

## El fin de un ciclo ALCANCE Y RUMBO DE LA CRISIS FINANCIERA

François Chesnais \*

*La marcha de la crisis financiera que estalló en el sector de préstamos hipotecarios de los Estados Unidos en agosto del año pasado no es lineal. Los momentos de regreso a una calma relativa se alternan con expresiones más visibles de crisis, a veces espectaculares. El estallido de esta crisis representa un giro en el curso de la economía mundial.*

En primer lugar, marca el fin del ciclo económico estadounidense iniciado con la recuperación de comienzos del 2003. Ya en este sentido su alcance es mundial, pues el consumo interno norteamericano representó, entre 2003 y 2006, la principal salida para la oferta de mercancías producidas en los otros países. Y hay más: aún antes de que la demanda interior de los Estados Unidos sufriese todo sus efectos, la crisis hipotecaria comenzó a propagarse casi en todo el mundo, mediante los mecanismos propios del sistema financiero globalizado, hacia los bancos y las sociedades de colocación financiera (los *Mutual Funds*, los *Hedge Funds* y las sociedades especializadas en préstamos hipotecarios). No son tocados sólo los países fuertemente interconectados con la finanza estadounidense. Lo son también los que tienen monedas más expuestas a los efectos de la caída del dólar. Por lo tanto, los niveles de actividad económica, de empleo y de disposición al consumo o la inversión en un conjunto de países pueden disminuir a consecuencia de lo que ocurre en los Estados Unidos. Son de prever interacciones a este nivel, pues la OCDE precisó que la desaceleración había comenzado entre los países miembros antes del inicio de la crisis financiera.<sup>1</sup>

El mecanismo de contagio en el que más se interesan los diarios es el de la cotización de las acciones en las bolsas. La transmisión de las fluctuaciones bursátiles puede ser espectacular, pero más allá del efecto “subjetivo” en términos de imagen del capitalismo, no es el canal de propagación más importante. Sólo en los Estados Unidos y en menor medida en Gran Bretaña el consumo interno es directa y rápidamente afectado por los cursos bursátiles. La inquietud inmediata de los observadores tiene que ver sobre todo con otras tres cuestiones. La primera se refiere a la amplitud de la contracción del crédito interno en el sector financiero, provocada por los títulos “podridos” de “nueva generación” (ver más adelante) que los bancos y los fondos de colocación con riesgo (los *Hedge Funds*) tienen en sus carteras. No se trata todavía de una contracción del crédito a las empresas, sino de un paso en esa dirección. La segunda concierne al momento y la violencia del estallido de la burbuja inmobiliaria en otros países en que existe, sobre todo los de la Unión Europea como España o Irlanda, pero también Australia. El tercero se refiere a los efectos al menos parcialmente antagónicos de las políticas de tasas de interés y tasas de cambio adoptadas por los principales países. Un ejemplo es el alza de las tasas de cambio del euro con respecto al dólar, que se aceleró con la baja de las tasas de interés norteamericanas.

Un poco a más largo plazo, a seis u ocho meses, el principal interrogante, del que realmente depende el curso de la crisis financiera, se refiere al Asia. Esta crisis financiera no podría desembocar en una crisis mundial grave del tipo de la de 1929, si no se produjera una desaceleración general de la demanda mundial que revelase que hubo -desde el 2002 y más

---

\* Destacado marxista francés, autor de numerosos libros y trabajos referidos a la mundialización del capital, el capital financiarizado y los nuevos requerimientos teórico-estratégicos de la lucha emancipatoria. Es miembro del Consejo asesor de *Herramienta* y uno de los Editores responsables de la nueva revista *Carré rouge / La brèche* en cuyo nº 1 Diciembre 2007-Enero-Febrero 2008 se publicó este artículo, traducido al castellano para *Herramienta* por Aldo Casas.

<sup>1</sup> Nota del economista jefe del 5 de septiembre de 2007, en [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

aún luego de 2003- un proceso de sobre acumulación en todas las economías asiáticas de la costa del Pacífico (en China, pero también en Japón, Corea y Taiwán). Muchos economistas piensan que en esta región clave del sistema capitalista mundial, la capacidad de producción instalada excede ampliamente las posibilidades de absorción del mercado mundial. Pero siguen esperando que a pesar de la contracción de la demanda externa -que es absolutamente necesaria para las economías de Asia- los países en cuestión sabrán compensar esa limitación aumentando su demanda interna. En todo caso, se entra en un contexto en el que la presión de la competencia de las mercancías asiáticas engendra tensiones proteccionistas que enfrentarán a los Estados Unidos y otros países con China. Finalmente, está la situación de los países productores del mismo tipo de mercancías, por ejemplo textiles: incluso una contracción limitada de la capacidad de los Estados Unidos y de la Unión Europea para recibir importaciones provenientes de China y otros países de Asia acentuará la presión de la mercancías asiáticas sobre ellos y agravará sus dificultades.

### ¿Qué puntos de apoyo brinda Marx para abordar las crisis financieras?

Marx no conoció una situación de hipertrofia de la esfera financiera comparable a la actual. Sin embargo dejó algunas indicaciones metodológicas importantes y sobre todo una teoría del capital ficticio en la que nos apoyaremos más adelante. Recordemos por ahora que lo denominado en el siglo XIX “crisis monetaria” o “de dinero” más que financiera, constituía para él “un momento de las crisis industriales”, pero un momento muy significativo porque en él se desnuda una contradicción fundamental contenida en la moneda:

la función del dinero como medio de pago envuelve una brusca contradicción. En la medida en que los pagos se compensan unos con otros, el dinero *sólo* funciona *idealmente*, como *dinero aritmético* o medida de valor. En cambio, cuando hay que hacer pagos efectivos, el dinero ya no actúa solamente como medio de circulación, como forma mediadora y llamada a desaparecer de la asimilación, sino como la encarnación individual del trabajo social, como la existencia autónoma del valor de cambio, como la mercancía absoluta. Esta contradicción estalla en ese momento de las crisis comerciales y de producción a las que se da el nombre de *crisis de dinero*.<sup>2</sup>

El reemplazo del oro por las monedas estatales de los países más fuertes (actualmente, un “semi-patrón oro”<sup>3</sup>) así como el desarrollo extraordinario que adquirieron los efectivos bancarios exigiría transcribir esta contradicción a las condiciones actuales.<sup>4</sup> Queda en pie sin embargo el hecho de que en esta crisis ya se ha perfilado una situación en la cual

el crédito se reduce o desaparece en absoluto, el dinero se enfrenta de pronto de un modo absoluto a las mercancías como medio único de pago y como la verdadera existencia del valor. De aquí la depreciación general de las mercancías, la dificultad, más aún, la imposibilidad de convertirlas en dinero”.<sup>5</sup>

Es muy útil una distinción introducida por Marx respecto a las “crisis monetarias” o “de dinero”. Por un lado, está la de que “es una fase es de cualquier crisis”. Por el otro y sin que existan barreras infranqueables entre ambas, está

esa modalidad especial de crisis a que se da también el nombre de crisis de dinero, pero que puede producirse también de un modo independiente, influyendo luego de rechazo sobre la industria y el comercio. Son estas crisis que tienen como centro de gravitación el capital-

---

<sup>2</sup> Marx, *El Capital*, libro I, FCE t. 1, pag. 95.

<sup>3</sup> Es la justa expresión utilizada por Michel Aglietta en el libro escrito con Lurent Berrei *Désordres dans le capitalismo mondial*, Paris, Odile Jacob, 2007.

<sup>4</sup> El útil libro de Suzanne de Brunhoff *La monnaie chez Marx* tiene ya cuarenta años.

<sup>5</sup> Marx, *El Capital*, libro III, México, FCE 1973, t. 3, pag. 484.

dinero y que, por tanto, se mueven directamente dentro de la órbita de los Bancos, de la Bolsa y de la finanza.<sup>6</sup>

Las crisis monetarias de este tipo son las que llamamos ahora crisis financieras. Traducen la maduración de las contradicciones a nivel de la formación de la tasa de ganancia así como de las condiciones de realización del valor y plus-valor. El hecho de que esta crisis se forman de manera “*independiente*” es consecuencia de la acumulación de capital-dinero y de la formación de capital ficticio a gran escala. Pero estas son a su vez la expresión de graves “disfunciones” que hunden sus raíces en las relaciones de producción y de propiedad y en las medidas de política económica utilizadas para contenerlas.

### **El tiempo de la crisis financiera**

Así se comienza a percibir el alcance de la crisis financiera que se abrió y la importancia de las cuestiones en juego. Ocurre en un momento en que los instrumentos utilizados por los bancos centrales comenzaron a mostrar sus limitaciones, a fuer de haber sido utilizados repetidamente desde hace veinte años. Se produce después de una fase excepcionalmente larga de acumulación sin ruptura. Se sitúa, finalmente, cuando la configuración del marco geo-económico y geopolítico del capitalismo mundial está experimentando modificaciones profundas.

