

# 5 | Artículos



# Sin retorno al mundo previo a la Crisis

Raúl Ochoa

## Resumen

En estos momentos estamos asistiendo a un cambio de época que llevará a un mundo diferente al previo a la crisis. La crisis 2008-2009 no ha finalizado y no hay retorno al mundo precrisis. Se tornan indispensables modificaciones estructurales profundas que deberán producirse si es que en algún momento se pretende estabilizar lo que la crisis enmascara, que es ese desacople entre las finanzas y la economía real, con todas las consecuencias que hemos vivido y estamos viviendo.

La década del 90 fue, desde el punto de vista de las crisis financieras, un semáforo casi permanente en rojo, que si bien abarcaron en su casi totalidad a países emergentes –México, sudeste asiático, Brasil–, sin afectar en forma relevante a Estados Unidos y los países europeos, hubo tres episodios en países desarrollados muy llamativos: el ataque especulador contra la libra esterlina, la depresión de Japón y la crisis especulativa sueca.

El retorno de las finanzas a su sentido original, de apoyo y promotor de la economía real, es imprescindible para lograr un mundo más equilibrado, con sus ojos puestos en los desafíos del futuro que son aquí y ahora

## 1. Introducción

En un artículo que escribiera hacia fin de año, que titulé “El desacople entre las finanzas y la economía real” (Ochoa, 2009), señalaba la inconsistencia entre las vigorosas subas de las acciones, las materias primas y la fuerte apreciación de diversas monedas, entre ellas el euro, el yen y el real frente al dólar, a la luz de la débil recuperación de la economía en Europa y Estados Unidos.

Me preguntaba si esos hechos refulgentes eran la verdadera cara del final de la crisis, de “la vuelta a la normalidad” al *bullish market* precrisis o escondían, tras su aparente brillo, el retrato donde se reflejaría, al decir de Oscar Wilde, el verdadero rostro de Dorian Gray y que por lo tanto valía la pena detenerse y reflexionar sobre el estado de situación de la economía real para poner en contexto tanta magnificencia.

Con las limitaciones propias de, cómo en mi caso, ser contemporáneo a lo que está sucediendo, creo que estamos asistiendo, parafraseando al senador chileno Carlos Ominami<sup>1</sup>, no a un época de cambio, sino a un cambio de época, cuyos contornos y consecuencias trataré de delinear en este artículo y que implicarán sin dudas un mundo diferente al previo a la crisis. En otras palabras, el primer aspecto a destacar es que la crisis 2008-2009 no ha finalizado y no hay, desde mi punto de vista, vuelta atrás y sí indispensables modificaciones estructurales profundas, que podrán tardar meses o años pero que deberán producirse si es que en algún momento se pretende estabilizar lo que la crisis enmascara, que es ese desacople entre las finanzas y la economía real, con todas las consecuencias que hemos vivido y estamos viviendo.

---

<sup>1</sup> Conferencia pronunciada por el senador Carlos Ominami en el marco del seminario organizado por el Capítulo Argentino del Club de Roma en Mayo del 2009.

En otras palabras, ese cambio de época es de la importancia que tuvo en su momento la reconstrucción después de la guerra finalizada en 1945 y que, como bien señalara Eric Hobsbawm (2003), no fueron dos sino una sola, con la Gran Depresión de por medio.

## 2. El rastreo del inicio de los desbalances estructurales

La primera etapa después de la posguerra tiene un período dorado de crecimiento y desarrollo que abarca 1945-1973 y que marca una elevación del nivel de vida sin precedentes en lo que conocemos como el mundo desarrollado, con prácticamente pleno empleo, adecuada distribución del ingreso y formidables avances de los índices de productividad. Asimismo se hizo presente una enorme expansión del comercio internacional, consecuencia de la caída de barreras arancelarias y pararancelarias, de la consolidación de la integración productiva y comercial europea, del salto tecnológico e industrial japonés y del fortísimo dinamismo de la economía norteamericana.

Ese período de auge sin precedentes, ya que no hubo episodios recesivos, finaliza con la primera crisis del petróleo de 1973, agravada por la segunda en 1979 y, fundamentalmente, por el abandono de la paridad fija dólar-oro (1971).

