

# Crisis global: De las hipotecas a la recesión generalizada

Arturo Guillén\*

*« Le vieux monde se meurt. Le nouveau monde tarde à paraître. Et dans ce clair-obscur les monstres surgissent » Antonio Gramsci*

## Resumen

El artículo enmarca la crisis inmobiliaria como uno de los cuatro procesos de crisis que enfrenta el mundo en la actualidad. Estos son la crisis ecológica, la crisis energética y la crisis alimentaria. Sin embargo no se el objetivo abordar tan amplia perspectiva de los cuatro Jinetes del Apocalipsis que cabalgan por el mundo. En esa perspectiva se presentan los orígenes de la crisis de los bienes raíces, ubicándola en la década de los noventa en relación con la crisis del Nasdaq, y posteriormente se realiza una cronología de la crisis inmobiliaria. Las diferentes hipótesis teóricas utilizadas para su explicación, como la recesión y alcance de la misma en los próximos meses llevan a conclusiones interesantes.

**Palabras Clave:** Crisis Financiera, Valores, Finanzas Internacionales

## Abstract

The article situates the real estate crisis as one of the four processes of crisis that the world currently faces. The others are the ecological crisis, the energy crisis and the food crisis. The objective of this article is not to present an broad perspective of these four horsemen of the apocalypses. Rather, the article analyzes the origins of the real estate crisis and situates them in the 1990s in relation to the NASDAQ crisis and later presents a brief chronology of the real estate crisis. The different theoretical hypotheses used to explain the recession and its impacts in the coming months lead to several interesting conclusions.

**Key Words:** Financial Crises, Asset Pricing, International Financial Markets

## Introducción

Hace más de un año que la crisis inmobiliaria que comenzó a manifestarse a comienzos de 2007, provocó una crisis financiera de grandes proporciones con efectos sistémicos. A la fecha, a pesar de las enormes pérdidas registradas en los mercados financieros y del alto costo de los rescates y de las inyecciones de liquidez efectuadas por los bancos centrales, la inestabilidad financiera está

---

\* Profesor - Investigador Titular del Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana (UAM), Unidad Iztapalapa. Coordinador del Posgrado en Estudios Sociales, Línea Economía Social, y Coordinador General de la "Red Eurolatinoamericana de Estudios para el Desarrollo Celso Furtado". Correo electrónico: [artguillenrom@hotmail.com](mailto:artguillenrom@hotmail.com)

lejos de haberse superado. Además, los datos apuntan al inicio de una recesión de alcance global.

La crisis inmobiliaria es sólo uno de los cuatro procesos de crisis que enfrenta el mundo en la actualidad. Junto a ella se entrelazan otros procesos de crisis iguales o más importantes, como la crisis ecológica (donde destacan los problemas derivados del calentamiento del planeta), la crisis energética y la crisis alimentaria. No es el objetivo de esta ponencia abordar desde una perspectiva tan amplia esos cuatro Jinetes del Apocalipsis que cabalgan sobre el mundo. Su objetivo es más modesto. Se pretende avanzar en el análisis de los orígenes, causas y principales repercusiones de la crisis inmobiliaria. En el apartado 2 se analizan los antecedentes de esta crisis, que se ubican en el largo *boom* de los años noventa, pero que se refuerzan con la crisis del Nasdaq del año 2000 y con las políticas adoptadas para salir de la misma. En el apartado 3 se presenta una breve cronología de la crisis inmobiliaria. En el 4 se sugieren algunas hipótesis para su comprensión teórica. En el 5 se comentan los programas de rescate implementados por los gobiernos, así como las dificultades que enfrentan para superar la crisis. En el 6 se efectúa un acercamiento sobre el alcance de la recesión de corte global que se perfila desde los primeros meses de 2008. Finalmente, en el se presentan algunas conclusiones.

### **Antecedentes**

Durante los años noventa del siglo pasado, la economía estadounidense vivió la expansión cíclica más larga de su historia moderna, más larga incluso que la experimentada en la década de los sesenta, al calor de la guerra de Vietnam. El ascenso de la “nueva economía” – el desarrollo de la informática, del Internet y las telecomunicaciones – asociado a la globalización y a una

burbuja en los mercados financieros, llevaron a algunos a postular, como sucede en las fases duraderas de auge, el fin del ciclo económico y de las crisis [Guillén, 2007]. La burbuja del mercado inmobiliario fue parte de la fiesta. Tan sólo, entre 1997 y 2006, los precios de los bienes raíces se dispararon 93%, cuando en los cien años anteriores, los precios de los bienes raíces oscilaron 10 o 20 por ciento en cada ciclo, hacia arriba o hacia abajo, dependiendo de las condiciones de la acumulación de capital [Roubini, 2007].

La expansión de los noventa concluyó en una crisis financiera el año 2000, la cual desplomó las bolsas de valores de la mayoría de los países y condujo a la recesión de la economía norteamericana en el periodo 2001-2002. Los problemas se agravaron con el ataque terrorista del 11 de septiembre de 2001. Sin embargo, no obstante la severidad del desplome bursátil – sobretudo en los valores de las acciones tecnológicas - la recesión, contra lo que esperaban muchos analistas incluyéndome, fue bastante benigna. Las amenazas reales de deflación sustentadas en los altos niveles de endeudamiento alcanzados con el boom, se disiparon. Los Estados Unidos (EU) no siguieron el camino de Japón en los noventa y en el primer trimestre de 2002 el crecimiento del PIB se recuperó, aunque a tasas menores a las del *boom*.

La recuperación fue factible por la continuidad del *boom* inmobiliario. El “efecto riqueza” se mantuvo a pesar del desplome bursátil. La atracción de sustanciales flujos externos de capital permitió la continuidad en el crecimiento del consumo privado y de las importaciones, así como el mantenimiento de la tasas de inversión. La “burbuja inmobiliaria” sustituyó a la “burbuja de la nueva economía”. Como afirmó Robert Samuelson [citado por Greenspan, 2007: 230]: “El *boom* inmobiliario salvó la economía (...) Hartos del mercado de acciones, los estadounidenses se volcaron en una orgía de bienes raíces”

En sus memorias, el expresidente de la Reserva Federal (FED), Alan Greenspan, reconoce el papel del *boom* inmobiliario en la salida de la recesión 2001-2002 y su relación con la baja en las tasas de interés

“La poca profundidad de la recesión pareció ser una consecuencia de la fuerzas económicas globales que habían bajado las tasas de interés a largo plazo y habían encendido un alza pronunciada de los precios de las casas en muchas partes del mundo. En EU las casas se habían incrementado tanto en su valor que las familias sintiendo la euforia, parecían más dispuestas a gastar” [Greenspan 2007: 225]:

Y en otra parte vuelve sobre el punto: “El gasto de los consumidores cargó con la economía en el malestar post-9/ 11, y lo que sostuvo el consumo fue la vivienda”. [Ibíd., 229]

El valor de la propiedad poseída por los habitantes de EU. se elevó de alrededor de 10 billones (*trillions*) de dólares en 2000 a cerca de 20 billones en 2005, testimoniando una de las burbujas más grandes de la historia. En el periodo 2000-2002, los precios de las casas aumentaron 7.5% al año, más del doble de la tasa registrada en los años anteriores. En 2006 alrededor del 69% de las familias eran propietarios de sus casas, contra 64% en 1994 y 44% en 1940 [Ibíd: 229-230]. Al final del *boom* inmobiliario al saturarse el mercado, es cuando entran en escena los llamados préstamos *subprime*, concedidos a grupos de bajos ingresos, bajo condiciones leoninas, riesgosos y sin garantías [Jorion, 2008].

La burbuja inmobiliaria fue alimentada por la política monetaria laxa seguida por la FED para evitar el pánico que siguió al derrumbe de las Torres Gemelas, y por el temor de que la economía estadounidense desembocara en un proceso de deflación generalizada. Ello alentó extraordinariamente el endeudamiento y el carrusel de nuevos instrumentos financieros, de bonos y obligaciones, así como de instrumentos derivados.

