La mundialización financiera. Cap. 5. Ed. Losada, Buenos Aires, 2001.
- Serrano, Franklin. “Relações de poder e a política macroeconômica americana, de Bretton Woods ao padrão dólar flexível”, en O poder americano. Cit.
- Sevares, Julio. El imperio de las finanzas. Ed. Norma, Buenos Aires, 2005. Caps. 5, 6 y 7.
- Souza Braga, Juan Carlos de. “Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano”, en O poder americano. Cit.
- Tavares, Maria Conceição y Luis Gonzaga Belluzzo. “A mundialização do capital e a expansão do poder americano”, en O poder americano. Cit.