Aparecen en escena los países productores de petróleo, con amplia disposición de fondos –los petro-dólares– que comienzan, a través de los bancos, a buscar alternativas rentables para sus excedentes, que en parte son reciclados a través de diversas adquisiciones de activos –inmuebles, participaciones accionarias y títulos de deuda de los países desarrollados– y otra porción no desdeñable pasa a ser prestada a los gobiernos de los países en desarrollo, que habitualmente sólo recibían préstamos de organismos internacionales y ahora podían obtenerlos de la propia banca comercial para financiar sus proyectos y los de las empresas nacionales públicas y privadas.

El primer desacople entre economía real y las finanzas puede ubicarse en esa década, ya que el impacto de la suba del petróleo en la matriz energética e industrial de esa época es recesiva sobre la economía, pero la actividad financiera crece y le dará inicialmente a los países que se endeudan una posibilidad de evitar los aspectos negativos de ese cambio de precios relativos, mediante la expansión en infraestructura y del gasto corriente.

Si bien para el mundo desarrollado las recesiones abarcaron dos períodos –1973-1975 y luego 1981-83–, los países latinoamericanos, endeudados durante la década del 80, cayeron en profundas crisis a partir de la suba de las tasas de interés de 1982 que hizo prácticamente imposible el repago de la deuda. Aunque la mayoría de los gobiernos intentó a través de masivas devaluaciones incentivar sus exportaciones y reducir las importaciones, el peso de la deuda llevó a profundos procesos recesivos con elevadas tasas de inflación y el agravamiento de los problemas sociales<sup>2</sup>. La así denominada “década perdida” implicó un cambio de eje en las políticas económicas, con abandono de los postulados formulados por la CEPAL respecto a la sustitución de las importaciones, una menor presencia del estado a través de la desregulación económica y las privatizaciones de las empresas públicas, siguiendo el modelo vigente fundamentalmente en los Estados Unidos y Gran Bretaña. Llegaba la época del “Consenso de Washington”.

Pero la crisis de los años 80 señalaba, además, un cambio sustancial en otros aspectos. La deuda acumulada por los bancos era transformada en títulos emitidos por los gobiernos de los países deudores, a plazos más largos para su repago e intereses menos onerosos. Los títulos de deuda soberana cotizaban en las bolsas de valores y los mismos podían ser adquiridos por residentes y no residentes. Coincidió este proceso con una profundización de la transnacionalización de las empresas a nivel global, así como la consolidación de la tendencia que se iniciara en la década del 70 de adquisición y absorción de firmas. Ambas necesitaban a su vez instituciones e instrumentos financieros apropiados a esos fines y por lo tanto el negocio financiero también toma mayores dimensiones y se hace global.

<sup>2</sup> La suba de las tasas de interés reflejaba la política monetaria contractiva llevada a cabo por la Reserva Federal para acabar con la elevada inflación, consecuencia de los desajustes fiscales norteamericanos provenientes de la financiación de la guerra en Vietnam y el impacto de la suba del petróleo. Hacia 1982 la tasa de referencia alcanzó el pico máximo del 20 % anual. Ver Krugman (1995: capítulo 5).

Pero hay un aspecto adicional que “despega” a las finanzas de la economía real y es el auge de las ideas de la desregulación y autocontrol llevado a los ámbitos de las actividades financieras, aunque por su trascendencia, este cambio en las ideas y políticas requiere, por su crucial importancia, un análisis especial en los párrafos siguientes.

### 3. Las ideas liberalizadoras frente a la ausencia de respuestas de la economía basada en el estado de bienestar

Desde el período de entreguerras, hubo siempre dos campos antagónicos en el terreno de las ideas y de las políticas económicas dentro de la economía de mercado y que tenían como eje central el papel del estado en sus diversas funciones, ya sea como proveedor de bienes públicos, regulador de las actividades privadas, prestador de actividades de servicios e industriales consideradas esenciales o estratégicas y en aquellos aspectos donde el sector estatal efectuaba la cobertura de determinadas demandas sociales. El debate se adormeció en los “años dorados” de la posguerra, pues parecía que el estado de bienestar y las instituciones creadas al amparo de los acuerdos de Bretton Woods daban una respuesta contundente y favorable para la eliminación del desempleo, para el ascenso social y la seguridad social y a una más justa distribución del ingreso, mientras los avances científicos y tecnológicos mejoraban las expectativas de vida y el bienestar en los países centrales. Pero las crisis de los años 70, si bien no interrumpieron el crecimiento, pusieron en duda la posibilidad de continuar en la misma senda; el paro o el desempleo estructural comienza a ser una realidad en los países europeos y los elevados déficits públicos –y concomitantes endeudamientos– señalan límites a las actividades de los estados y a la capacidad de respuesta de los gobiernos.