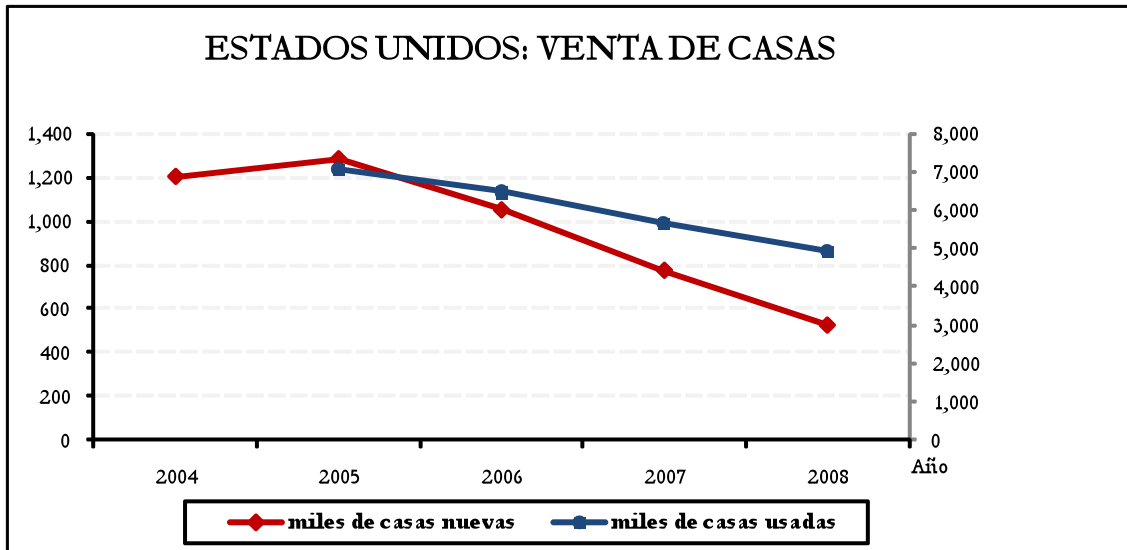
La “financiarización” de la economía fue respaldada por la desregulación promovida desde el Estado desde los años ochenta, y que implicó el abandono del Acta de la Glass-Steagall, que existía desde el New Deal roosveltiano. Esa Acta establecía límites sectoriales y regionales a la actuación de los grandes bancos en los distintos mercados financieros. La desregulación se reforzó en 1999 con la expedición del Acta de Modernización de los Servicios Financieros (Gramm-Leach-Bliley Act), la cual legalizó la creación de holdings bancarios que podrían efectuar todo tipo de operaciones financieras. Por otro lado, los mínimos de capitalización exigidos por el Banco de Pagos de Basilea orillaron a los bancos a mover sus negocios hacia intermediarios no bancarios y a operaciones “fuera de balance” [Kregel, 2008].

### **El desarrollo de la crisis financiera**

Los problemas en el sector inmobiliario se hicieron visibles a principios de 2007. El *boom* había llegado a su fin en 2005 (gráfica 1). La venta de casas disminuyó sensiblemente durante el primer trimestre de 2007, sobre los ya deprimidos datos de 2006. Los primeros síntomas de fragilidad financiera se presentaron en las hipotecas *subprime*. La cartera vencida en estos créditos concedidos sin garantías y con alto riesgo, comenzó a crecer como la espuma. Sociedades hipotecarias como New Century Financial, Nova Star, Country Wide Financial, Washington Mutual y otras debilitaron seriamente su posición financiera.

Estos problemas coincidieron con bajas en las ganancias corporativas en otros sectores, destacadamente en la industria automotriz estadounidense, la cual enfrenta pérdidas severas desde hace varios trimestres agobiada por la competencia de las firmas japonesas y europeas.

GRAFICA 1



Fuente: [www.census.gov](http://www.census.gov)

En julio de 2007, la tormenta arreció. El mercado de bonos y de derivados vinculado a los préstamos hipotecarios, se quebrantó. El castillo de naipes de la “securitización” o bursatilización (mercado basado en las obligaciones) construido en el largo *boom* inmobiliario que viene desde los noventas, se vino abajo<sup>1</sup>. Durante el auge, el mercado de obligaciones y de derivados funcionó sin contratiempos. Los bancos acreedores de las hipotecas liberaron recursos mediante la titulación de las carteras y trasladaron los riesgos al mercado de obligaciones. Los riesgos se diversificaron y se diluyeron entre una cadena de intermediarios financieros (bancos de inversión, fondos institucionales, aseguradoras, etc.). Los intermediarios no bancarios se beneficiaron de las comisiones y del alza de los precios de los bonos. Las agencias calificadoras, fieles amanuenses (alcahuetes en el léxico mexicano) del capital financiero, se prestaron cómodamente al casino, mediante la

<sup>1</sup> Los principales instrumentos ligados a las hipotecas son los CDOS (obligaciones de deuda colateralizadas) y los CLOS (obligaciones de créditos colateralizadas). Sobre ellos se construyeron instrumentos más sofisticados como los SIVS (vehículos especiales de inversión) y los CONDUITS.

asignación de altas calificaciones a los bonos hipotecarios, ahora convertidos en basura.

Las bolsas de valores, que se habían recuperado de la crisis del NASDAQ, acumularon durante la primera mitad de 2007 altas ganancias beneficiándose del *boom* inmobiliario y del crecimiento generalizado de las economías alrededor del globo. Bienes raíces, obligaciones y acciones se retroalimentaban en una espiral ascendente.<sup>2</sup> Pero en julio de 2007, las bolsas comenzaron a resentir los efectos de la crisis inmobiliaria. En septiembre las bolsas vivieron una relativa calma, pero a partir de octubre no han dejado de experimentar fuertes sacudidas conforme la crisis se profundiza. (ver cuadro 2).

La caída bursátil comenzó el 9 de agosto cuando el banco francés PARIBAS anunció la suspensión de las operaciones de sus tres principales fondos de inversión. Este anuncio significaba que la debilidad en el mercado inmobiliario y de la construcción se había trasladado al mercado de bonos afectando toda la cadena financiera (bancos, bancos de inversión y fondos institucionales), y que la crisis no se circunscribía a EU., sino que afectaba también a las mayores economías del mundo y a las emergentes.

En efecto la crisis inmobiliaria no se limita a EU. por dos razones. La primera es que el auge inmobiliario no fue un fenómeno privativo de la economía estadounidense, sino que abarca a muchas economías. Como se dijo arriba, los precios de los bienes raíces se

---

<sup>2</sup> La recuperación de las bolsas de valores fue desigual. Mientras las bolsas europeas y latinoamericanas se inflaron desde 2003, la bolsa neoyorkina mantuvo un comportamiento lateral hasta 2005, y no es sino hasta 2006 que retoma una tendencia alcista.

dispararon desde los noventa. Entre 1997-2007, los precios de las casas se duplicaron en EU y se triplicaron o cuadruplicaron en Irlanda, Gran Bretaña, España y Sudáfrica. Los únicos países en donde no hubo *boom* en los noventa fueron Japón y Hong Kong, los que, por el contrario, habían experimentado una deflación de activos inmobiliarios. Hoy, la baja de precios de los inmuebles ya comienza a observarse en Irlanda, Gran Bretaña, España y otros países (cuadro 1). La segunda razón es que debido a la globalización financiera, la exposición en créditos, bonos e instrumentos ligados a las hipotecas, no se limita a los bancos estadounidenses, sino que abarca a bancos e intermediarios financieros europeos y de otros países.

CUADRO 1

<b>INDICADORES DE PRECIOS DE CASAS</b>			
	variación %		
	<b>ultimo dato</b>	<b>2<sup>er</sup> trimestre 2007</b>	<b>1997-2007</b>
	<b>respecto al año anterior</b>		
Singapur	20.1	21.0	na
Hong Kong	23.9	7.6	-38
Australia	8.2	10.1	149
Suecia	4.9	9.9	138
China	7	6.3	na
Bélgica	7.5	9.5	131
Sudáfrica	3.2	15.5	380
Nueva Zelanda	-4.5	13.7	116
Canadá	3.1	7.9	65
Francia	4.2	6.8	139
Italia	4.3	5.6	98
España	2	5.8	189
Holanda	2.3	4.5	102
Suiza	2.7	1.4	18
Dinamarca	-1.9	4.9	121
Japón	-0.7	-0.7	-32
Gran Bretaña	-10.5	10.5	211
Alemania	-1.7	-0.8	na
Irlanda	-9.4	2.9	251
Estados Unidos (indice nacional Case-Shiller)	-15.4	-3.4	120
Estados Unidos (indece de 10 ciudades Case-Shiller)	-17	-3.3	171

Fuente: Elaboración propia con base en datos de The Economist



La crisis es global tanto por su dimensión espacial – al abarcar el *boom* especulativo en bienes raíces a la mayoría de los países-, como por el hecho de que afecta a toda la estructura financiera. Lo que comenzó como una crisis en las hipotecas *subprime*, se convirtió rápidamente en una crisis de los mercados de crédito, es decir de toda la pirámide financiera construida con la desregulación y globalización financiera, y con fuertes repercusiones en la economía real. Existen problemas de pago en deudores hipotecarios, consumidores, sociedades hipotecarias, empresas constructoras, bancos de inversión, bancos comerciales, fondos de cobertura y otros intermediarios.

A finales de 2007, el 15% de los créditos *subprime* se encontraba en mora. Sociedades hipotecarias como American Home Mortgage y Countrywide Financial, la más grande de EU, se encuentran al borde de la bancarrota. Freddie Mac y Fannie Mae, las principales compradoras de hipotecas entraron en quiebra y debieron ser nacionalizadas. Los principales bancos de inversión estadounidenses – Bear Stearns, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Goldman Sachs, Morgan Stanley- quienes fueron los encargados de colocar toda la parafernalia de bonos y deudas colateralizadas en los mercados de capital, quebraron o fueron fusionados con bancos. El mercado de papel comercial, cuyo mercado aumentó a 1.2 billones de dólares (*trillions*) contra 650 mil millones de dólares (mmd) hace tres años, ha sido tocado también.