El acento se debe poner, en primer lugar, sobre el alcance y consecuencias de lo que denomino *una muy larga fase de “acumulación sin ruptura”*. Considerando que la reconstrucción de lo destruido en la Segunda Guerra Mundial terminó a mediados de los años 1950, el capitalismo como sistema mundial conoció desde entonces más de cincuenta años de acumulación casi ininterrumpida. Es la fase de este tipo más larga de toda su historia. La acumulación se dio con momentos de ritmos diferentes, pero sin que se produjese ninguna ruptura, como una gran crisis económica o una guerra análoga a las dos grandes conflagraciones del siglo XX. La recesión mundial de 1974-76 puso fin al largo movimiento cíclico llamado “los treinta gloriosos”. Cerró un período, pero luego de una fase de transición la acumulación recomenzó sobre la base, especialmente, de un desplazamiento progresivo de su centro de gravedad geográfico. Ninguna ruptura se produjo tampoco desde el flanco de la lucha de clases. El capitalismo mundial tuvo las manos libres para responder a lo que pudo parecer en su momento una ruptura por medio de la revolución neoliberal o más exactamente neoconservadora. Con el beneficio de la distancia histórica y la destrucción (al menos parcial) de las anteojeras de aquella época, podemos ver ahora que su esfera de acción e influencia sobrepasó las fronteras de la dominación imperialista del momento. Las “reformas” de Margaret Thatcher tuvieron como contrapartida las de Deng Xiaoping en China, que comenzaron como las suyas en 1978-80 y pasaron desapercibidas para la izquierda mundial. La falta de ruptura en la acumulación durante un período tan largo no es algo secundario. Facilitó considerablemente el trabajo del capital “para apropiarse de la praxis social en toda su extensión y toda su profundidad” y forjar como dice Alain Bihr, a nivel ahora verdaderamente mundial, “un tipo de sociedad global profundamente marcado por el dominio del capital, mucho más allá de la esfera puramente económica”<sup>7</sup>. Es en esta sociedad en la que cualquier eventual crisis de sobreproducción mundial estallará, tomando a la mayor parte de sus componentes sociales, es decir los asalariados, en un estado de total falta de preparación “subjetiva” y por tanto política.

Una de las principales consecuencias y manifestaciones de “la acumulación sin ruptura” es por supuesto el nivel alcanzado y los mecanismos engendrados por *la acumulación de capital*

---

<sup>6</sup> *Idem*, ob. cit., Libro I, t. 1, nota al pie en la pag. 95.

<sup>7</sup> Alain Bihr, *La préhistoire du capital. Le devenir-monde du capitalisme I*, Lausana, Page Deux, 2006, pag. 23.

*de préstamo a interés*, que se valoriza exteriormente a la producción de valor y plusvalor, sin salir de la esfera de los mercados financieros<sup>8</sup>. La fuerza económica y social del capital de inversión financiera es consecuencia directa de la duradera falta de ruptura en la acumulación. No hay que olvidar que una de las primeras causas de la reaparición de este tipo de capital a fin de los años 1960 fue el aumento de las ganancias no reinvertidas en la producción directa de valor y plusvalor. Era preciso que tales capitales no quedaran “ociosos” y fue necesario abrirles posibilidades de valorización como capital de préstamo. Fue la función jugada transitoriamente por el mercado de eurodólares en *offshore* en la City, hasta que la liberalización financiera orquestada desde Washington sentara las bases de los mercados de activos planetarios. Las otras dos grandes fuentes de acumulación de un capital que viene a compartir la plus-valía manteniéndose fuera de la producción han sido (y siguen siendo) la renta basada en las fuentes de energía o de materias primas, con la renta petrolera a la cabeza, y los fondos acumulados en títulos de los sistemas de jubilación privada. Mientras más importante pasó a ser la concentración del capital de préstamo a interés, especialmente en los Estados Unidos, más crucial pasó a ser garantizarle condiciones que le permitiesen concretar su pretensión de compartir la plusvalía, cuya masa debería estar en constante aumento. Una política monetaria consistente en tasas de interés bajas e inyecciones de liquidez ante cada sobresalto financiero pasó a ser el principal sino el único instrumento de política macroeconómica.

### **La nueva configuración de la dominación mundial del capital y sus contradicciones**

El segundo gran factor en el que es preciso detenerse, son los *cambios en la configuración geo-económica de la dominación del capital*, comenzando por la identidad de los países y los sitios precisos donde se efectúan la acumulación del capital productivo y la extracción del plus-valor. Comentando el debate sobre el “intercambio desigual”, Louis Gill sostenía no hace mucho tiempo (su libro es de 1996) que

para que exista transferencia de plus-valor mediante el cambio, es preciso primero que exista producción de plus-valor. Pero la masa de plus-valor producida en los países subdesarrollados es débil porque su productividad es débil. La fuente principal de la acumulación a escala mundial se encuentra allí donde la productividad es más elevada, en los países capitalistas industrializados y no en los países subdesarrollados.<sup>9</sup>

Ya no es así. Por supuesto, siguen siendo los países capitalistas avanzados (y sobre todo los Estados Unidos) los lugares en donde la *tasa de plus-valía*, entendida como diferencia entre el tiempo de trabajo necesario para la reproducción de la fuerza de trabajo y el tiempo efectivamente trabajado, es la más elevada del mundo. La productividad del trabajo es muy alta y el tiempo de trabajo necesario muy bajo, y una de las razones de esto es la importación masiva de muy baratos “bienes salarios” (los que entran en el costo de reproducción de la fuerza de trabajo). Pero si consideramos el cuadro en términos de *masa* y no de tasa, la mayor parte de la plus-valía que permite la reproducción del capital ahora proviene de Asia y sobre todo de China.

Lo que ha cambiado en poco más de una década en estos países y los ha hecho tan atractivos al capital extranjero es lo que Marx denominaba en las indagaciones expuestas en el primer tomo del *El capital* “el precio proporcional del trabajo”, refiriéndose a su precio en comparación con la plusvalía o con el valor de lo producido. En Asia, el precio proporcional

---

<sup>8</sup> François Chesnais, “La preeminence de la finance au sein du ‘capital en general’, le capital fictif et le mouvement contemporain de mondialization du capital”, en Séminaire d’Etudes Marxistes, *La finance capitaliste*, Paris, PUF, 2006.

<sup>9</sup> Louis Gill, *Fondements et limites du capitalisme*, Montreal, Boréal, 1996, pag. 489-90.

del trabajo bajó, a medida que al efecto de la duración y la intensidad del trabajo se le sumó el del aumento de la productividad por la modernización del equipamiento, lo que fue estimulado y parcialmente asegurado por la presencia de grupos industriales extranjeros, pero también por inversiones autónomas<sup>10</sup>.

Durante la primer mitad de los años 1990 se dio un primer desplazamiento de la acumulación hacia Asia, principalmente hacia Corea y Taiwán, pero también a Singapur y otros países cuya vulnerabilidad se reveló durante el curso de la “crisis asiática” de 1997-1998. Después de esa fecha, tomaron la posta China y, en menor medida, también la India en determinadas industria y con grandes interrogantes.

Hay que considerar la distancia recorrida desde hace un siglo. En el momento en que se elaboró la teoría “clásica” del imperialismo en sus diferentes versiones, China estaba sometida a un estatus semicolonial y la India a una dominación imperial que exigían una importante ocupación militar permanente. Hoy, en condiciones políticas y grados diferentes, ambas entidades constituyen elementos centrales en el funcionamiento de la economía mundial. No es preciso decidir si corresponde o no darles el estatus de potencias económicas de primera línea o decir si dominarán o no el siglo XXI para comprender que la plena incorporación de estos dos países-continentes a la economía mundial y en particular la de China, impone dejar de lado los análisis ordenados a partir de un solo país, aunque sea todavía el más poderoso. Lo seguro es que China no se hubiese transformado tan rápido y en tal escala en “la fábrica del mundo” sin el movimiento masivo de deslocalización de la producción de las mayores empresas estadounidenses y luego japonesas y sin la tercerización internacional masiva organizada por las grandes distribuidoras de características casi industriales, como Wal-Mart.

Las relaciones económicas y políticas de la época de la “globalización” deben ser consideradas, más que nunca, como “articulaciones de una totalidad, diferenciaciones en el interior de una unidad”<sup>11</sup>. Hasta comienzos de los años 2000, todavía se podían hacer análisis colocando a los Estados Unidos en el centro de las relaciones jerarquizadas constitutivas de la mundialización, concediéndole incluso un lugar aparte, el de potencia hegemónica en el sentido fuerte de la palabra. Ya no. Los Estados Unidos estuvieron en el origen de la mundialización del capital contemporáneo y fueron en gran medida los arquitectos del correspondiente régimen institucional. Pero ahora ya no son más que uno de los elementos constitutivos centrales, uno de los polos, pero no el único. El análisis del movimiento de acumulación, de sus contradicciones y de su crisis debe hacerse concediendo todo su lugar al que tal vez ya sea, en la configuración actual, su piedra angular: China. Los Estados Unidos siguen disponiendo de potentes palancas económicas y políticas, la más importante de las cuales es el rol que conserva aún el dólar. Pero la crisis en gestación debe ser pensada en un marco donde Asia ha pasado a ser un componente esencial<sup>12</sup>.