Resurgen entonces con fuerza las ideas de von Hayek y von Mises, los planteos monetaristas de Milton Friedman desde la escuela de Chicago y de los partidarios de las reformas de mercado por el lado de la oferta, *the supply side economy*, identificado en la denominada ley de Laffer, que logran influir en las políticas económicas de Gran Bretaña y de los Estados Unidos, encaradas por Margaret Thatcher y Ronald Reagan, respectivamente<sup>3</sup>. Ambos gobiernos se destacaron por sus políticas desregulatorias, rebajas de impuestos a las ganancias, privatizaciones –en especial en Gran Bretaña– y disminución de los gastos sociales.

Las *reaganomics* tuvieron además peso desde el punto de vista internacional, pues influyeron decisivamente en las políticas de los organismos internacionales de crédito, especialmente en el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. De esa época es el Plan Brady –1989– para el tratamiento de la deuda de países sudamericanos y las ideas predominantes formaron lo que se conoció como el Consenso de Washington.

De las desregulaciones, una de las de más severas consecuencias a futuro resultaron ser las llevadas a cabo en el sistema financiero. Desregulaciones sobre la banca comercial, pero fundamentalmente la no regulación de las nuevas formas de financiación de la banca de inversión y de otras entidades –fondos– en una serie de instrumentos colaterales sobre activos<sup>4</sup>.

Inclusive una de las primeras crisis, consecuencia de las desregulaciones, ocurrirá en el segundo mandato de Reagan, cuando una serie de entidades bancarias de *Savings and Loans* (S&L) –Cajas de Ahorro y Préstamos– solicitarán su bancarrota, debiendo hacerse cargo el Estado de la devolución de los depósitos a los ahorristas, porque tenían garantías. Como explica Paul Krugman (1995: capítulo 12), esta situación debió haber servido de advertencia sobre los riesgos y costos de la desregulación<sup>5</sup>.

Como señala Krugman, la crisis de 1987 en el S&L norteamericano no tuvo que ver con que en dichas instituciones hayan aparecido como mánager una cuota mayor de delincuentes que en otras actividades, sino que su desregulación –manteniendo la garantía estatal a los depositantes– atrajo un número considerable de aventureros, ante la posibilidad de llevar adelante proyectos que sin duda no se hubieran intentado en

<sup>3</sup>Margaret Thatcher fue primer ministro entre 1979 y 1990. Ronald Reagan fue presidente por dos mandatos entre 1981 y 1989.

<sup>4</sup>Sin intentar entrar en la jerga financiera, surgen los CDS (*Credit Default Swaps*) y los CDO (*Collateralized Debt Obligations*) basados en ABS (*Asset Backed Securities*). Solamente los CDS sumaron U\$S 62,2 billones en 2006. La banca comercial norteamericana manejaba a ese año U\$S 10 billones en activos.

<sup>5</sup>El rescate costó a los contribuyentes el equivalente al 5 % del PIB.

otras circunstancias, pues seguramente los depositantes –de no mediar esa garantía– hubieran retirado los fondos.

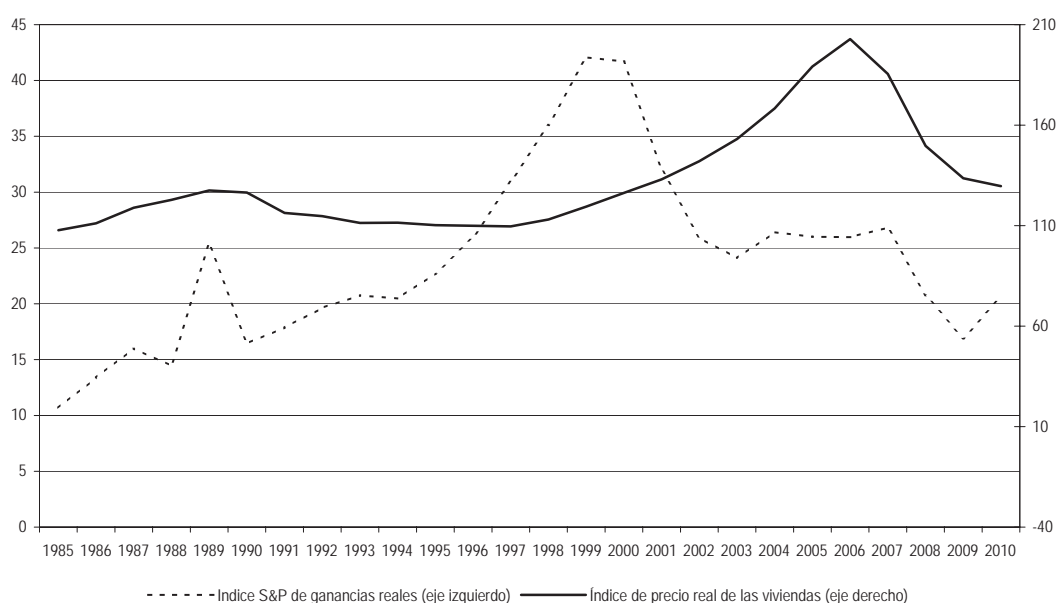
También es de esa época la marcada tendencia hacia los *take overs* o *leveraged buyouts (LBO's)* de empresas que consistían en desplazar a los directores y el *management* en el primer caso y en el segundo sólo al *Board*, adquiriendo –con primas elevadas sobre el valor de cotización– el paquete de acciones de control. En estas operaciones, quienes las llevaban a cabo lo hacían apalancados en préstamos, que luego debían ser pagados con las propias ganancias de las empresas.