Como el *boom* inmobiliario se construyó sobre la base de endeudamiento tipo Ponzi, muchos de los grandes bancos comerciales del mundo se encuentran envueltos en la crisis. La lista de bancos con problemas es grande: Citibank, J. P. Morgan Chase, Wachovia, Bank of America (EU.); Credit Suisse y UBS (Suiza); Paribas y Societé Générale (Francia); HSBS (Gran Bretaña); y Deutsche Bank (Alemania). El involucramiento de los bancos comerciales en la crisis inmobiliaria no tiene por qué causar

sorPRESa, dado el papel del endeudamiento en una estructura financiera basada en los mercados de capital. Como planteo en otro trabajo [Guillén, 2007], el *régimen de acumulación con dominación financiera*, constituido a partir de la crisis de la deuda externa de 1982, es una estructura piramidal en cuya cúspide se encuentran los grandes bancos comerciales.

Los fondos institucionales, y en particular los fondos de cobertura (*hedge funds*), así como los fondos privados de capital (*private equity funds*) fueron atrapados con los dedos en la puerta, ya que muchos de ellos se encontraban seriamente comprometidos en instrumentos financieros vinculados a las hipotecas, que a su vez eran financiados con crédito. Los problemas se extienden a fondos europeos y japoneses. Debido al desplome en el mercado de bonos y de derivados, los fondos de cobertura no han podido deshacerse de sus títulos para aumentar su liquidez y han recurrido al expediente de restringir los retiros de sus asustados inversionistas.

En el transcurso de la crisis, la FED de EU. ha pasado de la cautela al pánico. De la preocupación por el repunte de la inflación a los temores de una recesión y de un colapso sistémico en los mercados de capital. Los ajustes a la baja en las tasas de interés comenzaron en agosto de 2007 ante el desplome del mercado de bonos, con fuertes inyecciones de liquidez de la FED, del banco central europeo y de otros bancos centrales de Europa. El 17 de agosto la FED decidió relajar la política monetaria, mediante una tímida baja de un cuarto de punto porcentual en la tasa de descuento, que resultó totalmente insuficiente. Desde septiembre hasta la fecha (octubre de 2008), la FED ha rebajado la tasa de interés de referencia en nueve ocasiones, del 5.25% al 1.5%, sin que los mercados financieros se hayan estabilizado. En dos de las reuniones, la baja decidida fue de tres cuartos de punto, medida sin precedentes en los últimos años. La primera de estas decisiones

extremas fue tomada ante el colapso de los mercados de capital y la creciente desconfianza de los bancos a prestarse recursos entre ellos mismos en agosto del 2007. La segunda durante el salvamento de los bancos de inversión decidida en marzo de 2008. El actual 1.5% en la tasa de fondos Federales implica una tasa de interés real negativa, lo que aparte de amenazar al dólar, abre la puerta a un círculo vicioso de corte deflacionario, semejante al de Japón en la década de los noventa.

Así, la FED y el Departamento del Tesoro han cambiado sus posiciones doctrinarias en el transcurso de la crisis: de una política ortodoxa y cautelosa al comienzo a una política desbocada de salvamento del capital financiero, llevando al extremo la función de “prestamista de última instancia”. Como afirmaba el New York Times en una nota, Bernanke ha cambiado de rumbo de una política “basada en principios” a otra “decidida en el vuelo”, ante los apremios de una crisis que se agudiza día a día [The New York Times, 2008]. En ese contexto, habría que ubicar la última decisión de la FED, tomada de común con los bancos centrales europeos y el banco central de Canadá, durante la segunda semana de marzo de 2008, de inyectar 200 mmdd para la compra a los intermediarios financieros emproblemados de los bonos ligados a las hipotecas, convertidos en “bonos chatarra”, sin valor y sin mercado. En ese salvamento se inscribe la compra de Bear Stearns, el quinto banco de inversión estadounidense. Toda la retórica liberal sobre la inconveniencia de salvar a inversionistas que toman riesgos excesivos y sobre el “riesgo moral” ha tenido que ser olvidada ante la gravedad de la crisis global.

La crisis financiera ha atravesado por dos grandes fases. De agosto de 2007 a marzo de 2008 cuando se agravó la crisis de las hipotecas *subprime* y se registró el colapso del mercado de bonos y de derivados vinculados a los bonos hipotecarios; y una segunda etapa, de marzo de 2008 a la fecha, caracterizada por un aguda

contracción crediticia en todos los mercados, el inicio de la crisis bancaria, la quiebra y desaparición de la banca de inversión, el desplome de las bolsas de valores y el inicio de la recesión global.

### **Hacia una interpretación teórica de la crisis**

A estas alturas, casi nadie pone en duda que la economía estadounidense enfrenta una severa crisis financiera y que ésta conducirá a una recesión, cuya severidad y alcance es motivo de discusión. Feldstein calificó a la crisis inmobiliaria como la más importante desde la Segunda Guerra Mundial [Feldstein, 2008], mientras que el Premio Nobel, J. Stiglitz, la considera “la peor desde la Gran Depresión” [La Jornada, 2008]. Por su cuenta, el megaespeculador George Soros quien algo sabe del funcionamiento de los mercados financieros (1999), señaló durante la última reunión del Foro de Davos, que la presente crisis es la más grave de los últimos sesenta años, y que la misma señala “el fin de una era de expansión crediticia basada en el dólar como la divisa internacional de reserva” [Soros, 2008].

Coincidiendo con estos diagnósticos sobre la importancia de la crisis inmobiliaria, es necesario ir a las causas de fondo.

### **El contexto estructural**

Primero que nada, es importante ubicar el contexto histórico de esta crisis. Para ello es necesario remontarse a la crisis estructural de los años setenta del siglo pasado. Como se sabe, esta crisis señaló el fin del largo periodo de estabilidad estructural del capitalismo iniciado en la posguerra. Esta crisis fue definida por distintos autores [Aglietta, 1976; Boyer 1984; y De Bernis, 1988] como “crisis del modo de regulación” y del régimen de acumulación fordista. En otro texto [Guillén, 2007, cap. VIII] he señalado que la globalización y la liberalización han sido siempre,

históricamente, resultado de las “grandes crisis del capitalismo”. En particular, en la “gran crisis” de los años setenta del siglo pasado cuatro hechos fundamentales marcaron su inicio, a saber:

- La baja de la tasa de ganancia en los principales sistemas productivos del mundo.
- El ascenso de Japón y Alemania (de La Unión Europea, en un sentido más amplio) como potencias rivales de EU y la agudización de la competencia en los mercados internacionales y en los propios mercados internos de los países.
- El comienzo de la declinación de la hegemonía estadounidense
- La crisis del sistema monetario financiero internacional de Bretton Woods, lo que implicó el fin del patrón oro-dólar y del régimen de tipos de cambio fijos.

La crisis de los setentas desencadenó un conjunto de procesos de destrucción-reestructuración de los sistemas productivos, así como de las instituciones y de las políticas económicas de los gobiernos. Para hacer frente a los problemas de valorización del capital que condujeron a la crisis, los segmentos más poderosos del capital y los gobiernos impulsaron un conjunto de transformaciones, entre las que destacan los siguientes:

- El lanzamiento de una ofensiva de gran envergadura del capital contra el trabajo, que aún continúa, con el fin de contrarrestar la caída de la tasa de ganancia. Ello incluyó diversos expedientes: el uso de métodos inflacionistas en la fijación de los precios; el incremento de la intensidad del trabajo; la “flexibilización” de las normas laborales; el desmantelamiento de la seguridad social y de los sistemas de bienestar; y la utilización de políticas de abatimiento de costos (recortes de empleos, *outsourcing*, *downsizing*, etc.).

- La búsqueda de salidas en los mercados externos ante la contracción de la de los mercados internos, lo que se tradujo en una aceleración del comercio exterior, de la inversión extranjera directa y de los movimientos internacionales de capital de portafolio.
- La liberalización, apertura externa y desregulación de los mercados de bienes y de activos financieros.
- La instauración de un “régimen de acumulación con dominación financiera” [Chesnais, 1994], es decir el proceso mediante el cual la economía se “financiarizó” y las finanzas impusieron su lógica de operación al conjunto del sistema.

Así, todos estos procesos - globalización, “flexibilización” de los mercados de trabajo, liberalización, desregulación comercial y financiera, así como la instauración de un *régimen de acumulación con dominación financiera*, fueron respuestas de los sectores de punta del capital y de sus gobiernos, en búsqueda de una salida de la crisis. Se trataba con ellos de encontrar nuevas vías a la reproducción del capital y de modificar las relaciones entre el capital y el trabajo, en favor del primero.

En particular, para la comprensión adecuada de la crisis inmobiliaria actual es necesario tener claro lo que significó la implantación de “un régimen de acumulación con dominación financiera”. Éste implicó un cambio cualitativo en la lógica de la reproducción de capital. En él, la esfera financiera predetermina la economía real y somete ésta a sus necesidades. Las formas de gestión de las corporaciones se modifican, sujetando su funcionamiento a las necesidades de rentabilidad de corto plazo. Las firmas se “financiarizan”. Lo que importa ahora es el valor accionario de la corporación y aumentar los ingresos de la misma, mediante la participación activa de sus tesorías en los mercados financieros. La rentabilidad de las empresas y los ingresos de sus

directivos (*stock options*) pasan a depender crecientemente del valor de sus acciones en la Bolsa.