---

<sup>10</sup> Pongamos “el punto sobre la i”. Hemos subrayado el rol de las inversiones de grupos industriales estadounidenses y, desde la entrada de China a la OMC, también de los grupos industriales japoneses que la convirtieron en una de sus bases industriales externas. Sin embargo, el lugar ocupado en la economía mundial por China y en mucho menor grado por la India no puede reducirse solamente a la “exportación” de las relaciones de producción capitalista desde los países de la Tríada. Está basado en un proceso autóctono de acumulación impulsado por fuerzas sociales endógenas. Lo que distingue a tales “países-continentes” de otros “grandes países emergentes” a los que suele aproximárselos.

<sup>11</sup> C. Marx, “Introducción” en *Elementos fundamentales para la crítica de la economía política (borrador) 1857-1858*, vol. 1, pag. 20. Buenos Aires, Siglo XXI, 1971.

<sup>12</sup> Aglietta y Berrebi entienden a “la globalización como un sistema de interdependencia multilateral en donde las potencias emergentes (es decir China y en menor grado la India) ejercen una influencia determinante sobre las economías desarrolladas”, agregando que “a partir del giro del siglo XXI el término ‘globalización’ devino adecuado a los fenómenos que designa” (*Ob. cit.*, pag. 8).

El Asia industrializada (economías enteras como las de Corea o Taiwán, o los grandes polos industriales de China y la India) aseguró una longevidad suplementaria a la larga fase de acumulación sin ruptura. Pero contradictoriamente, y debido a las condiciones en que funciona la economía mundial, sembró algunos gérmenes de la crisis actual. La plena integración de China a la economía mundial y también la de la India, tuvieron como efecto poner en competencia directa a los trabajadores de todo el mundo. Desde hace dos o tres años los bancos de inversiones vienen multiplicando los análisis referidos a la “duplicación de la oferta de trabajo mundial debido a la entrada en la globalización de China y la India” y a sus efectos sobre los salarios, los precios y las perspectivas de ganancia. Pero la transformación de China en “fábrica del mundo” y de la India en país de relocalización de las actividades de servicio informáticos y de producción de computadoras han tenido una contrapartida muy importante, tanto en la economía real como en el dominio financiero.

El re-despliegue de las inversiones de los grupos industriales de los países de la Tríada (USA, Europa, Japón) y la importación de mercancías baratas producidas en China y otros lugares de Asia dieron un fuerte apoyo (y en algunos casos llegaron a sustituir) a políticas económicas y presupuestarias (en el caso de los Estados Unidos, política monetaria) dirigidas a contener los salarios. En muchos sectores industriales, los precios de los “bienes salarios” de origen industrial cayeron tanto que las empresas enfrentaran una situación casi deflacionista y fueran “acogotadas” (y con ellas sus asalariados). En Alemania el efecto depresivo del estancamiento e incluso la baja de los salarios reales en la demanda y la actividad económica interna terminó siendo compensado por el aumento de la exportaciones. En otras partes, fue al endeudamiento o a las medidas fiscales a las que recurrieron los gobiernos para sostener el empleo. El resultado fue en gran medida insignificante debido a la magnitud de las importaciones. Las medidas aplicadas alentaron sobre todo el alza artificial de los activos financieros y patrimoniales que actualmente termina.

Pero poner en competencia directa a los trabajadores tuvo también repercusiones muy importantes en la esfera financiera, especialmente con la baja de las tasas de interés a largo plazo. Michel Aglietta dice que nació un “régimen financiero con tendencia deflacionista”<sup>13</sup>, que condujo al aumento de las inversiones especulativas. Los fondos de colocación financiera, pero también los bancos, se lanzaron en una fuga hacia adelante en operaciones cada vez más riesgosas con activos cada vez más “opacos”, es decir ficticios. Paralelamente, se asistió a la acumulación de excedentes comerciales y de reservas en divisas -principalmente dólares- por los países asiáticos, pero también por países que son grandes proveedores de materias primas. Estos excedentes fueron colocadas en bono del Tesoro y en acciones, en obligaciones privadas (entre ellas, los créditos hipotecarios). Los Estados Unidos pudieron dejar que se acumularan los déficits externos y financiar sus guerras al mismo tiempo que la administración Bush se permitía seguir bajando los impuestos. Pero los excedentes fueron también una fuente de la creación de “liquideces” y de financiamiento de operaciones especulativas de alto rendimiento. Hoy la economía capitalista está mundializada como campo de valorización del capital y terreno de competencia entre los trabajadores. Pero todavía no lo está en un terreno crítico, el de la moneda, las políticas monetarias y las decisiones de los bancos centrales; en esto sigue siendo “transnacional”, es decir marcada por las decisiones soberanas de los países más fuertes. En el terreno monetario, las relaciones actuales entre el dólar, el euro, la libra esterlina, el yen y ahora la moneda china el yuan son en gran medida “no cooperativas”, para utilizar una expresión de moda. Lo que es, potencialmente, un factor de aceleración de la crisis.

---

<sup>13</sup> *Idem*, capítulo 3.

## Desde 1982: crisis financieras a repetición

La acumulación de capitales que buscan valorizarse como capital-dinero a interés y el crecimiento y complejidad cada vez mayor de los mercados financieros conllevan crisis multiforme propias de la finanza. El lugar ocupado por lo que frecuentemente se denomina el “capital financiero” (al que prefiero denominar “*capital-dinero concentrado*” o “*capital de colocación financiero*”) torna prácticamente seguro que las primeras fases de cualquier eventual crisis de superproducción pasarán por los mercados financieros y la acumulación de préstamos y deudas. La liberalización y la mundialización financieras estuvieron continuamente jalonadas por crisis y sobresaltos menores. Debido al rol jugado por el alza de las tasas de interés norteamericanas y por el dólar en la creación de las condiciones para la dominación de la finanza en la acumulación, el primer episodio fue la crisis mexicana de 1982. Fue el punto de partida de la crisis de la deuda del tercer mundo, especialmente en América latina en países dirigido por clases dominantes parasitarias desprovistas de renta petrolera. Pero incluso en los Estados Unidos, las quiebras bancarias (Penn Square, Seattle First Bank, Continental Illinois) jalonan la primera mitad de la década de 1980. Luego, los choques y sobresaltos financieros continuaron a medida que la masa de capital ficticio buscando valorizarse se incrementó y las formas de colocación y especulación se multiplicaron y diversificaron. Se dio el crack bursátil de mediana amplitud de Wall Street en 1987. Fue seguido en 1989 por la quiebra y salvataje de las cajas de ahorro norteamericana (*Loan and Savings*) que marcó el debut de una primer crisis mundial inmobiliaria. Su punto culminante es el crack del Nikkei y del sector inmobiliario en Japón, cuyas consecuencias realmente nunca se borraron, pese a que la potencia de los grupos industriales fue salvaguardada mediante su implantación en los Estados Unidos y en China. El estallido de esta primer burbuja inmobiliaria internacional en 1990 provocó una recesión, caracterizada por algunos economistas como “financiera” para subrayar que su causa era cierta forma de especulación.

Al comienzo de los año 1990 se vio también graves crisis en los mercados cambiarios de Europa provocados por el capital dinero concentrado de los inversores institucionales. Estas crisis les permitieron lograr ganancias especulativas, imponiendo al mismo tiempo políticas económicas centradas en “el manejo de la inflación” garantizado por el Banco Central Europeo según los tratados de Maastricht y de Ámsterdam. Estos años fueron marcados sobre todo por el desplazamiento temporario de las crisis financieras y las recesiones nacionales que las acompañaban hacia la zona periférica del capitalismo mundial (donde se encontraban las economías y los mercados financieros llamados “emergentes”). Así se asistió primero a la muy grave segunda crisis de la deuda en México en 1995, con repercusiones sobre la producción estadounidense pese a la intervención rápida de la Fed (Banco Central de los Estados Unidos ) y del Departamento del Tesoro. El episodio siguiente tuvo como escenario al Asia. Lo que se ha llamado la “crisis asiática”, desarrollada entre junio de 1997 y los primeros meses de 1998, tocó fuertemente a siete economías y tuvo efectos en muchos otros países. Fue inmediatamente sucedida por la crisis rusa, antes de tener fuertes impactos en Brasil y la Argentina, tras provocar la quiebra y exigir el salvataje en octubre de 1992 de un gran fondo especulativo (un *Hedge Found*) con base en Nueva York, el Long Term Capital Management. La importancia de la crisis asiática es que la propagación de la crisis se produjo por la transmisión de la contracción de la producción y del empleo desde los países en los se produjo la crisis financiera hacia otras economías. Esto se dio a través del comercio internacional. En el caso del Sudeste Asiático, la crisis afectó sobre todo los intercambios intra-regionales de productos complementarios y menos a las exportaciones de productos directamente competitivos. Pero en el caso de Corea, en octubre de 1997, se asistió a una

crisis financiera que reveló una fuerte sobreacumulación y desembocó en una verdadera crisis de superproducción con repercusiones mundiales.

Por primera vez desde los años 1930, se conformó a fines de 1997 una situación de *deflación*, es decir de baja de precios y de competencia salvaje entre exportadores de algunas categorías específicas de mercancías. Hubo también un momento de crisis bursátil. Tocó a las principales bolsas asiáticas, especialmente Hong Kong, donde el hundimiento de las cotizaciones provocó un comienzo de contagio bursátil a la baja realmente mundial. Durante dos días (27 y 28 de octubre de 1997), las acciones cayeron fuertemente en Nueva York, y la caída se extendió hacia Europa.