Este comportamiento fue acentuando características oligopólicas en diversos sectores industriales y de servicios –la activa política de desregulación económica hizo también más laxa la aplicación de la legislación en materia de defensa de la competencia– y por otro lado comenzó a ser usual la primacía de los resultados de corto plazo –para repagar el apalancamiento– y por ende la retribución de grandes bonus a los CEO a cargo de los *take overs* (Krugman, 1995: capítulo 13). Por otra parte, se tornó usual el pago de cifras medibles en decenas y cientos de millones a los intermediarios –bancos de inversión y fondos de cobertura– en estas operaciones conocidas como de *risk arbitrage*, que en muchos casos estaban al borde de lo ilegal por la obtención de *inside information* para preparar el terreno del *take over* sin el conocimiento de la mayoría de los accionistas.

La década del 90 acentúa esa tendencia hacia las finanzas autónomas y con un fenómeno cada vez más marcado en que las retribuciones de este sector superan largamente a las vigentes en el resto de la economía, impulsando a los mejores cerebros egresados de los posgrados a incorporarse a esta especialidad que abona como mínimo seis cifras al año. Esta es la etapa de la intensa creación de los denominados fondos de cobertura de riesgo o *Hedge Funds* que permiten arbitrar entre activos de todo tipo en posiciones cortas y largas en diversos países. En este sentido, es en esa década donde los avances de las tecnologías de la información permiten comenzar a operar en tiempo real jugando y arriesgando capital de los inversores en todas las bolsas de valores, en las operaciones con *commodities* y de transacciones de inmuebles en forma global.

¿Por qué los inversores ingresaban a estas nuevas formas de inversión que tenían más riesgo y la posibilidad de caer en una burbuja y por ende en la bancarrota?

Gráfico 1  
Las burbujas financieras



Fuente: CEI en base a Shiller: [http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie\\_data.xls](http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls) (ganancias reales) y <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/fig2-1.xls> (precio real de las viviendas)

Robert Shiller, en su libro *Irrational Exuberance* (Shiller, 2000), reflexiona que una burbuja es una especie de "esquema Ponzi" natural en que la gente hace dinero mientras haya más tontos para incorporar. En el caso de las acciones el punto culminante ocurrió en el 2000 y luego se perdió el 40 % en los dos años siguientes (ver Gráfico 1); sin embargo, ya simultáneamente otra burbuja mucho más peligrosa se estaba montando en el mercado inmobiliario.

Por estos motivos, la crisis del fondo de riesgo LTCM en 1998 debió ser otra advertencia sobre lo que implicaba unas finanzas liberadas de supervisión, que además actuaban preferente y masivamente a través de paraísos fiscales. Este caso resultó paradigmático, pues el Fondo era integrado entre otros directores por dos premios Nobel de Economía y cuando no pudo hacer frente a los pedidos de restitución de fondos, resultó que la mayoría de los inversores eran instituciones de bien público o fundaciones de universidades, museos o mutuales de personal de municipios importantes de los Estados Unidos<sup>6</sup>.

¿Por qué no surgían advertencias más fuertes sobre las posibles consecuencias de esta liberación financiera que a su vez manejaba fondos cada vez más significativos a nivel global y gran parte de ellos fuera del alcance inclusive de las autoridades fiscales de los países involucrados?