El juicio de los operadores de los inversionistas institucionales en los mercados financieros, se convierte en el barómetro principal del comportamiento de las corporaciones. El peso de los inversionistas institucionales en la estructura accionaria de las corporaciones se acrecienta. Su presencia en los consejos de administración provoca que las decisiones de estos cuerpos respondan a intereses financieros de corto plazo, más que a la perspectiva productiva de largo plazo. Se establece un método de “*gobernanza*” de las corporaciones, donde los representantes de los inversionistas institucionales – es decir, el capital financiero - someten la gestión de las firmas a una lógica financiera de corto plazo. Como afirma Giraud, mediante la “*gobernanza corporativa*” “se pasa de un mecanismo de sanciones *a posteriori* a un mecanismo de restricciones y de normas *a priori* que modifica en profundidad los objetivos y los modos de gestión de las empresas” [Giraud, 2001: 313].

El nuevo régimen de acumulación entraña también una transformación profunda en el funcionamiento de los sistemas financieros. Se produce así la llamada “*securitización*” o *bursatilización* (predominio de los mercados de obligaciones) del sistema financiero, donde los bancos de inversión, generalmente ligados a los grandes bancos comerciales, y los intermediarios financieros no bancarios, juegan un rol creciente. En los años ochenta, los bancos comerciales presionados por la creciente competencia y por el desbordamiento de la inflación, pierden terreno frente a otros intermediarios financieros. En un contexto de tasas de interés crecientes y con una regulación gubernamental restrictiva, vigente desde la depresión de los años treinta, los bancos comerciales confrontaron un proceso de “*desintermediación*”. Por el lado de los depósitos bancarios, estos

perdieron terreno frente a los fondos institucionales, los que otorgaban mayores tasas a los depositantes comprando títulos en el mercado de obligaciones. Por el lado del crédito, las corporaciones comenzaron a depender menos de los bancos y a emitir sus propios títulos (papel comercial, bonos, etc.). Los bancos mismos se “segurizaron”: comenzaron a emitir sus propios títulos en el mercado de obligaciones.

El régimen de acumulación con dominación financiera subordina toda la lógica de la reproducción de capital a las necesidades de valorización del capital financiero. En la cúspide de la pirámide financiera se encuentran las ETN, los grandes bancos, los bancos de inversión, las compañías de seguros, los operadores de los fondos de inversión y de pensiones y los grandes fondos: los fondos de cobertura (*hedge funds*) y los fondos privados de capital (*private equity funds*).

En la actualidad prevalecen en la mayoría de los países, y sin dejar de considerar diferencias nacionales importantes, estructuras financieras complejas, en la cuales coexisten, ejerciendo diferentes funciones, las actividades tradicionales de captación de depósitos bancarios y créditos bancarios, con la intermediación financiera y el financiamiento a través del mercado de obligaciones. Cada mercado expresa niveles distintos de liquidez y de riesgo. La complejización de la estructura financiera se ve correspondida por un proceso de diversificación e innovación constante de los instrumentos financieros, incluyendo los derivados (futuros, opciones, *forwards* y *swaps*) creados para disminuir riesgos particulares en mercados financieros subyacentes.

Los bancos comerciales, ahora “segurizados” se encuentran en la punta de la pirámide del poder financiero. Aunque han perdido penetración en los mercados tradicionales del depósito y del



crédito, participan y controlan los mercados financieros principales. De allí que sería un grave error confundir la desintermediación bancaria con una pérdida de importancia de los bancos en la nueva estructura financiera. La actividad especulativa del capital financiero que opera en escala global, se focaliza en tres mercados principales: el mercado de cambios, las bolsas de valores y los mercados de derivados.

En un interesante artículo a propósito de la crisis inmobiliaria, la revista *The Economist*, aporta un conjunto de datos sobre la economía estadounidense, que ponen en evidencia el grado de “financiarización” alcanzado en esa economía [Economist, 2008a]: Las ganancias financieras como porcentaje de las ganancias corporativas pasaron del 10% en 1980 al 40% en 2007. La participación de las acciones de sociedades financieras en el valor total del mercado accionario pasó en el mismo periodo del 6% al 19%. Un portafolio de acciones, bonos y otros instrumentos rendía, antes de la crisis inmobiliaria, 14% anual, casi cuatro veces más que en el régimen financiero anterior. El valor de los activos controlados por los fondos de cobertura (*hedge funds*) se quintuplicó desde el 2000. En 1980 la deuda del sector financiero era sólo el 10% de la deuda corporativa no financiera. Ahora representa la mitad.

La pregunta principal que levanta la crisis inmobiliaria es si este “régimen de acumulación con dominación financiera” contribuyó a la estabilidad estructural de la acumulación de capital, o si, por el contrario, elevó la fragilidad y los riesgos sistémicos de la estructura financiera. Este parece ser el caso. Pero sobre ello volveremos abajo.

### **Crisis de deuda-deflación**

La crisis inmobiliaria es una crisis de deuda-deflación del tipo Fisher-Minsky, como lo fueron la gran depresión de los treinta, la crisis japonesa de los noventa o la crisis del Nasdaq en 2001, y como lo han sido todas las grandes crisis financieras del capitalismo. Esta crisis sucede después de un periodo largo de expansión que comienza en los años noventa financiado con deuda (bajo esquemas Ponzi). Representa la ruptura de una burbuja (la inmobiliaria), que vino ocupar el lugar dejado por la burbuja anterior de la “nueva economía”.

No se trata solamente de un problema temporal de liquidez en los mercados financieros [Roubini, 2007], sino de un problema de insolvencia. Como afirma este autor:

“Hoy tenemos no solo una crisis de liquidez como en 1998, tenemos también una crisis de insolvencia crediticia entre un variedad de prestamistas que se sobreendeudaron excesivamente durante la fase de auge de la más reciente burbuja de crédito tipo Minsky. Esta es más bien una crisis de liquidez que señala una más fundamental crisis de deuda, crédito e insolvencia entre muchos agentes económicos en los EU y en la economía global”.

La lista de insolventes es larga, no sólo abarca a los deudores “subprime”, sino a una amplia cadena de intermediarios financieros y grandes corporaciones involucrados en el negocio hipotecario. La crisis afecta al corazón del sistema financiero:

- Bancos comerciales (Citigroup, Credit Suisse, UBS, HSBC, Wachovia y, en menor medida, Bank of America, y J.P. Morgan).
- Bancos de inversión (Bear Stearns, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers) y Goldman Sachs
- Fondos de cobertura y fondos privados de capital (Carlyle, Blackstone)
- Aseguradoras (A.I.G.)
- Grandes corporaciones

- Sociedades de ahorro y préstamos (Washington Mutual, Indy Mac)

El proceso deflacionario está en marcha. Este se manifiesta en diversos mercados y activos. Los precios de los bienes raíces no han dejado de disminuir. Los precios promedios de las casas en EU. comenzaron a caer en abril de 2007. A la fecha se ha registrado un decremento del 18.6%. La caída de los precios es aún mayor en ciudades donde hubo mayor especulación inmobiliaria como Miami, Los Angeles, San Diego y Las Vegas. El proceso de baja de los precios no ha terminado. Se calcula que se necesita un ajuste adicional del 25-30% para reactivar este sector. Como se dijo arriba (cuadro 1) la deflación de activos inmobiliarios no se circunscribe a EU sino que abarca otros mercados, destacadamente España, Gran Bretaña, Irlanda y otros.

En las bolsas de valores las cosas no pintan mejor. La mayoría de ellas han experimentado ajustes importantes a la baja, conforme la crisis se desenvuelve. Como puede observarse (cuadro 2), durante la segunda mitad de 2007, ya con la crisis financiera declarada, el ajuste fue moderado. Inclusive en ese lapso las bolsas de algunos países emergentes, como China, India y Brasil, siguieron registrando importantes ganancias. Las bajas se pronunciaron en la segunda fase de la crisis financiera, partir de la quiebra de Bear Stearns, cuando los problemas en los mercados de bonos vinculados a hipotecas se agudizaron. Entre junio de de 2007 y septiembre de 2008 que cubre todo el periodo de la crisis (cuadro 2), la bolsa de Nueva York había registrado un ajuste de 14% en el índice Dow Jones y de 21% en el Standard and Poors. Las bolsas europeas y de Japón que sirvieron de refugio de los capitales después de la crisis del NASDAQ, han tenido una baja mayor, un macroajuste de entre el 20 y el 35%, perdiendo una gran parte de las ganancias acumuladas desde 2003. Entre tanto, las bolsas de algunos mercados emergentes (China e India), que se habían

mantenido como válvulas de escape de los capitales especulativos, se desplomaron durante el primer semestre de 2008, mientras otras, como la argentina, la mexicana y la brasileña, comenzaron su corrección, aunque en proporciones menores a las bolsas de los países del centro.

Esas cifras palidecen con lo que sucedió durante los primeros diez días de octubre, cuando se produjo una caída espectacular de todas las bolsas, una especie de crac en cámara lenta. Tan sólo en esos días, las bolsas de EU, Inglaterra, Francia, India, Brasil, Argentina y México perdieron un cuarto de su valor, mientras que las bolsas de Japón y Alemania les fue peor, con una pérdida equivalente a un tercio de su valor. Y nada autoriza a pensar que este es el final de la historia. Ahora, mucho dependerá del curso de la recesión.