Completemos por ahora la cronología volviendo a los Estados Unidos en la fase expansiva del ciclo de la “Nueva Economía” de 1998-2001. En este momento se completó el montaje del actual régimen de “gobierno de empresa”, que hace del “valor accionario” el objetivo prioritario de las firmas (con los *stock-options* como estímulo para los ejecutivos). Los capitales de los inversores institucionales refluyeron desde Asia hacia sus bases de origen. Las dos bolsas de Nueva York, en NYSE y el Nasdaq (especializado en las acciones de las firmas de “alta tecnología”), volvieron a ser el principal terreno de operación de los inversores financieros y de los manager “nuevo estilo” cuya personificación fueron los ejecutivos de Enron. El “valor accionario” no exige solamente una repartición de las ganancias que prioriza los dividendos. Supone también mantener las cotizaciones de bolsa en un nivel alto. Los grupos industriales pasaron a comprar sus mismas acciones, endeudándose en el mercado de préstamos obligatorios. Las adquisiciones de las firmas más débiles fueron financiadas por intercambios de títulos con precios que no tenía ninguna relación con su valor real. Cuando la “burbuja Internet” estalló a comienzos de 2001, el Nasdaq conoció un verdadero crack mientras que el NYSE sufrió una seria caída y se mantuvo en niveles bajos hasta fines del 2002. Incluso las empresas que no corrieron la misma suerte que Enron o Vivendi, quedaron muy endeudadas y siguieron estándolo hasta 2003 o incluso 2004. Las opciones y medidas tomadas por el gobierno de los Estados Unidos para contener los efectos del crack del Nasdaq y apoyar aún más que antes al sector inmobiliario, sembraron la semilla de la crisis financiera que ahora vemos y privaron también al actual presidente de la Fed de medios de acción efectivos.

### **Los mecanismos de propagación de la crisis**

Es preciso regresar a 2007 para precisar el punto de inflexión de la coyuntura estadounidense e identificar los mecanismos de propagación de la crisis financiera desatada en agosto.

El primer mecanismo de propagación es interno a la economía norteamericana. Tiene como origen el estallido de una burbuja inmobiliaria que se formó progresivamente desde el 2004. Comenzó afectando la actividad económica estadounidense en el sector de la construcción, pero también a la economía en general. El ritmo de la creación neta de empleos cayó en promedio mensual de 189.000 en el 2006 a 118.000 en el curso de los meses de agosto-septiembre-octubre<sup>14</sup>. Implicó la quiebra de algunas sociedades financieras, de dos tipos: las *titulización*sociedades de préstamo hipotecario y las especializadas en la actividad de *titulización* de préstamos hipotecarios riesgosos, su compra y su reventa (explicaremos más adelante en que consiste esta *titulización*). Hablar de “burbuja inmobiliaria” se justifica porque casas y departamentos no representan sólo un valor de uso para el propietario, sino también un “activo financiero”, que se compra pensando revenderlo y sirve de garantía para otros préstamos. En el origen de una burbuja se encuentra siempre, junto con candidatos a especuladores que tienen dinero para colocar, procesos que alientan la idea de “buena

---

<sup>14</sup> *The Economist* 17 -11- 2007, pág. 73)

colocación” de bienes patrimoniales -títulos financieros, departamentos o casas- a ser comprados para revenderlos con ganancia segura y alta rentabilidad. Una vez que este convencimiento colectivo (siempre de carácter “ovejuno”) toma cuerpo, comienza un alza de precios de los activos implicados que impone durante cierto tiempo un proceso de autorrealización. La suba de los precios atrae nuevos compradores cuya llegada empuja los precios todavía más arriba. En el caso de los títulos de empresas (acciones u obligaciones privadas) esto dura hasta que se dé un cambio de coyuntura como resultado de la marcha lenta de las inversiones o del consumo o de un choque exterior, que rompe la inercia de los inversores y los empuja a deshacerse de los títulos más expuestos. En el caso del inmobiliario, el momento en que termina la suba de precios proviene de la saturación de la demanda, el grado de sobre-inversión resultante de “anticipaciones” excesivamente optimista de los promotores inmobiliarios y también de la simple disminución del crecimiento de los ingresos en los hogares.

En los Estados Unidos, la utilización de la casa individual como activo financiero viene de lejos. En el curso de la última década y a despecho del mundo bursátil, las plusvalías realizadas con la compra y venta de casas de habitación individuales fueron la primer fuente (60%) de enriquecimiento patrimonial de los hogares estadounidenses y las plusvalías bursátiles (20%) ocuparon la segunda posición. La práctica de préstamos hipotecarios se generalizó desde hace mucho, pero también y de manera aún mas importante la de *titulización* de los préstamos hipotecarios poseídos por los bancos. Sobre este dispositivo descansa el sueño americano (más exactamente, el mecanismo de estabilidad social) de acceso a la propiedad de la vivienda. Por eso en el 2002 el sector inmobiliario fue elegido por la Fed y el gobierno federal para relanzar la actividad económica. A medida que la burbuja inmobiliaria se formó, los préstamos hipotecarios ya no fueron ofrecidos solamente a los hogares que disponían de ingreso relativamente altos y estables, sino también a los que no estaban en esa situación. La desreglamentación acelerada de los años 1990 y 2000 permitió el florecimiento de sociedades de préstamos hipotecarios independientes (que hoy la Fed reconoce no poder controlar, ni siquiera supervisar). Son las que están directamente en el origen del mercado de préstamos “*supprime*” (literalmente “inferiores a la norma de calidad”). Pero para qué préstamos de riesgo muy frágiles y dudosos no sólo fuesen acordados, sino también que los mismos fueran revendidos, era preciso que las sociedad de préstamo hipotecario independientes encontraran sociedades financieras robustas (al menos aparentemente) frente a las cuales ellas pudiesen *titulizar* los contratos que habían hecho firmar. Y los fondos especulativos de alto riesgo (los *Hedge Funds*), en general filiales de grandes bancos de inversión o grandes bancos comerciales, aceptaron hacerlo. Estos fondos y sus sociedades madres no son sólo norteamericanos, sino también extranjeras. Esto es lo que provocó un proceso de la rápida propagación de una crisis realmente mundial con el sistema financiero como escenario.

¿Por qué los fondos de colocación especulativos ocuparon un lugar cada vez más importante desde 2002-2003? Debido al débil rendimiento de las obligaciones derivado de la baja en las tasas de interés, así como al estrechamiento de los mercados de acciones (achicamiento relativo, en relación a la masa de “liquideces” que buscaban valorizarse), los inversores institucionales adoptaron y propusieron a sus clientes lo que se llama una “gestión dual”. Por un lado constituyeron carteras de “gestión pasiva”, para cubrir sus costos. Por el otro delegaron la gestión activa de las colocaciones destinadas a ofrecer rendimientos elevados, ya sea a los *Hedge Funds* (existentes o que ellos mismos crearon), ya sea a los “fondos de fondos”, especialmente de *Private Equity*, especializados en las OPA con un fuerte efecto de palanca que también constituyeron solos o asociándose. Los *Hedge Funds* buscan colocaciones con rendimiento alto. Sus estrategias descansan en palancas de préstamos muy elevados, activos de alto riesgo y una rotación muy rápida de sus carteras. Con el 5% de los

activos gestionados en el mundo, los *Hedge Funds* realizan entre un tercio y la mitad de las transacciones diarias combinadas de Nueva York y Londres. El ingreso de nuevos actores en la industria de inversiones financieras en un contexto de liquideces masivas (cuya causa se explica más adelante) exacerbó la competencia. Se asistió entonces a la creación de instrumentos de colocación cada vez más complejos, generalmente basados en la titulización y la creación de lo que la jerga denomina los “*productos sintéticos*” en los que se realiza un “empaquetamiento” de acreencias de origen y fiabilidad muy distintos. Son los RMBS (*Residential Mortgage Backed Securities*) es decir los títulos adosados a préstamos inmobiliarios; los CDS (*Credit Default Swaps*) que son derivados de créditos que implica transferencias a través de un interés del riesgo ligado la tendencia de obligaciones de empresas; y finalmente los CDO (*Collateralied Debt Obligation*), que son “títulos derivados”, es decir el resultado de dos operaciones sucesivas de titulización. Como pudo verse desde agosto, estos títulos mantenidos en “gestión dinámica” por los bancos, contenían generalmente acreencias hipotecarias insolventes.