Hay varias respuestas posibles a este interrogante. La primera: Estados Unidos tuvo recesiones cortas en 1982-83, otra en 1991 y luego en el 2001. En la primera, consecuencia de la inflación, la política de la Reserva Federal a cargo de Paul Volcker, que llevó las tasas de interés hasta el 20%, logró controlar la inflación y luego la economía volvió a crecer. En la segunda, Alan Greenspan pudo reducir el impacto recesivo –consecuencia del pánico del *crack* de las entidades de S&L– mediante una fuerte disminución de las tasas de interés y la economía salió rápidamente, aunque le costó la presidencia a George Bush. En la tercera, efecto de la burbuja del mercado accionario de las empresas Punto.com, una nueva reducción de las tasas de interés logró salvar la situación y arrancar de nuevo. Parecía que con sólo el manejo del FED y de su presidente Greenspan –que a esa altura era considerado un ídolo y un oráculo– la economía norteamericana

Gráfico 2

Evolución del desempleo en los Estados Unidos  
tasa de desempleo



Fuente: CEI en base a US Bureau of Labor Statistics

<sup>6</sup> El Long Term Capital Management (LTCM) era un *hedge fund* fundado en los años 80 y que dada el aura académica de sus fundadores explicaba el "casi nulo riesgo" de sus operaciones a través de complejos modelos matemáticos. Era muy prestigioso participar de él y sus ganancias, año tras año, hacía que los inversores no solicitaran ver la relación capital/deuda que estaba habitualmente en 1/100 –como la mayoría de los *hedges*–. Entre sus apuestas estaban los bonos de la deuda rusa y estos terminaron en *default* a pesar del apoyo del FMI cuyos fondos se "perdieron" en la estepa siberiana. El FED salió a su rescate en septiembre de ese año y convenció a inversionistas para que se hicieran cargo de él y evitaran su liquidación y por ende el pánico. A pesar de esta advertencia, los fondos de cobertura siguieron desregulados.

y por ende gran parte de la economía mundial estaría a salvo de cualquier contingencia catastrófica. Sin embargo, si bien las recesiones fueron cortas, las caídas de empleo eran más prologadas (ver Gráfico 2) y la distribución del ingreso cada vez más desigual.

La segunda: la revolución tecnológica acentuaba el proceso de globalización y transmitía un nuevo paradigma donde la liberalización de los flujos internacionales de capital y la mayor apertura de los mercados de bienes y servicios aumentaba la productividad y disminuía los riesgos recesivos, haciendo que estos ciclos fueran cortos y fácilmente revertidos. La productividad de los TICs (tecnologías de la información y comunicación), a su vez, disminuía el riesgo inflacionario y permitía una política monetaria blanda.

La tercera: se ganaba mucho más por rentas financieras –acciones, arbitrajes, *commodities*– y el mantenimiento de tasas reducidas de interés facilitaba que ese círculo virtuoso acallara las voces, ya que un sector significativo de familias norteamericanas tenía mayores ingresos y posibilidades de acceso al crédito prácticamente ilimitadas. Este fenómeno de tasas de interés bajas y amplia liquidez también cruzó el océano e impregnó a las economías europeas impulsando el consumo y la actividad inmobiliaria, permitiendo aumentar el gasto y el endeudamiento público y privado. Un segmento significativo de la población mejoró su estándar de vida y cambió la frugalidad por el dispendio.

#### 4. Las señales de alerta internacionales

La década del 90 fue, desde el punto de vista de las crisis financieras, un semáforo casi permanente en rojo, que si bien abarcaron en su casi totalidad a países emergentes, tuvo tres episodios en países desarrollados muy llamativos: el ataque triunfante de un especulador, el Fondo Quantum de George Soros para devaluar la libra esterlina; la depresión del país más exitoso de la posguerra: Japón; y la crisis especulativa sueca con nacionalización y posterior reprivatización de los bancos afectados<sup>7</sup>.

La crisis mejicana de fines de 1994, consecuencia de la sobrevaluación de su moneda y de su aparentemente exitosa salida de la crisis de la deuda de los 80, marcó los límites de las experiencias de reforma económica estructural en países donde las cuestiones sociales y políticas seguían a la zaga. Es importante señalar que si bien la masiva ayuda norteamericana suavizó los alcances de la crisis, México no logró, luego de ella, un ritmo acorde de crecimiento a pesar de la importancia otorgada a la firma del NAFTA.