### **La crisis representa el colapso de un régimen de financiamiento**

Es una crisis de deuda-deflación sí, pero con características nuevas. Como bien advierte Kregel, la crisis inmobiliaria “difiere en importantes aspectos del análisis tradicional de una crisis tipo Minsky [Kregel, 2008: 7]. Estas diferencias han tenido un impacto significativo en la forma en que la crisis ha evolucionado”. ¿En qué consisten tales diferencias? Fundamentalmente en que las crisis estudiadas por Minsky estaban basadas en un sistema financiero en que dominaba el crédito bancario, mientras que la crisis actual está fundada, como se dijo arriba, en un régimen financiero dominado por las obligaciones.

Cuando este régimen se encontraba en su apogeo, sus portavoces suponían que era superior al anterior, porque supuestamente era más flexible y reducía los riesgos. En 2005, Greenspan señalaba que: “Instrumentos financieros crecientemente complejos han

contribuido al desarrollo de un de lejos más flexible, eficiente y, de aquí, resistente sistema financiero que el que existía hace un cuarto de siglo [The Economist, 2008a]”.

CUADRO 2

BOLSAS DE VALORES						
Pais	Jun-07	Dic-07	Sep-08	% Jun 07-Dic-07	%Dic 07- Sep 08	% Jun 07- Sep 08
ARGENTINA	2,190.87	2,151.73	1,655.81	-1.79	-23.05	-24.42
BRASIL	54,392.00	63,886.00	49,843.00	17.45	-21.98	-8.36
CANADA	13,906.57	13,833.06	12,912.99	-0.53	-6.65	-7.14
E.U., DOW J.	13,408.64	13,264.82	11,532.88	-1.07	-13.06	-13.99
E.U., S&P	1,503.35	1,468.36	1,185.87	-2.33	-19.24	-21.12
MEXICO	31,151.05	29,536.83	24,944.25	-5.18	-15.55	-19.92
ALEMANIA	8,007.32	8,067.32	6,052.87	0.75	-24.97	-24.41
FRANCIA	6,054.93	5,614.08	4,114.54	-7.28	-26.71	-32.05
INGLATERRA	6,607.90	6,456.90	5,095.60	-2.29	-21.08	-22.89
ESPAÑA	1,640.40	1,642.01	1,196.68	0.10	-27.12	-27.05
AUSTRALIA	6,310.60	6,421.00	5,008.20	1.75	-22.00	-20.64
COREA	1,743.60	1,897.13	1,495.98	8.81	-21.15	-14.20
CHINA	3,820.70	5,261.56	2,075.09	37.71	-60.56	-45.69
HONG KONG	21,772.73	27,812.65	18,961.99	27.74	-31.82	-12.91
INDIA	14,650.51	20,286.99	13,692.52	38.47	-32.51	-6.54
JAPON	18,138.36	15,307.78	12,115.03	-15.61	-20.86	-33.21
MALASIA	1,354.38	1,445.03	1,028.40	6.69	-28.83	-24.07

Fuente: <http://finance.yahoo.com/m2?u>

Es cierto que la “segurización” impulsó el mercado secundario de créditos, dando a los bancos mayor flexibilidad en sus balances y a los inversionistas mayor acceso a instrumentos de riesgo. Pero también es cierto que la “segurización” fragmentó los riesgos, los repartió en una amplia cadena de intermediarios, lo que incrementó las posibilidades de riesgo sistémico. Como afirma Roubini “este mundo de la globalización financiera y de la “segurización” han reducido, paradójicamente, el grado de transparencia en el sistema financiero más que aumentarlo, por lo que existe mayor opacidad” [Roubini, 2007: 11].

Paradójicamente, la bursatilización que fue diseñada para disminuir los riesgos en el sistema bancario, incrementó el riesgo sistémico. Existe “riesgo sistémico” cuando las respuestas de los agentes financieros para protegerse de los riesgos que detectan en un determinado mercado, lejos de conducir a una disminución de los riesgos globales, elevan la inseguridad del sistema financiero en su conjunto. El riesgo sistémico se deriva del hecho de que los

diferentes mercados financieros, tanto nacional como internacionalmente, están separados y de que carecen de coordinación entre ellos. Aglietta define el riesgo sistémico como “la eventualidad que aparece en situaciones económicas, en las cuales las respuestas racionales de los agentes individuales a los riesgos que ellos perciben, lejos de conducirlos a una mejor repartición de los riesgos por diversificación, conducen a la elevación de la inseguridad general” [Aglietta, 2001: 39]. Cuando el riesgo es sistémico, los operadores financieros se mueven de los instrumentos más riesgosos a los menos riesgosos (la fuga hacia la seguridad), acentuando de esa manera la crisis financiera.

La crisis inmobiliaria representa el colapso de la burbujización y en un sentido más amplio, de un régimen de acumulación dominado por las finanzas. La pirámide de bonos y de derivados construido alrededor de las hipotecas, se ha derrumbado estrepitosamente. La insolvencia en el segmento de las hipotecas *subprime* fue solamente el *iceberg* de una crisis más profunda. Se trataba tan sólo del eslabón más débil de la cadena financiera.

Ahora, tardíamente, hasta los neoliberales más recalcitrantes, que hace unos meses sólo observaban problemas temporales de liquidez, reconocen la gravedad de la crisis. Un ardiente defensor de la globalización y de la desregulación financiera como Martin Wolf afirma que, al rescatar la FED a Bear Stearns, aquellas llegaron a sus límites [Martin Wolf, 2008]:

“Recuerden el viernes 14 de marzo de 2008: fue el día en que murió el sueño de un capitalismo global de mercado. Por tres décadas nos hemos movido hacia mercados financieros manejados por el mercado. Pero con su decisión de salvar a Bear Stearns, la Reserva Federal, la institución responsable de la política monetaria en EU, protagonista clave de un capitalismo de libre mercado, declaró terminada esa era (...) La desregulación ha alcanzado sus límites”.

Al saberse de la caída en dominó de los bancos de inversión la cadena noticiosa CNN calificó la situación del “fin de una era”, y la revista *The Economist*, en su edición del 18 de septiembre, se refirió a los derivados como “derivados de destrucción masiva”, retomando una expresión del empresario estadounidense Warren Buffet. Los mercados de obligaciones vinculadas a las hipotecas se encuentran paralizados. Sucede lo mismo con el mercado de papel comercial. Como lo reconoce el FMI, el contagio se extiende a otros mercados, como el mercado de bonos municipales los créditos al consumo y la deuda corporativa [FMI, 2008a: 32].

La crisis financiera entró en una nueva fase en agosto de 2008 con la quiebra de Fannie Mae y Freddie Mac, que controlan el 40% de los préstamos hipotecarios estadounidenses y son los principales compradores de obligaciones hipotecarias. En septiembre, cuando el Tesoro decidió tomar el control de esas entidades públicas con participación privada, se estimaba que tan sólo el salvamento de estas firmas oscilaría de entre 420 mmd y 1.1 billones (*trillions*), es decir, entre dos o tres veces más el rescate de las sociedades de ahorro y préstamos durante los ochenta. La deuda de estas entidades ronda 1.5 billones de dólares. La decisión de nacionalizarlas vino a revelar la profundidad de la crisis y las dificultades hasta ahora insuperables, para reestablecer la normalidad en los mercados de obligaciones. El secretario del Tesoro estadounidense, Henry Paulson, reconoció el fracaso y los límites de un régimen de financiamiento basado en la bursatilización, cuando afirmó que Fannie Mae y Freddie Mac, “no serán más dirigidas con una estrategia de maximizar dividendos, un plan que históricamente ha estimulado a correr riesgos [La Jornada, 2008]”.

La crisis financiera no se detuvo allí. En septiembre se decretaron los funerales de la banca de inversión, con la quiebra de Lehman & Brothers y la compra de Merrill Lynch por Bank of America. Lo

que queda de la banca de inversión pasó a formar parte de la banca comercial teniendo que operar como ésta, contraviniendo con ello lo poco que quedaba de la ley Glass & Steagall. Para completar la debacle, la FED decidió a mediados de septiembre nacionalizar a A.I.G., la principal empresa de seguros de EU, la que en la vorágine del *boom* había optado por incursionar en el especulativo y en su momento redituable negocio de asegurar los CDS. En palabras de la propia FED “un fracaso desordenado de AIG podría agregarse a los ya elevados niveles de fragilidad en el mercado, y conduciría a costos de endeudamiento más altos, riqueza menor de los consumidores y a un comportamiento económico más débil [Lordon, 2008]”.

Las pérdidas de las instituciones financieras derivadas de la crisis han sido enormes. El FMI estimaba las pérdidas totales por la crisis inmobiliaria en un 1 billón (*trillions*) de dólares [FMI, 2008a]. Ahora los cálculos se elevan a 2 billones de dólares, y eso si la crisis financiera no se extiende a otros sectores distintos a los vinculados con las hipotecas. A fines de agosto las pérdidas reconocidas en los balances por la crisis inmobiliaria ascendían a 504 mmdd. De ese total, 253 mmdd correspondían a bancos y sociedades financieras estadounidenses y 228 mmdd a europeas.