### **La desreglamentación del crédito interbancario.**

La quiebra en julio del 2007 de dos fondos de riesgo de la banca de inversiones neoyorquina Bear Stearns fue seguida el 4 de agosto por el anuncio de que el banco regional alemán IKW estaba en grandes dificultades y el Ministerio de Finanzas había intervenido para su salvataje. Después se anunció, el 9 de agosto, que BNP- Paribas había congelado tres fondos de riesgo invertidos en *subprime*, para detener el retiro de los capitales allí colocados por los inversores. La sacudida siguientes se produjo el 22 de agosto cuando se supo que en Nueva York tres grandes bancos habían recurrido a la facilidad de descuento de la Fed por cuenta de sociedades financieras clientes en dificultades, así como también que ese mismo día en Londres Barclays había sufrido el rechazo por el HSBC del crédito interbancario llamado “*over night*”, usual entre bancos para cerrar sus cuentas del día abriendo lo que *The Economist* llamó una “guerra fría” entre los mayores bancos de la City. Ellos saben que todos tienen inversiones en “productos sintéticos” con títulos sin valor, aunque ignoran en que grado ni con qué nivel de pérdidas potenciales. La incertidumbre se tradujo en una fuerte alza a mediados de agosto del mercado interbancario londinense (el Líbor) en el que los bancos, británicos y extranjeros, se financian y prestan mutuamente, afectando el funcionamiento del crédito interno del sector financiero.

En la configuración del sistema financiero de los años 2000, los fondos de inversión y otras sociedades financieras pudieron volverse, en tiempos normales, hacia el mercado monetario para emitir títulos de deuda de corto plazo (llamados *commercial paper*), garantizados con algunos de sus activos, de ahí su nombre *Asset Backed Commercial Paper* (ABCP). Después de agosto, tuvieron grandes dificultades para hacerlo. La capacidad de obtener fondos emitiendo estos ABCP depende de la calidad de los activos a los cuales se adosa la emisión. Hasta agosto los antes mencionados “productos sintéticos” satisfacían ese criterio, pero ya no es así, de modo que los compradores de ABCP se hicieron raros y el mercado se achicó. El estrechamiento del crédito interno del sector financiero, combinado por supuesto con la fuerte disminución de los precios del inmobiliario en el Reino Unido, provocó el episodio siguiente, la situación de quasi-quiebra de Northern Rock. Durante varios años, esta sociedad que es el quinto establecimiento de préstamos hipotecarios y el octavo banco del sistema británico, obtuvo fuertes ganancias financieras con el ahorro de particulares, pero sobre todo logrando muy fuertes sumas en el mercado de títulos ABCP. Su gestión, al igual que la de las sociedades de *Private Equity*, se basó en “el efecto palanca” que exige una rotación continua de préstamos elevados de corto plazo. Desde fines de agosto los bancos y los fondos ya no quisieron conceder préstamos a Northern Rock. El banco fue obligado a comunicarlo,

provocando la primer fuga de depositantes (*bank run*) en un país capitalista avanzado desde los años 1930. El Banco de Inglaterra y el gobierno británico se vieron obligados a intervenir para evitar la quiebra. Un proceso análogo de estrechamiento del crédito interno del sector financiero hizo caer una amenaza de quiebra sobre el *Hedge Funds* de capitales familiares franceses Oddo, considerado hasta el mes de agosto como un modelo de “gestión dinámica” exitosa. La contracción del crédito interno en el sector financiero es uno de los canales posibles de propagación de la crisis financiera hacia los mercados bursátiles, pues los *Hedge Funds* en dificultad pero poseedores de una cartera de acciones podrían ser obligados a venderlas. Después de agosto es sobre todo la caída de las cotizaciones de los bancos en su calidad de sociedades cotizantes en Bolsa lo que provocó la caída de los índices bursátiles. Las dificultades que conocieron fondos especulativos importantes acentuaron también las de los bancos.

### **Hipertrofia de los mercados de activos, acumulación de deudas y teoría del capital ficticio**

Si hiciera falta un hilo conductor para caracterizar la historia económica de los países capitalistas industriales avanzados durante las tres últimas décadas, sería el de la *acumulación de un monto extremadamente elevado de capital ficticio*, y la modificación de las políticas económicas y políticas para asegurar su mantenimiento. En este período y debido a la misma acumulación, se han producido cambios profundos en la composición del capital ficticio, en el sentido de un continuo aumento del carácter puramente ilusorio, imaginario, de los títulos que componen ese capital y deben liberar “ganancias”, así como de los peligros cada vez mayores que su emisión y su intercambio hacen pesar sobre el sistema financiero mundializado. Los mismos defensores de este sistema hablan de “fuga hacia adelante” y de decisiones que permitieron “que el genio se escape de la botella”, etc..

La categoría de “capital ficticio” se encuentra únicamente en Marx. Esboza sus contornos cuando escribe sobre el capital de préstamo a interés, pero también cuando examina la actividad de creación de crédito por los bancos. El término define la naturaleza de los títulos emitidos en contrapartida de préstamos a las entidades públicas o empresas (las obligaciones), o en reconocimiento a la participación en el financiamiento (generalmente inicial) del capital de una empresa (las acciones).

El contenido económico de estos títulos está dado por la pretensión de participar en la distribución de la ganancia (en una magnitud fijada por normas referidas al valor de las acciones) o a obtener beneficios vía el servicio de la deuda pública y la redistribución de ingresos centralizados impositivamente<sup>15</sup>. Para sus poseedores, estos títulos que puede ser negociables en cualquier momento en mercados especializados representan un “capital”, del que se espera un rendimiento regular bajo la forma de intereses y dividendos (una “capitalización”). Vistos desde el ángulo del movimiento de capital productivo de valor y plusvalor, tales títulos no son capital, en el mejor de los casos son el “recuerdo” de una lejana inversión; pero para sus poseedores son un “capital” no solamente por la apropiación de valor que posibilitan, sino por la posibilidad de cederlos sobre los mercados financieros y recuperar sumas líquidas que pueden ser nuevamente colocadas, consumidas o invertidas en el sentido preciso de la palabra.

El crédito creado por los bancos conlleva también una dimensión de creación de capital ficticio, y aunque asume diversas formas y puede ser más o menos importante, significa en definitiva que los bancos ponen a disposición de los “agentes económicos” sumas que no tienen. Para las empresas, son sumas que les permiten ya sea esperar pagos por venir, ya sea

---

<sup>15</sup> Sobre la teoría del “capital ficticio” esbozada por Marx a la que ahora toca dar pleno desarrollo, ver mi capítulo en Seminario Marxista *La finance capitaliste, op. cit.*

completar su propio capital en el momento de inversiones en actividades creadoras de valor y plusvalor. Para los particulares a los que se concede crédito, son sumas más allá de su ahorro y de sus ingresos corrientes les permiten construir o comprar una casa o comprar bienes de consumo. Las operaciones de creación de capital ficticio para las empresas o de medios ficticios para hacer compras implican un aumento de la masa monetaria en circulación. Son también un factor de riesgo. Los créditos creados necesariamente sobrepasa ampliamente el monto de las sumas depositadas en los bancos (cuya principal fuente en los países capitalistas avanzados es hoy el depósito de los salarios mensualizados): la cuestión es saber cual es la amplitud tolerable sin que el riesgo sea excesivo. Por ambas razones, durante mucho tiempo la principal misión de los bancos centrales fue vigilar a los bancos y controlar la amplitud de esta actividad de creación de crédito. Haciéndolo limitaban, de hecho, el monto de capital ficticio creado en el sector bancario.

Marx, que había advertido la importancia crucial de sistema de crédito para la fluidez de la producción, subrayó también que existían fuerzas dificultaban su control:

No solamente la mayor parte de los activos de los bancos es ficticio, puesto que está compuesto por títulos y esta clase de riqueza en dinero imaginario constituye una parte considerable no sólo de la riqueza en dinero de los particulares, sino también, como ya hemos dicho, de los banqueros.<sup>16</sup>

pero además

Al desarrollarse el capital a interés y el sistema de crédito, parece duplicarse y a veces triplicarse todo el capital por el diverso modo a como el mismo capital o simplemente el mismo título de deuda aparece en distintas manos bajo distintas formas.

Y precisa:

La mayor parte de este “capital-dinero” es puramente ficticio. Todos los depósitos con excepción del fondo de reserva, no son más que saldos en poder del banquero, pero no existen nunca en depósito. Cuando sirven para las operaciones de giros, funcionan como capital para el banquero, una vez que éste los presta. Los banqueros se pagan recíprocamente las mutuas asignaciones sobre los depósitos no existentes mediante operaciones de descargo en estos saldos.<sup>17</sup>

La acumulación de títulos y acreencias que ha tenido lugar desde hace casi cuarenta años fue inicialmente resultado por así decirlo mecánico del proceso en que intereses y dividendos pasaban a ser colocados en nuevos títulos. Y dado que el carácter ficticio de esta forma de capital no anula, sino que por el contrario exacerba su peso económico, político y social, el aumento del “poder de la finanza” contribuyó a reforzar el conjunto de los mecanismos conducentes a la acentuación de la desigualdad de ingresos, alimentando un flujo continuo de sumas en busca de colocación.

Esta sumas llegaron del conjunto del mundo y se incrementaron aún más con el reflujó en 1997-98 de los capitales que estaban colocados en Asia. El aumento de la masa de capitales a colocar o recolocar provocó ulteriores desarrollos. En primer lugar, los inversores financiero, comenzando por los inversores institucionales, ya no se conformaron con el rendimiento de sus carteras en intereses y dividendos. Ellos pasaron, para satisfacer las normas del “*corporate governance*” a una gestión llamada de “*total return*” en la cual el monto de las ganancias resultantes de la venta o del intercambio de títulos con alta cotización bursátil pasó a ser un elemento decisivo, e incluso el más decisivo para la evaluación de la performance de los gestores. Los grupos industriales comenzaron a recomprar sus títulos en Bolsa para sostener su valor y obtuvieron los fondos para tal inversión endeudándose. Este disparate es la

---

<sup>16</sup> C. Marx, *El Capital*, Libro III, t. 3, ob. cit., pag. 449.