Indirectamente, aunque como pasara en otros casos anteriores, los impactos de esa crisis tuvieron consecuencias sobre la Argentina, que soportó durante 1995 una profunda salida de capitales, que dada la convertibilidad vigente, provocó una severa caída de la actividad económica y un elevado aumento del desempleo, no reversible en el corto plazo.

Posteriormente en 1997, otra nueva crisis financiera estallaba en los países asiáticos afectando a Corea, Malasia, Tailandia e Indonesia. En este caso la intervención del FMI tuvo indeseables consecuencias, sobretudo para Indonesia que sufrió graves desórdenes sociales y disturbios generalizados, al eliminarse una serie de subsidios y caer en falencia bancos y empresas.

Por último, en enero de 1999 se produce una crisis financiera y cambiaria en Brasil que lleva a la devaluación del real y coloca al gobierno argentino en una situación delicada dada la renuencia o imposibilidad de seguir el mismo camino.

Como estas crisis se producían en la periferia de los países desarrollados y si bien su magnitud era importante, no afectaban en forma relevante a Estados Unidos ni tampoco a los países europeos y dado que, por otra parte, los países asiáticos se recuperaron con rapidez gracias a la demanda china y de los países desarrollados, los organismos internacionales seguían predicando que estos fenómenos eran producto

<sup>7</sup> La crisis financiera rusa de 1998, tiene que ver más con las características mafiosas de una serie de entidades bancarias sin respaldo real y al temor norteamericano al chantaje de la venta de armamento nuclear si no se le prestaba ayuda, que a cuestiones vinculadas específicamente con la economía. J. Stiglitz relata muy agudamente esta situación en su libro *The Roaring Nineties* (Stiglitz, 2003).



de errores de política económica local y no de la apertura financiera por la cual seguían insistiendo, aún a sabiendas que los efectos más considerables de las crisis habían ocurrido en los países abiertos al libre movimiento de capitales, mientras que en los cerrados a éste, por ejemplo China e India, sus consecuencias fueron de escasa trascendencia.

## 5. Las consecuencias de la irrupción de China en un mundo globalizado

El fenómeno chino comienza a notarse hacia mediados de la década del 90 y alcanza una dimensión decisiva en la primera década de este siglo. Como sucede habitualmente con este tipo de acontecimientos, sus efectos no se hacen visibles en forma inmediata y además los analistas norteamericanos estaban todavía más centrados en las consecuencias del avance japonés en materia industrial, comercial y tecnológica, cuando ese ímpetu ya se había morigerado o casi extinguido, que en percibir los efectos positivos y negativos de la “locomotora” china.

Hoy se puede afirmar, con las imprecisiones propias de sus fuentes de datos, que ese país fue durante más de 10 años el que logró absorber los costos de los incrementos en las materias primas: minerales, petróleo y agrícolas, materiales de construcción y fletes a partir del 2002, a través de un fenomenal crecimiento de escala y de absorción de mano de obra barata proveniente de dos fuentes: las zonas rurales –jóvenes entre 15 y 19 años– que se incorporaron en el orden de los 125 millones en los años tempranos de esta década, y en segundo término el despido de más de 50 millones de personas de las empresas estatales cerradas, redimensionadas o privatizadas en el período 1995-2005<sup>8</sup>.

Esto fue lo que permitió a las economías avanzadas en particular y al mundo en general, gozar de reducidos índices inflacionarios, poder mantener tasas de interés bajas y aumentar su consumo –con tasas de ahorro negativas en el caso norteamericano– y pensar que un desacople entre la economía real y las finanzas era posible sin riesgos importantes y que las rentas financieras no tendrían límites.

Este fenómeno, que se podría denominar, parafraseando a *Dragonomics*, como la “Ley de Antigraedad”, es lo que ha permitido soñar con un desacople posible, sin riesgos importantes.

Las burbujas, que en la década del 90 fueron las acciones y en la primera del 2000 los inmuebles, sólo fueron posibles porque la desregulación financiera –revocación de la Ley Glass-Steagall de 1933 y no regulación de los *shadow banks*– permitió crear a través de ingenierías financieras cada vez más ingeniosas nuevos instrumentos de apalancamiento, generando rentas extraordinarias a sus gerentes y también, durante un largo período, a inversores.