### **Planes de rescate y “paradoja de Minsky”**

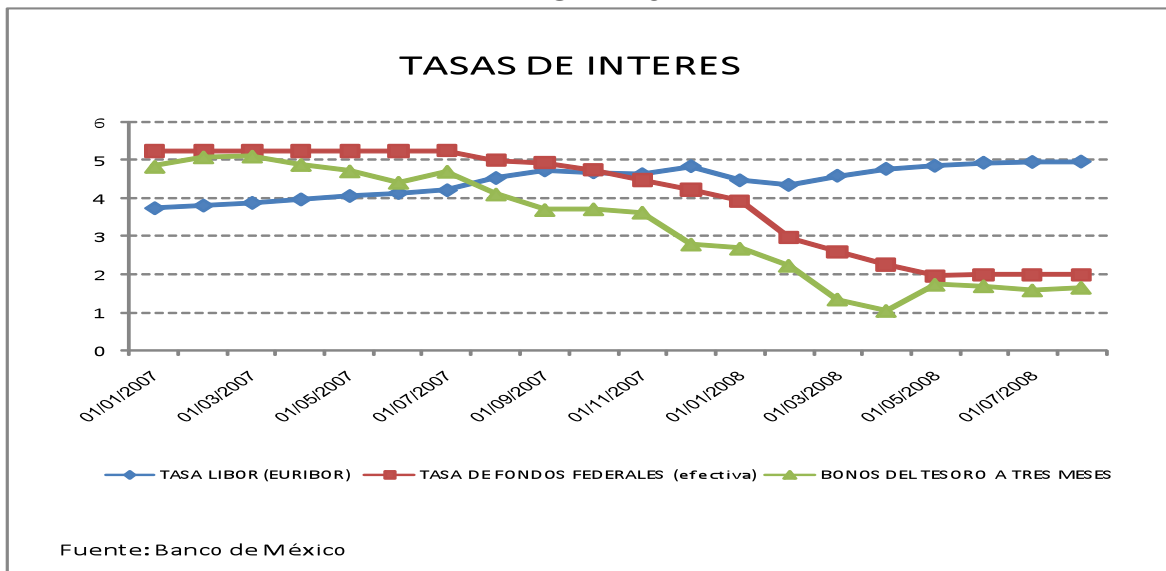
Los primeros días de octubre, la Cámara de Representantes de los EU aprobó finalmente, y después de un primer rechazo, un programa de rescate por 700 mmdd, para comprar a las instituciones financieras en problemas títulos financieros “tóxicos” imbricados en la debacle de los bienes raíces, así como para capitalizar a los bancos mediante la compra de acciones. Como sucede en todas las “grandes crisis” del capitalismo, se trata de un proceso de “socialización de las pérdidas” y de “privatización las



ganancias”, tendiente a mantener a flote el sistema y crear las condiciones para una eventual recuperación. Los recursos serán entregados por tramos, con un desembolso inicial de 250 mdd. La implementación del programa será supervisada directamente por el Departamento del Tesoro. Unos días después de su lanzamiento ante la reacción negativa de los mercados ante el programa, la FED decidió ampliarlo para incluir la compra de papel comercial a las empresas, con el objetivo de superar la contracción crediticia y la renuencia de los bancos a prestarse entre ellos mismos.

La magnitud del “*credit crunch*” se refleja en los amplios márgenes entre la tasa Libor por un lado, y los títulos del Tesoro estadounidense y la tasa de fondos Federales por el otro (gráfica 2). Este margen (el llamado *TED Spreads*) pone en evidencia, asimismo, la ineficacia de la política monetaria en el contexto de la enorme incertidumbre que priva en octubre y que ha conducido al derrumbe generalizado de las bolsas y al colapso de los mercados de dinero.

GRAFICA 2



Con el programa de salvamento, la deuda estadounidense, y consecuentemente el déficit presupuestal, ya de por sí abultados

por la guerras de Irak y Afganistan, así como por los recortes de impuestos de la administración Bush, se dispararán. Según cálculos de un economista de Merrill Lynch, la deuda Federal subiría de un 50% del PIB en la actualidad al 70%. El déficit presupuestal aumentaría del 3.1% del PIB al 6.2%. Actualmente, el 53% de los bonos del Tesoro está en manos de extranjeros, por lo que su participación en la nueva deuda tendría que aumentar consecuentemente para evitar una mayor devaluación del dólar.

Las bancarrotas bancarias y los rescates con fondos públicos se han extendido a Europa. El impacto sobre los bancos europeos puede ser peor que en EU. La tasa de apalancamiento de los bancos europeos, medida como la relación entre los activos totales y el capital accionario, es mayor que la de los estadounidenses. Mientras que estos tienen un apalancamiento de 20, los bancos del Viejo Continente mantienen una relación de 35.

En Europa están en marcha diversos programas de salvamento y nacionalizaciones. En los Países Bajos se anunció la nacionalización del banco multinacional Fortis, mediante la compra, por parte de los gobiernos de Holanda, Bélgica y Luxemburgo, del 49% de su capital, mientras que Gran Bretaña buscaba comprador para el banco Bradford and Bingley, el octavo del país. El Estado alemán y un grupo de bancos acordaron un nuevo paquete de rescate para el amenazado banco Hypo Real Estate, que incluye la provisión de liquidez adicional. El Hypo es el quinto banco alemán en ser rescatado como consecuencia de las turbulencias del mercado crediticio. Según el acuerdo, bancos comerciales y aseguradoras entregarán 15 mil millones de euros (mmde) (20, 800 mdd) en liquidez para Hypo, además de 35 mmde que ya habían comprometido con el Bundesbank.

La crisis esta exhibiendo con crudeza los límites de la integración europea. Existe un banco central europeo, una política monetaria unificada y una moneda única (parcialmente), pero no un prestamista en última instancia regional. Las respuestas europeas son nacionales y diversas, lo que acrecienta la incertidumbre. En el fondo lo que se pone al desnudo la crisis es la incapacidad de Europa de avanzar hacia la unidad política. Existen instancias supranacionales en diversas instancias, pero sobreviven los viejos estados nacionales, que conservan soberanía y se asientan todavía en sistemas productivos con base nacional. Paradójicamente las contradicciones intereuropeas han beneficiado al dólar, la moneda estructuralmente más débil de las grandes potencias. Asustados por la crisis y en plena “fuga hacia la seguridad” los operadores financieros se refugian en los bonos del Tesoro estadounidense, aunque no produzcan ningún rendimiento.

Los multimillonarios rescates de bancos y sociedades financieras, que se multiplican por todo el mundo, evidencian la validez de lo que Robert Pollin llamó “la paradoja de Minsky” [Robert Pollin, 1994]. Dicha paradoja significa que si bien el capitalismo contemporáneo tiene, como Minsky lo enfatizó en su obra, mejores instrumentos para contener la deflación y su conversión en depresiones severas del tipo de los años treinta del siglo pasado, dichos instrumentos resultan cada vez más costosos e ineficaces, como lo prueba la experiencia actual. Y son crecientemente ineficaces, porque si bien limitan la deflación generalizada, al mismo tiempo validan la estructura de deuda anterior, sin crear las condiciones propicias para una recuperación vigorosa de la economía. En otras palabras, institucionalizan el estancamiento económico.

Es de esperarse una continuación de las tendencias deflacionarias, en virtud de que seguirá la baja en los precios de los bienes raíces, de que las bolsas de valores continuarán débiles y de que

aumentará el desempleo. La inyección de liquidez de parte de los bancos centrales y los programas de salvamento, si bien están encaminados a contener las tendencias deflacionarias y evitar una depresión generalizada, difícilmente lograrán una solución rápida de la crisis. El programa de salvamento estadounidense fue un programa tardío e “ineficaz e insuficiente”, como lo señaló recientemente el economista Joseph Stiglitz [La Jornada, 2008b]. Estamos frente a una crisis de deuda-deflación y frente al colapso de un régimen de financiamiento, que parece haber llegado a sus límites. Como bien advierte Roach, “éste no es un receso cíclico estándar [Roach, 2008]. Es una recesión pos-burbuja”.

Las posibilidades de que EU repita la experiencia japonesa, están abiertas. Los peligros de caer en lo que Keynes denominaba la “trampa de la liquidez” son reales. La persistencia de la inflación reduce el margen de maniobra de la política monetaria. La recuperación de esta crisis será larga.

### **De la crisis financiera a la recesión global**

Hasta hace pocos meses la mayoría de los analistas y economistas del *establishment* si bien aceptaban que existían dificultades importantes en el mercado financiero y reconocían la desaceleración de la economía, destacaban la resistencia y flexibilidad de la economía estadounidense y descartaban la eventualidad de una recesión. Ahora casi todo el mundo acepta la inevitabilidad de la recesión. La discusión se limita a saber qué profundidad y alcance tendrá. Martin Feldstein, de la Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER) de EU y miembro del grupo que fecha oficialmente las recesiones, declaró que la economía estadounidense se encuentra ya en recesión y de que ésta “podría ser la peor desde la Segunda Guerra Mundial” [Martin Feldstein, 2008].