<sup>17</sup> *Idem*, pag. 443.

expresión de una situación en que las exigencias de acumulación de capital ficticio se imponen por encima de las del capital orientado hacia la puesta en marcha del trabajo asalariados y la apropiación de plus trabajo.

### **La titulización y la naturaleza de las ganancias obtenidas en la esfera financiera**

El “*total return*” no fue más que una etapa. Con la atonía de los mercados bursátiles después del 2001-2002 y la caída de las tasas de interés a medio y largo plazo provocada por los efectos inflacionistas nacidos con la crisis asiática y luego por el monto cada vez más elevado de los excedentes comerciales y las reservas cambiarias de China, de India e incluso de Brasil en busca de colocación, los inversores institucionales adoptaron la “gestión dual”, como explicamos. E hicieron que los *Hedge Funds*, tratados con mucha desconfianza tras el salvataje obligado de LTCM, pasaran a ser instituciones “respetables” cuyas performances de rendimiento para los inversores fueron esperadas y admiradas. Nadie lo objetó. ¿Porqué? Porque los inversores financieros, así como también los bancos centrales creyeron tener finalmente una técnica milagrosa que garantizaba al sistema bancario contra el riesgo: la *titulización* generalizada. ¿Qué es esta *titulización* (en francés “*titrisation*”, aunque la expresión original en inglés es “*securitization*”? Pues consiste en “transformar las acreencias en manos de establecimientos de crédito, sociedades financieras, compañías de seguros o sociedades comerciales (las cuentas-cliente) en títulos negociables”<sup>18</sup>. Estos títulos tienen nombres estrafalarios pero es obligado mencionarlos. Están en primer lugar los RMDS (*Residential Mortgage Backet Securities*), adosados a los préstamos inmobiliarios. Se encuentran luego los CDS (*Credit Default Swaps*), derivados de crédito que conllevan la transferencia con intereses y elevadas comisiones del riesgo ligado a la posesión de obligaciones de empresas (estos CDS eran instrumentos de cobertura de riesgo, pero pasaron a ser instrumentos de colocación especulativa). Están finalmente los CDO (*Collateralized Debt Obligations*), que son “títulos derivados de títulos” que suponen dos operaciones sucesivas de titulización y una total opacidad sobre la composición del “producto sintético”. Han jugado un rol muy importante en la marcha de la crisis.

El autor del pequeño léxico del que tomé la definición de *titulización* agrega que esta técnica presenta múltiples ventajas:

brinda la oportunidad de diversificar las fuentes de financiamiento, la transferencia a terceros de la gestión de los reembolsos anticipados y por lo tanto del riesgo de la tasa de refinanciamiento, el respeto de las porcentajes de solvencia bancaria (ratio Cooke) y la creación de un nuevo producto financiero que pasa a ser negociables en un mercado.

Y concluye:

el advenimiento de la titulización constituye una revolución financiera fundamental en la medida en que esta técnica representa la generalización de la transferencia de los riesgos a quienes en mejores condiciones de asumirlos están.<sup>19</sup>

Son palabras que reflejan la opinión casi unánime de los profesionales de las finanzas, que siguen proclamando que no hay que cuestionar la titulización. Pero como lo ha mostrado el curso de la crisis hipotecaria y su transformación en crisis de liquidez del sistema financiero, es un espejismo creer que existirían prestamistas “en mejores condiciones de asumir el riesgo” asegurando la perennidad de la cadena de créditos transferidos en cascada. Lo único que hay son fondos dispuestos a asumir riesgos más elevado que otros en el marco de un sistema extraordinariamente opaco, desprovisto del cualquier mecanismo de regulación y

---

<sup>18</sup> Bertrand Jacquillat, *Les 100 mots de la finance*, Paris, PUF, 2006, pag. 91.

<sup>19</sup> *Idem*.

alimentado por la “sobre-liquidez” de capital ficticio y que, en determinado momento, ya no encuentran a nadie sobre quien descargarse.

Las “ventajas” que se atribuyen a la titulización parecen responder como un eco a la cita de Marx que antes hicimos. Y una de estas “ventajas”, completamente contemporánea, tiene que ver con la utilización de la titulización por los bancos para evadir (aunque respetando formalmente) las reglas que el Banco de Reglements Internacionales (BRI) intentó montar, especialmente en lo referido a los niveles mínimos de fondos propios. La titulización permitió que los bancos colocaran en una contabilidad paralela, llamada “fuera de balance”, un monto cada vez más elevados de acreencias. La incertidumbre relativa a la dimensión de estos compromisos fuera de contabilidad formal es una de las causas de inquietud de los especialistas en cuanto la posibilidad de que se produzca un “*crédit crunch*” en el sentido fuerte, es decir una contracción del crédito a la economía. El recurso la titulización así como la filialización por los bancos de los fondos riesgosos es una etapa más en la des-especialización de los bancos desde que la liberalización financiera puso fin a su primacía en materia de préstamos a las empresas. Bajo efectos de la competencia de los fondos de pensión y de los *Mutual Funds*, los bancos se lanzaron a préstamos remunerativos pero cada vez más riesgosos. Estuvieron en el corazón de la crisis hipotecaria de 1990-92. Luego se hicieron cargo del refinanciamiento de los créditos bancarios emitidos en los países del sudeste asiático hasta retirarse brutalmente en 1997, con pérdidas en algunos casos, especialmente en Indonesia. Después del 2004, se lanzaron a los mercados de efectos *titulizados* por intermedio de filiales de alto riesgo. Y hoy están tocados por el estallido de la burbuja inmobiliaria. Queda por abordar un último aspecto de los cambios que tuvieron lugar en la composición del capital ficticio en estos veinte años: la aparición, al lado de la búsqueda de intereses y de dividendos, de lo que se puede llamar “ganancias ficticias”. Venían de antes, pero con un rol muy secundario. Es lo que expresaba el término “*windfall profits*” utilizado en los años 1920-1930 para designar las ganancias resultantes de especulaciones bursátiles exitosas. Los “*profits fictifs*” se oponen a las “acreencias fuertes” asociadas a la acumulación de capital-dinero a interés, es decir con pretensiones de llegar a compartir el valor y plusvalor bajo la forma de pago de intereses sobre los préstamos al estado y dividendos a que alude la expresión “dictadura de los acreedores”. Las “acreencias fuertes” están asentadas sobre mecanismos económicos y medios de coerción política que garantizan su efectividad excepto en caso de muy grandes crisis, guerras o revoluciones (por ejemplo, los “títulos rusos” perdidos en 1917). Se está ante “capital ficticio” en el sentido ya explicado (capital para los poseedores de títulos, vestigio de inversiones pasadas desde el punto de vista del movimiento de acumulación propiamente dicho), pero posibilita transferencia de valor y de plus-valor hacia grupos sociales con rasgos parasitarios que no son para nada de ficticios. En el momento de los crack financieros, el carácter ficticio de los títulos se descubre a expensas de su poseedores. Pero hasta entonces, son instrumentos de transferencias muy reales, que modifican la distribución del ingreso y que pesan sobre las inversiones.

La otra gran forma de acreencias que da lugar a una transferencia efectiva de ingresos, tomado sobre los salarios para los préstamos a los particulares y sobre las ganancias para los préstamos a las empresas, es la que nace del crédito. La fuerza de estas acreencias es menor, a veces muy débil. La capacidad de los acreedores de imponer el pago tiene límites. Así lo prueban las “acreencias dudosas” que exigen precauciones especiales por parte de los bancos, pues la quiebra de los deudores ocasiona verdaderas pérdidas para los prestamistas. En todo caso, lo novedoso fue la aparición (desde mediados de los años 1990 y más aceleradamente a partir del 2001) junto a las acciones y las obligaciones, de un monto cada vez más elevado de títulos cuya valorización descansa únicamente en un proceso de circulación interno a la esfera financiera. La ficción alcanza su punto culminante pues el “valor” de estos títulos sólo se mantiene en tanto y en cuanto su circulación no se interrumpa, y las sociedades financieras