Puede señalarse que más que las desregulaciones en sí mismas, fue el espíritu y la actitud de no regular “los no bancos” ni vigilar los nuevos vehículos de intermediación financiera que fueron surgiendo desde la década del 80 y con más fuerza a partir de década siguiente, lo que llevó a la situación actual. En otras palabras, los *shadow banks* o bancos en la sombra con sus múltiples instrumentos y una “paralegal” masa de recursos provenientes de cantidad de *fiscal havens* llevaron finalmente a la crisis de alcance global<sup>9</sup>.

Todo esto a su vez fue posible porque la capacidad de ahorro de China y la acumulación de excedentes mediante la acumulación de divisas permitieron a Estados Unidos, y también a gran parte de Europa, financiar déficits crecientes de cuenta corriente, producto fundamentalmente de balances comerciales negativos. El desbalance estructural de las economías se observa con nitidez en el cuadro siguiente sobre reservas

<sup>8</sup>Carta da China (2010).

<sup>9</sup>Las cifras de las pérdidas ocasionadas difieren según las fuentes pero tomando las de Nouriel Roubini, economista norteamericano que fue el primero en pronosticar la crisis en el año 2006, sólo en Estados Unidos fue del orden de 8 billones de dólares con más de 12 millones de familias americanas en dificultades para el pago de sus hipotecas, con la nacionalización de la mayor aseguradora del mundo –AIG–, el cierre de bancos de inversión, la tasa de desocupación subiendo a alrededor del 10 % y el comercio mundial cayendo 12 % en volumen en el año 2009. Los daños sobre la economía europea siguen sumándose a pesar de la masiva intervención del Banco Central Europeo y del FMI a partir de la imposibilidad de pago griega.

internacionales, donde a partir de finales de la década anterior a la fecha, China y otros países emergentes y petroleros, más Alemania, Japón y Corea, han acumulado más del 80 % de las reservas, correspondiendo sólo a China más del 35 % del total mundial.

**Cuadro 1**  
Reservas de Países en Desarrollo  
miles de millones de dólares y participación en el total mundial

	2001		2007		2008		2009	
	valor	part %	valor	part %	valor	part %	valor	part %
Total	857	28,6	4.358	58,3	4.962	63,6	5.322	66,5
China	216	7,2	2.131	28,4	2.538	32,5	2.867	35,8
India	46	1,5	248	3,6	248	3,2	263	3,3
Brasil	36	1,2	180	2,4	193	2,5	220	2,7
Medio Oriente	135	4,5	696	9,3	826	10,6	870	10,8
Rusia	33	1,1	468	6,2	413	5,3	380	4,8
Otros	391	13	635	8,5	744	9,5	722	9,0

Fuente: CEI sobre datos FMI (2010).

## 6. El estallido de la crisis financiera con epicentro en Estados Unidos

Los signos evidentes de la crisis surgen en junio 2007, a partir de las dificultades manifestadas por Bear Stearns Companies para hacer frente al pago de obligaciones –CDO’s– derivadas de la titularización de hipotecas *sub prime*, por un monto relativamente menor de U\$S 3,2 miles de millones. Si bien otros bancos de inversión concurren en su apoyo, para el tercer trimestre de ese año queda expuesta la gravedad de su situación –que no era muy diferente a la de otros bancos, como se revelaría unos meses más tarde– ya que las cifras indican que para un patrimonio neto de U\$S 11,1 miles de millones presenta activos por U\$S 392 miles de millones con un apalancamiento de 35,5/1,0 y un total de pasivos eventuales por operaciones de derivados de U\$S 13,4 billones<sup>10</sup>.

A partir de ese episodio y a pesar de que el Dow Jones superaba en julio los 14.000 puntos, van apareciendo problemas de liquidez en diversas plazas financieras y notorias pérdidas en bancos que hasta seis meses atrás registraban voluminosas ganancias.

El caso Bear Stearns vuelve a la primera plana en marzo de 2008, cuando el deterioro de los índices de su balance y el inicio de acciones judiciales contra sus directivos por fraude e información incompleta y/o falsa llevan al Banco de la Reserva Federal de Nueva York a evaluar un apoyo para la adquisición por otro banco, siendo comprado por JP Morgan a U\$S 2 por acción –luego elevado a U\$S 10– contra U\$S 133 que cotizaba un año atrás.

A partir de este episodio, los hechos se precipitan y las acciones de los bancos, aseguradoras y de las dos empresas de capital abierto concedentes de crédito y garantías sobre inmuebles e hipotecas, más conocidas como Fannie Mae y Freddie Mac se derrumban y llevan a una sensación de pánico generalizado.