Por de pronto, los signos de desaceleración de la economía estadounidense son evidentes. Como puede verse en el cuadro 3, durante el último trimestre de 2007 el PIB estadounidense registró un decrecimiento anualizado de 0.2%. Durante los dos primeros trimestres de 2008 se han reportado tasas positivas de 0.9% y 2.8%, influidos por el alza de las exportaciones motivada por la baja del dólar en ese lapso, y por el efecto del paquete de 160 mdd en devoluciones de impuestos decididas por el gobierno. El dato de crecimiento del segundo trimestre llevó a algunos analistas a creer que la recesión se había evitado. Sin embargo una golondrina no hace verano y los datos negativos se acumulan por doquier. Si se observan más detenidamente las cuentas nacionales, se observa una preocupante desaceleración del consumo privado, con tasas de crecimiento de menos de la mitad de las observadas antes de la crisis y una fuerte contracción de la formación de capital (cuadro 3), sobre todo en la construcción residencial.

**CUADRO 3**  
**EU: Crecimiento Real del PIB. Variaciones anualizadas**

	2006	2007-IV	2008-I	2008-II
<b>PIB</b>	2.8	-0.2	0.9	2.8
<b>Consumo privado</b>	3.0	1.0	0.9	1.2
<b>Inversión doméstica bruta</b>	2.1	-11.9	-5.8	-11.5
<b>Inversión fija</b>	1.9	-6.2	-5.6	-1.7
<b>Residencial</b>	-7.1	-27.0	-25.1	-5.0
<b>No residencial</b>	7.5	3.4	2.4	2.5

Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA)

El consumo no ha dejado de caer en los últimos cuatro meses. Los efectos de la devolución de impuestos ya cesaron y su efecto fue muy restringido. El índice de confianza de los consumidores se encuentra en el nivel más bajo desde que dicho índice comenzó a calcularse. La inversión continuará en picada por el secamiento del crédito. Las probabilidades de quiebra de corporaciones no bancarias han aumentado grandemente. Los inicios de construcción de nuevas casas en EU. cayeron en agosto de 2008 a una tasa anualizada de 6.2%, para llegar a un total de 895,000 unidades, lo

que representa el 39% del nivel de 2, 263,000 alcanzado en el pico del auge inmobiliario. Este es el menor registro desde enero de 1991. En la construcción comercial se muestran también signos de contracción. Otras ramas, como la industria automotriz están en pleno declive. Las ventas de autos, con datos ajustados estacionalmente, cayeron 11.5% en agosto de 2008, respecto a enero de 2007. La industria automotriz enfrenta una difícil situación financiera registrando pérdidas y recurriendo a severos programas de ajuste y recortes de empleo.

La recesión se evidencia también en los niveles de empleo. En realidad, el empleo se había estado debilitando desde 2007. En ese año se crearon 95,000 empleos mensuales, bastante menos que los 175,000 creados en 2006, cuando el mini auge posterior a la recesión de 2001 aún se mantenía. En 2008 la situación ocupacional se ha deteriorado visiblemente. La tasa de desempleo abierto llegó al 6.1% en agosto, la tasa más alta en cinco años. Ha habido pérdidas de empleos durante nueve meses consecutivos. En agosto se perdieron 84,000 plazas y en septiembre 159,000. En todo este año se han perdido alrededor de 750,000 empleos. Las actividades más afectadas por el desempleo han sido construcción, manufacturas y finanzas.

Cuando comenzó la crisis inmobiliaria se popularizó la idea de que aún en el eventual caso de una recesión estadounidense, el ciclo de crecimiento de la economía mundial se mantendría. Se forjó la falsa y engañosa tesis del “desacoplamiento” para indicar que la Unión Europea, Asia y los países emergentes seguirían creciendo. Los acontecimientos de las últimas semanas han mostrado la debilidad de esta hipótesis. La recesión tiende a globalizarse rápidamente. En su revisión de julio, el FMI pronosticaba que el crecimiento del PIB mundial se reduciría del 5% en 2007 al 4.1% en 2008 y al 3.9% en 2009 [FMI, 2008b]. En la reunión de octubre

[FMI, 2008c], este desprestigiado organismo reconoció que “la economía mundial está entrando en una desaceleración mayor, frente del más peligroso shock financiero desde los treintas”, y redujo más sus previsiones de crecimiento del PIB mundial para 2008 y 2009, a 3.9% y 3%, respectivamente. Tales pronósticos palidecen ante los datos reales más recientes. Las perspectivas de una recesión en Europa son más ahora más claras que en los propios EU. La zona euro registró un decrecimiento anualizado del PIB del -0.8% en el segundo trimestre de 2008. En ese lapso varios países de esa región, entre ellos Alemania, Francia, Italia, Suecia, Holanda e Irlanda, registraron tasas negativas de crecimiento (cuadro 4).

CUADRO 4

<b>CRECIMIENTO REAL DEL PIB</b>				
<b>PAIS</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2o trim. 2008 t/t</b>	<b>2o. trim. 2008 a/a</b>
MUNDO	5.0	4.9		
DESARROLLADOS	3.0	2.7		
ZONA EURO	2.8	2.6	-0.8	1.5
ALEMANIA	2.9	2.2	-0.5	1.7
FRANCIA	2.0	1.9	-0.3	1.1
ESPAÑA	3.9	3.8	0.1	0.8
ITALIA	1.8	1.5	-0.3	0.0
HOLANDA	3.0	3.5	-0.2	2.8
IRLANDA	5.7	5.3	-0.5	
ESTADOS UNIDOS	2.9	2.2	3.3	1.8
JAPON	2.4	2.1	-2.4	1.0
REINO UNIDO	2.9	3.1	0.8	1.6
CANADA	2.8	2.7	-0.3	1.7
SUECIA	3.3	4.1	-0.1	0.7
SUIZA	3.2	3.1	1.5	2.4
COREA DEL SUR	5.1	5.0	3.4	4.8
CHINA	11.1	11.4	7.9	10.1
INDIA	9.7	9.2	2.9	7.9
TAILANDIA	5.1	4.8		5.3
MALASIA	5.9	6.3		6.3
TAIWAN	4.9	5.7		4.3
CHINA HONG KONG	7.0	6.3	-5.5	4.2
SINGAPUR	8.2	7.7	-6.6	1.9
AUSTRALIA	2.8	3.9	1.1	2.1
NUEVA ZELANDA	1.5	3.0		
RUSIA	9.6	9.7		7.8
REP. CHECA	6.4	6.5	0.9	4.5
HUNGRIA	1.3	1.8	0.9	4.5
POLONIA	6.5	4.9		5.8
BRASIL	3.8	5.4	6.6	6.1
MEXICO	4.8	3.3	0.6	2.8
ARGENTINA	8.5	8.7	8.7	
VENEZUELA	10.3	8.4		7.1
COLOMBIA	6.8	7.0	2.8	3.7
CHILE	4.0	5.0	7.4	4.3

FUENTE: Elaborado con datos del FMI, World Economic Outlook, 2008 y de la revista The Economist, varios núm.

Es el caso también de varios países asiáticos, comenzando por Japón - quien se encuentra en términos convencionales en recesión con dos trimestres consecutivos de decrecimiento en el PIB -, e incluyendo a importantes economías como China-Hong Kong y Singapur. El crecimiento en varios países latinoamericanos y africanos de ha desacelerado ostensiblemente. Los países latinoamericanos que se habían mantenido relativamente poco afectados por la crisis financiera, han experimentado fuertes sacudidas desde que ésta se agudizó en septiembre. El impacto se ubica en dos frentes principales: el desplome de los precios de los productos primarios; y el retiro abrupto de capitales de sus bolsas de valores y mercados de dinero.

El primer efecto no debería sorprender a nadie pues un hecho conocido desde que Prebisch y Singer construyeron su teoría del deterioro de los términos de intercambio. Especialmente durante las “grandes crisis”, y ésta es una de ellas, los precios de los productos primarios tienden a bajar a un ritmo superior al del resto de las mercancías. En los últimos meses y sobretodo durante las últimas semanas, los precios de del petróleo, del cobre, de la soya y de la mayoría de los productos primarios que exporta América Latina han disminuido significativamente. El índice en dólares de productos primarios, calculado por la revista *The Economist*, bajó 10% sólo en el mes de septiembre. De acuerdo con dicha fuente, el índice de los metales había bajado 22% en relación con el año anterior.

El segundo efecto tiene que ver con la lógica de los capitales de cartera. Todo parece indicar que los operadores financieros de esos capitales decidieron retirarse de los llamados mercados emergentes en octubre. Las bolsas de Brasil, México, Chile y otros países latinoamericanos se desplomaron y sus monedas sufrieron un embate especulativo no visto desde la crisis argentina del 2001. En



tan sólo 25 días (del 15 de septiembre al 10 de octubre), el real brasileño se devaluó 24%, el peso mexicano 15% y el peso chileno 16.6%. Como se ve, el impacto fue mayor en aquellas economías, que en el marco de la apertura de la cuenta de capital, dejaron sobrevaluar sus monedas. No es un accidente que Argentina, que ha mantenido desde su crisis, una política de tipo de cambio competitivo, únicamente experimentó una devaluación del 3.7%. Aún aceptando la posibilidad de un “rebote” cambiario, es difícil esperar que la liga regrese a donde se encontraba antes del 15 de septiembre. La devaluación tendrá un costo recesivo e inflacionario.