continúen aceptándose los títulos de unas y otras entre sí. Las “ganancias” provenientes de ocuparse de estos títulos y de la liquidación exitosa de las deudas subyacentes son “ganancias ficticias”. Con el pasaje al “*total return*” y la formación de la burbuja del Nasdaq, las “ganancias ficticias” cobraron mayor importancia. La crisis en desarrollo demuestra que la titulización pero también un conjunto de prácticas desarrollada por los bancos de inversiones y los “*Hedge Funds*” han relegado esta forma a un segundo plano. En un reciente trabajo, Reynaldo Carcagnolo y Paulo Nakatani<sup>20</sup> atribuyen a las “ganancias ficticias” la recuperación de la curva de la tasa de ganancia durante los años 90. Un artículo de *The Economist* atestigua de la importancia de las sumas provenientes de las especulaciones y las comisiones por la gestión de las sociedades financieras así como de su inclusión (en los Estados Unidos) en las contabilidades bajo la rúbrica “ganancias”<sup>21</sup>. También son incluidos por las sociedades cotizantes en Bolsa en sus ganancias operacionales (*operating earnings*) y además están incluidas en las ganancias registradas en la contabilidad nacional. Las “ganancias” sacadas de las colocaciones y las especulaciones financieras representa el 27% de las ganancias de las 500 sociedades del index Standard & Poor y una tercera parte del crecimiento de las ganancias de las sociedades norteamericanas en la última década se debería a las sociedades financieras (todas las cifras provienen del artículo de *The Economist*). Pero es imposible acordar con Carcagnolo y Nakatani cuando escriben que estas ganancias fueron un “nuevo factor poderoso que vino a contrarrestar la baja tendencia de la tasa de ganancia”. Los factores que contrarrestaron pasajeramente la baja de la tasa de ganancia deben ser buscados en otra parte: sólo los factores que afecten la tasa de explotación o el precio de los elementos constitutivos del capital constante pueden hacerlo. Las “ganancias ficticias” son una emanación de la hipertrofia financiera y están condicionadas por su extrema vulnerabilidad. Hoy los especialistas, incluido el autor del artículo del *The Economist*, esperan que caigan fuertemente provocando impactos macroeconómicos coyunturales posiblemente serios, y por lo tanto con rebote sobre la actividad de las empresas.

### **Los gastos medios de acción de los bancos centrales y la rivalidad de las monedas.**

La política monetaria se ha convertido en el principal medio de política económica anticíclica. Está conducida por los bancos centrales junto con los gobiernos en todas partes, excepto en la zona del euro donde prevalece la sacrosanta independencia del Banco Central Europeo. Esta política descansa esencialmente en dos instrumentos: la creación de liquidez en beneficio de los bancos o de otras sociedades financieras en dificultad y la baja de las tasas de interés directrices que fijan el precio de los préstamos a corto plazo. Pero lo que estos dos medios de manejo de la crisis financiera tienden a mostrar, es que los bancos centrales han quemado sus cartuchos o tienen en el mejor de los casos cartuchos mojados. La Fed, el Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo pusieron a disposición de las sociedades financieras en dificultades créditos importantes sin lograr con esto detener la progresión de la crisis en el seno del sistema financiero. La Fed bajó sus tasas medio punto, lo que es una baja importante, el 18 de septiembre. La Bolsa se regocijó, pero al día siguiente los comentaristas serios explicaban que eso no tendría ningún impacto sobre el mercado hipotecario y como máximo frenaría el proceso de contagio hacia otros sectores de la economía norteamericana. Estos instrumentos están gastados por dos razones: su utilización reiterada, y el desborde de los bancos centrales por mecanismos resultantes de la mundialización financiera. Michel Aglietta es quien da la explicación más seria del primer aspecto: son las exigencias y los efectos del régimen del valor accionario que llevaron a su utilización reiterada. Vale la pena citar a Aglietta extensamente, testimoniando de paso el abandono implícito pero impactante

---

<sup>20</sup> “Capitalismo especulativo y alternativas para América Latina”, en *Herramienta* n° 35, junio 2007.

<sup>21</sup> *The Economist*, 15/9/2007, pag. 88.

de las tesis que defendía en 1997 con respecto a los encadenamientos virtuosos del “capitalismo de mañana”:

para mantener una ganancia alta y regular hace falta una demanda dinámica. La misma no puede provenir de los países emergentes, porque están en situación estructural de balanza de pagos excedente. No puede provenir de los ingresos salariales, cuyo crecimiento es débil. Proviene de los ingresos distribuidos a los accionistas y a la élite dirigente, pero la masa global de estos ingresos es insuficiente para sostener una demanda agregada y creciente rápida. El capitalismo contemporáneo encuentra la demanda que permite realizar las exigencias del valor accionario en el crédito a los hogares. Este proceso alcanza su paroxismo en los Estados Unidos. Alimenta los desequilibrios financieros globales que se acumulan siguiendo una pendiente sin contra-tendencia. El lazo del crédito y el principio del valor accionario es estrecho. Empujando al alza de los precios de los activos patrimoniales, el crédito desconecta el consumo del ingreso disponible.<sup>22</sup>

El recurso a tal procedimiento necesariamente tiene un límite. Llega el momento en que el precio de los activos patrimoniales, sobre todo los activos inmobiliarios, ya no puede subir, comienza a estancarse y luego a bajar, a causa de los mecanismos endógenos de todo ciclo, especialmente los que terminan en burbuja financiera. El consumo no puede tampoco ser relanzado indefinidamente mediante el crédito, porque el endeudamiento ya es muy alto. El banco central quiere socorrer a sociedades financieras proveyéndoles liquidez de urgencia y bajando la tasa de interés sobre la que todavía se apoya: pero no es suficiente, y el movimiento hacia la recesión continúa. Así se constata tras dos meses de intervención de la Fed bajo la dirección de Ben Bernanke, el desdichado heredero de Alan Greenspan, que fue quien utilizó los “instrumentos de banquero central” hasta gastarlos.

El agotamiento de la eficacia de medios demasiado utilizados se conjuga con la total pérdida del control de los bancos centrales sobre variables que tradicionalmente debían manejar sino controlar: la cantidad de las monedas de distinto tipo en circulación. La integración de los mercados financieros nacionales en un espacio de circulación de capital dinero ahora mundializado en el sentido fuerte de la palabra se lo impide. Para lograrlo, deberían desarrollar entre ellos una cooperación muy estrecha. El aumento descontrolado de la masa de divisas y de simples escrituras que se presentan como “monedas” tuvo en particular dos causas. La primera es lo que se llama “*carry trade*”. Sobre todo se acusa a Japón. El banco central fue forzado a mantener sus tasas de intereses directrices en un nivel muy bajo en la esperanza de relanzar la demanda interior. En otras partes, las tasas fueron más altas, siempre superiores en tres o cuatro puntos y en el caso de países como Brasil, la distancia fue mucho mayor aún. Cualquier sociedad financiera instalada en la plaza de Tokio, fuese japonesa o una filial extranjera, tuvo la posibilidad de jugar sobre el diferencial de remuneración del dinero para comprar activos financieros en donde a ellos les resultaban muy barato. Como dijimos, sólo una estrecha cooperación entre los bancos centrales para poder nivelaran las tasas directrices podría terminar con esa práctica. ¡Y sería necesario mucho más todavía para controlar el monto de las liquideces mundiales! Y aquí llegamos a la segunda causa: el aumento de la liquidez mundial. Son las reservas, sobre todo en dólares y un poco en otras grandes monedas, resultantes de los excedentes comerciales de los nuevos países industriales de Asia, de los países beneficiarios de rentas energéticas “petróleo y gas” (mientras duren) y de los países exportadores de productos mineros y agroindustriales (Brasil, etcétera). Su monto justificaría una cooperación entre bancos centrales que condujese a la esterilización de una fracción muy alta de las reservas. Pero estamos lejos de esto. Los Estados Unidos no mostraron hasta el presente ningún interés, pues las reservas extranjeras han financiado el déficit presupuestario norteamericano y fueron incluso llevadas a los mercados de titulización

---

<sup>22</sup> “Le capitalisme de demain” en *Notes de la Fondation Saint-Simon* n° 101, noviembre 1998.

de las deudas de los particulares. Michel Aglietta da estas cifras: sobre los 850 mil millones de dólares de capitales extranjeros que requiere el financiamiento de la economía norteamericana, solamente 170 mil provienen de otros bancos centrales y 680 de los inversores privados, 600 mil millones de ellos como billetes de Tesorería u obligaciones en promedio al primer trimestre del año 2006. Estos títulos están emitidos por empresas no financieras y financieras y surgen sobre todo de la titulización de los créditos. Los no residentes aseguran el 50% del refinanciamiento de la deuda de los hogares. Y subraya que “esta repartición del financiamiento externo de los Estados Unidos entre los bancos centrales y los inversores privados extranjeros es estructural”<sup>23</sup>.

Lejos de sentar las bases de una cooperación sobre tasas de cambio y regulación de la liquidez global en función de las necesidades de pagos internacionales, las autoridades políticas y monetarias de los países o de las uniones económicas con monedas importantes, se encierran en atender cada uno sus intereses o en políticas que traducen impases institucionales profundos. Vemos algunos pocos ejemplos. La Fed bajó su tasas de interés respondiendo a presiones internas en los Estados Unidos, la medida no tenía prácticamente ninguna posibilidad de lograr algo más que frenar el movimiento hacia la recesión, pero tuvo en cambio un impacto inmediato en la tasa de cambio del dólar con las otras monedas. El alza del euro así provocado, de rebote contribuirá a propagar la recesión hacia los países miembros de la zona euro, con el inmediato aumento de las tensiones entre esos países que deben enfrentar a la mundialización desde economías sensiblemente diferente. El estallido del euro, en caso de que el Banco Central Europeo siga conduciendo una política cuyo peso solo Alemania puede soportar, está siendo discutido abiertamente por economistas con responsabilidades en la esfera financiera. El principal escenario de riesgo sistémico monetario y financiero es el que podría nacer de la baja del dólar más allá de cierto umbral (que nadie puede adivinar). La pérdida de confianza en el dólar en los mercados financieros internacionales obligaría a los bancos centrales de Asia a dejar de sostener la moneda norteamericana. La especulación contra el dólar se desencadenaría.

Las interdependencias de mercado harían entonces su trabajo: alza de las tasas de interés norteamericanas; caída de los precios de los activos en el mundo; revelación de los sobreendeudamiento de numerosos agentes económicos en muchos países; y por lo tanto recesión mundial por deflación de balances.<sup>24</sup>

### **La posición estratégica de Asia en el desarrollo de la crisis financiera.**

A fin de octubre del 2007, parecía perfilarse una desaceleración de la producción y el empleo en los Estados Unidos, pero también en Europa. En los Estados Unidos, lo motoriza el cambio de signo del mercado inmobiliario. Más allá del desgaste de los medios de intervención monetarios, los efectos de la burbuja en las actividades inmobiliarias son en todo caso mucho más amplios y mucho menos fáciles de absorber que un crack bursátil. El servicio de estudios económicos de Goldman Sachs titula “Inmobiliario Estados Unidos, un círculo vicioso con raíces profundas” y calcula que sus efectos durarán varios meses. El 16 de octubre, la publicación del índice de los indicadores de las previsiones de los profesionales (las peores desde 1985) y sobre el número de quiebras individuales (las más numerosas desde hace 20 años), fue continuado por las declaraciones del presidente de la Fed y del Secretario de Estado del Tesoro sobre la gravedad de la crisis del inmobiliario privado. *The Economist* plantea interrogantes sobre la situación en el inmobiliario de oficinas. Los operadores en la Bolsa actúan de manera completamente irracional. El *Wall Street Journal* del 1 de octubre 2007

---

<sup>23</sup> M. Aglietta y L. Berrebi, *Désordres... op. cit.*, pag. 311.

<sup>24</sup> *Idem*, pag. 382.

ironiza tras la suba de cotizaciones que siguió al anuncio de las pérdidas del tercer trimestre de los bancos Citibank y UBS, “¿qué calamidad será necesaria para hacer que los inversores comprendan la situación?”. A fin de octubre *The Economist* constata que “la euforia de fines de septiembre de los inversores financieros se evaporó”. La tasa de crecimiento del tercer trimestre fue superior a lo esperado, pero en los Estados Unidos se espera un cuarto trimestre en el que se conjuguen el efecto de la crisis inmobiliaria y de la suba del precio del petróleo. Por esto la Fed nuevamente bajó sus tasas un cuarto punto el 31 de octubre de 2007. Europa sufre ahora los efectos no sólo de las tasas de cambio muy elevadas del euro, sino también los de la suba del barril de petróleo y los productos alimenticios. La coyuntura alemana muestra signos contradictorios. En septiembre el índice de confianza de los empresarios alemanes publicado por el instituto privado de coyuntura IFO bajó por cuarta vez consecutiva. El choque subjetivo del anuncio de que los bancos alemanes fueron bañados por la especulación *subprima* fue seguido por la disminución del consumo interno a consecuencia del fuerte alza de los precios alimenticios y el aumento de la TVA. La economía está motorizada por las exportaciones, es decir por Asia.

Asia y sobre todo China determinarán el rumbo de la crisis financiera. Esta parte de la economía mundial es escudriñada por los economistas de los países industriales. Buscan mecanismos estabilizadores capaces de contrarrestar los riesgos de crisis que operan en los Estados Unidos y Europa. Buscan también datos que confirmen o desmientan los temores de sobre acumulación. El “modelo de crecimiento” de China es del llamado “arrastrado por las exportaciones”. Más del 40% del producto interior bruto chino depende de sus exportaciones. Después del 2005 las exportaciones netas representan la tercera parte del crecimiento chino. Los Estados Unidos son el principal mercado de China. Se estima que el grupo de distribución Wal-Mart, que posee una red densa de tercerización en China, asegura cerca del 10% de las ventas chinas en el exterior, la mayor parte a los Estados Unidos. China buscará compensar el desaceleramiento de la demanda norteamericana volviéndose hacia otros mercados, pero puede llegar el momento en el que, como ocurrió con Corea en octubre de 1997, los efectos de la sobre acumulación se transformen en factor inmediato de propagación internacional de la crisis. Las inversiones representan el 45% del producto interior bruto y siguen aumentando a un ritmo del 25% anual.

China tiene mecanismos de sobre acumulación específicos, de los que habla Michel Aglietta en el libro que escribió con Laurent Berrebi. La anarquía de la competencia inherente al capitalismo, uno de cuyos efectos clásicos es la sobre acumulación, en China está también alimentado por las rivalidades entre los aparatos políticos de las ciudades grandes o muy grandes y de las provincias, así como por la corrupción. A pesar de las medidas en principio estrictas prohibiendo nuevas inversiones,

el gobierno tiene dificultad para frenar los gastos en el inmobiliario, las infraestructuras camineras y nuevas construcciones de fábricas. Esta situación se debe en parte a las provincias y a los industriales locales. Los primeros buscan afirmar su autonomía frente al poder central y alientan indiscriminadamente la implantación de industrias locales, los segundos buscan aprovechar la euforia general..<sup>25</sup>

Los bancos, que las autoridades controlan con mucha dificultad, alimentan las inversiones con créditos y a pesar del anuncio de que el monto de las acreencias bancarias dudosas disminuyó, una crisis del sistema bancario es posible en cualquier momento. Con ganas de encontrar en China los mecanismos estabilizadores que necesita el capitalismo mundial, *The Economist* se tranquiliza diciendo que las inmensas reservas cambiarias permitirán que el gobierno evite el hundimiento sistema bancario. Pero todos los observadores acuerdan en que el único remedio para la superproducción sería una reorientación de la actividad económica desde un

---

<sup>25</sup> *Ibid.*, op. cit. pag. 267.

crecimiento extravertido a un crecimiento más autocentrado. Más allá de la nueva “clase media” beneficiada por las repercusiones de la integración de China a la economía mundial, esto supondría cambios relativos a la libertad de organización política, el derecho de los asalariados a construir sindicatos independientes y defender sus reivindicaciones mediante huelgas. En un libro específicamente referido a China escrito por Michel Aglietta con Yves Landry, se recuerda que

pasada la fase de recuperación cuantitativa donde bastaba invertir para generar crecimiento, viene la fase cualitativa donde sólo el mejoramiento de la productividad y el reforzamiento institucional sostienen el crecimiento y lo transforman en desarrollo durable. En esta segunda etapa, los factores clave son la educación, la valorización de la iniciativa y la creatividad, que permiten la emergencia de nuevos modos de organización y nuevas estructuras. La libertad de debate y la presencia de contra poderes son entonces elementos esenciales que dan una flexibilidad indispensable a las estructuras.

Estos autores constatan sobriamente que “China todavía está lejos”<sup>26</sup>. El tenor de los debates en el Congreso del Partido Comunista chino acaba de confirmarlo estrepitosamente.

En su dossier sobre China<sup>27</sup>, *The Economist* da mucha importancia a las exportaciones chinas hacia la Unión Europea, que han comenzado a crecer más que los dirigidos hacia América del Norte. La Unión Europea está totalmente abierta a la economía mundial y está paralizada políticamente. Ambas cosas son mucho menos ciertas en los Estados Unidos. Sin duda se asistirá entonces a un ascenso de medidas proteccionistas que los enfrentarán con China. Para completar la valoración del lugar de China en la red mundial de mecanismos potenciales de propagación de crisis se debería incluir sus relaciones con los países vecinos de Asia, así como también con la parte de la economía mundial que no hemos considerado en este texto y quedará para otro artículo. Los países que proveen a China los productos de base y los productos alimenticios que requiere, sólo serían afectados si entrara en recesión y crisis abierta de sobre acumulación. No ocurre lo mismo con los países que producen el mismo tipo de productos, por ejemplo textiles. Ellos, por ejemplo Túnez y Marruecos, sufren ya de lleno la competencia de China. Incluso una contracción limitada la capacidad de los Estados Unidos y de la Unión Europea para recibir las importaciones provenientes de China y otros países de Asia acentuará la presión de las mercancías asiáticas sobre ellos y agravará sus dificultades.

*La hipótesis sostenida en este artículo es que la economía mundial se dirige hacia una crisis relativamente importante. Dado que toda crisis lleva la marca del momento en que surge y de las contradicciones características del mismo, esto es lo que el artículo procuró aclarar. Toda crisis de cierta amplitud nos recuerda el carácter y los límites históricos del capitalismo: seguramente tendremos mas oportunidades de referirnos a ello, sabiendo de todos modos que eso no basta para asegurar su superación.*

Traducción de la revista Herramienta, [www.herramienta.com.ar](http://www.herramienta.com.ar) a la que agradecemos que nos hayan autorizado la reproducción.

---

<sup>26</sup> M. Aglietta e Yves Landry, *La Chine vers la superpuissance*, Paris, Economica, 2007, pag. 66.

<sup>27</sup> “How fit is the panda?”, *The Economist* 29/11/2008.