El panorama de la economía mundial se complica por la permanencia del proceso inflacionario. Aunque la recesión ayudará a reducir las presiones inflacionarias, no es dable esperar su eliminación en el corto plazo. En su más reciente informe, el FMI estima una inflación en 2008 de 3.6% en los países desarrollados y de 9.4% en los en vías de desarrollo, 1.4 puntos porcentuales y 3 puntos porcentuales mayores respectivamente, a las registradas durante 2007 [FMI, 2008c]. Los peligros de una estanflación si bien menores a los de la década de los setenta, están presentes, complicando sobremanera los márgenes de maniobra de los bancos centrales para relajar la política monetaria en caso de una mayor contracción económica.

## **Conclusiones y perspectivas**

El *boom* inmobiliario acompañó al *boom* de la nueva economía de los años noventa. Al concluir éste con la caída del NASDAQ, el sector inmobiliario continuó su expansión. La recesión 2000-2001 fue suave, en gran medida por la continuidad del dinamismo en el mercado de bienes raíces. La “burbuja de la nueva economía” fue sustituida por la “burbuja de la vivienda”. Aunque la economía norteamericana nunca recobró el dinamismo de los noventas, el

aumento incesante de los precios de los activos inmobiliarios mantuvo elevado el consumo privado, por la vía del “efecto riqueza”, lo que soportó la reactivación económica durante 2002-2006. El mundo siguió financiando el déficit en cuenta corriente de EU, lo que facilitó el sostenimiento del consumo y de la inversión. Mientras los precios de los activos inmobiliarios siguieron al alza, el carrusel de bonos y derivados vinculados a las hipotecas se desenvolvió sin dificultades. El auge inmobiliario se financió con deuda tipo Ponzi. Bienes raíces, obligaciones y bolsas de valores se beneficiaban en una espiral ascendente. La política monetaria laxa seguida por la FED después de los ataques del 11-S, coadyuvó a la continuidad de la “burbuja inmobiliaria”.

El *boom* inmobiliario alcanzó su pico en 2006. A comienzos de 2007 aparecieron los problemas de pago en las hipotecas *suprime*, mientras que la baja de los precios de las casas se hizo presente hasta abril de 2007. En agosto, la crisis detonó en el mercado de bonos vinculados a las hipotecas, y repercutió en los índices accionarios. El mercado de obligaciones se colapsó y los bancos y otros intermediarios financieros contrajeron el crédito. La FED y otros bancos centrales inyectaron liquidez en montos sin precedentes.

Aunque la inyección de liquidez por los bancos centrales y la baja de la tasa de referencia de la FED, permitieron a finales de 2007 restablecer una relativa estabilidad de los mercados financieros y evitar una mayor caída de las bolsas de valores, la pausa fue momentánea. En marzo de 2008 la crisis entró en una nueva fase caracterizada por una aguda contracción crediticia en todos los mercados, el inicio de la crisis bancaria, la quiebra y desaparición de la banca de inversión, el desplome de las bolsas de valores y el inicio de la recesión global.

La solución de la crisis no será sencilla ni rápida. La crisis inmobiliaria no es una mera crisis de liquidez, sino de insolvencia. Se trata de una crisis de deuda-deflación con serias repercusiones en la economía real. La baja en los precios de los activos inmobiliarios y financieros tiene todavía un largo trecho por recorrer. Es una crisis deflacionaria con rasgos específicos. Señala los límites de un régimen financiero basado en las obligaciones, lo que obliga a revisar la regulación de los mercados financieros y la vuelta a esquemas de crédito más conservadores. Como el foco de la crisis se sitúa en EU, amenaza el rol del dólar como divisa clave del sistema.

La crisis es global tanto en sus causas como en sus repercusiones. En sus causas, porque la burbuja inmobiliaria no es privativa de EU. Gran Bretaña, España e Irlanda comienzan a experimentar el fin de sus burbujas. Además, porque el involucramiento de los bancos en la orgía especulativa y en el sobreendeudamiento, incluye no solamente a bancos estadounidenses sino también a bancos europeos y asiáticos. Las repercusiones de la crisis en la producción, son también globales. El “desacoplamiento” no existe. EU sigue siendo “el comprador en última instancia” de la economía mundial. Si bien algunos países, como los llamados BRIC, seguirán creciendo, aunque a un menor ritmo, otros experimentarán, más temprano que tarde, procesos recesivos, como ya sucede en varios países europeos y asiáticos.

La profundidad de la recesión, que ya ha comenzado, está sujeta a debate. Como en todas las “grandes crisis”, si algo define la actual situación, es la incertidumbre. Aún si el escenario fuera el de una recesión suave (*mild recession*), parece haber consenso de que será prolongada [véase, *The Economist*, 2008b]. La persistencia de la inflación, sobretudo en los países de la periferia que no puedan controlar la devaluación de sus monedas, complicará la situación y la salida de la crisis. La corrección de los “excesos financieros” y

del *credit crunch*, tomará tiempo. Los programas de salvamento y las nacionalizaciones de bancos son procesos necesarios, para impedir una depresión de “viejo tipo”, pero son medidas tardías e insuficientes, que no resuelven los problemas de fondo del capitalismo. Los márgenes de maniobra de los bancos centrales y de los gobiernos son estrechos. Un lapso prolongado donde predominen las tendencias al estancamiento, parece ser el escenario más probable.

### **Bibliografía**

Aglietta, M. [2001]. *Macroéconomie financière II*. París, Editions La Découverte

----- [1976]. *Regulación y crisis del capitalismo*. México, segunda edición en español, Siglo XXI.

Boyer, R. (1984). “La crisis en una perspectiva histórica. Algunas reflexiones a partir de un análisis a largo plazo del capitalismo francés” en Raúl Conde comp. *La crisis actual y los modos de regulación del capitalismo*. Volumen, numero, México, UAMI, pp

Chesnais, F. [1994]. *La mondialisation du capital*. París, Syros,

De Bernis, G. [1988]. *El capitalismo contemporáneo*, México, Ed. Nuestro Tiempo.

Jorion, P. (2008). “Dans la œil du cyclone: la crise de l’immobilier américain”. *Comprendre la finance contemporaine Num. 3*. París, La Découverte.

Giraud, P. [2001]. *Le commerce des promesses. Petit traité sur la finance moderne*. París, Editions du Seuil.

Greenspan, A. [2007]. *The age of turbulence*. New York, The Penguin Press.

Guillén, A. [2007]. *Mito y realidad de la globalización neoliberal*. México, Miguel Angel Porrúa-UAMI.

Feldstein, M. [2008]. “Harvard’s Feldstein Says U.S. Economy in Recession”. [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

International Monetary Fund. [2008a]. *World Economic Outlook 2008*. Washington, IMF, abril. [www.imf.org](http://www.imf.org)

----- [2008b]. “Global slowdown and rising inflation”. *World Economic Outlook Update*. Washington, IMF. Julio de 2008. [www.imf.org](http://www.imf.org)

----- [2008c]. “Executive summary”. *World Economic Outlook 2008*. Washington, IMF, octubre.

Kregel, J. “Minsky’s Cushions of Safety. Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market”. *Public Policy Brief. Volumen, Num. 93*. New York, The Levy Economics of Bard College, 2008, pp [www.levy.org](http://www.levy.org)

La Jornada [2008a]. “Rescata EU con 200 mil mdd a sus gigantes hipotecarios”. México, 8 de septiembre.

La Jornada [2008b]. “El rescate de Bush no servirá de nada, es ineficaz e insuficiente”. México, 7 de octubre.

Lordon, F. “Los diez días que cambiaron Wall Street”. *Monde Diplomatique en español, Lugar, Volumen, Num 156*, octubre 2008.

Pollin, R. “The Cost and Benefits of Financial Instability” en Gary Dymksi y Robert Pollin editors. *New Perspectives in Monetary Macroeconomics. Explorations in the Tradition of Hyman P. Minsky*. Ann Harbor, Mich., **Volumen, Número**, The University of Michigan Press, 1994, **pp**

Roach, S. [2008]. “Double bubble trouble”. *The New York Times*. 5 de marzo.

Roubini, N. “Worse than LTCM: Not Just a Liquidity Crisis; Rather a Credit Crisis and Crunch”, **Lugar, Volumen, Número, Editorial**, año 2007, **pp**.

Soros, G. [1999]. *La crisis del capitalismo global*. México, Plaza y Janés.

----- (2008). “The Worst Market Crisis in 60 Years”. *Financial Times*, 22 de enero. [www.ft.com](http://www.ft.com)

The Economist [2008a]. “Wall Street’s Crisis”. Briefing, Londres, 22 de marzo.

The Economist [2008b]. “The Great American Slowdown”. Londres, 10 de abril.

The New York Times [2008]. “Fed Chief Shifts Path, Inventing Policy in Crisis”. 16 de marzo.

Wolf, M. [2008]. “The Rescue of Bear Stearns Marks Liberalization’s Limits”. *Financial Times*, 25 de marzo. [www.ft.com](http://www.ft.com)