El 15 de septiembre se declara la bancarrota del banco de inversión Lehman Brothers –fundado en Alabama en 1850– al no encontrarse interesados para hacerse cargo. Dos días después la Reserva Federal adquiere el 79,9% de los activos de American International Group –AIG–, la compañía de seguros más grande del mundo, para evitar que su bancarrota llevara a la falla del sistema financiero, que ya se encontraba semiparalizado al cortarse el crédito interbancario, consecuencia directa de la desconfianza entre las propias entidades financieras.

<sup>10</sup> Los bancos de inversión manejaban relaciones de apalancamientos Activos/Patrimonio neto de 25/1 (Estados Unidos) y de 30/1 (Europa). La deuda bruta del sector financiero norteamericano había pasado del 22 % del PBI en 1980 al 117 % en el 2008.

En esa misma semana Bank of America, apoyado por el dinero de la FED, adquiere Merrill Lynch, y poco más tarde Goldman Sachs y Morgan Stanley deciden pasar a ser bancos comerciales: es el final de los bancos de inversión que habían sido las estrellas rutilantes del firmamento financiero desde los años 80. Como no podía ser de otra manera, dada la globalización financiera y el notable apalancamiento de las operaciones entre diferentes entidades financieras, los bancos europeos desde Gran Bretaña, pasando por los aparentemente "incomovibles" suizos y hasta los establecidos en la diminuta Islandia, sufrieron quebrantos, rescates por los tesoros públicos, parciales nacionalizaciones y vuelcos de torrentes de efectivo para mantener vivo el circuito financiero ahogado por el corte crediticio.

La multiplicidad de acciones de los gobiernos y de los bancos centrales evitó el colapso, pero los daños a la economía real comenzaron a verse hacia el tercer y cuarto trimestre del 2008 con la caída de la construcción y de la actividad industrial, el aumento del desempleo y la disminución del volumen del comercio internacional.

## 7. La crisis y los desafíos del futuro

Hacia finales del 2009 y principios de este año, se consideraba que lo peor de la crisis había quedado atrás, había una cierta recuperación económica basada en el dinamismo asiático, especialmente porque el impactante paquete de incentivos y de crédito chino, el mayor del mundo en términos de PIB, había dado resultado, impulsando el comercio mundial -7 % de crecimiento en volumen en el primer semestre de este año-, motivando la recuperación de los precios de los *commodities*, el alza en las bolsas de valores y la leve mejoría en la situación económica norteamericana y japonesa.

Por otra parte, como señalaba el informe coordinado por Mike Spence, las perspectivas para el desarrollo sostenible son promisorias dado que el 65% de la población mundial se encuentra ubicada entre países de alto ingreso o de bajo ingreso con crecimiento acelerado -China e India más los demás asiáticos de reciente industrialización que componen la mitad de los habitantes del planeta (Commission on Growth and Development, 2008).

Las discusiones sobre la necesidad de mayores regulaciones en todo el sistema financiero y no solo en la banca comercial, así como el establecimiento de topes a las remuneraciones de los ejecutivos, de la imposición de algún gravamen sobre los activos de los bancos para recuperar parte de lo pagado por los contribuyentes en su salvataje y el establecimiento de una adecuada supervisión sobre las agencias calificadoras de riesgo tropezaba con dificultades y *lobbies* poderosos una vez finalizadas las reuniones del G-20 y de hecho, los avances a la fecha han sido modestos a pesar de las claras recomendaciones del Informe Volcker en Estados Unidos<sup>11</sup> y la postura pro-reformas de la canciller alemana Angela Merkel y el presidente francés Nicolas Sarkozy en Europa. Parecía posible volver a la situación pre-crisis, dejar que el propio mercado se aligerara de los pesadas cargas, que en definitiva las grandes instituciones *too big to fail* pudieran seguir operando de la misma manera y que el costo en términos de empleo, mayores impuestos y reducción del gasto social fuera un asunto de los gobiernos y no de sus propias acciones de elevado e insostenible apalancamiento.

En el fondo, parecía servir de base la frase de Ronald Reagan al asumir como presidente, cuando decía "el problema es el gobierno" y donde el ideal de la soberanía del mercado no es un complemento de la democracia liberal, sino una alternativa a este sistema, tal como señalara Eric Hobsbawm (2007: 110 y siguientes).

Sin embargo, el agravamiento de la crisis en la zona del euro y los problemas que enfrentan las naciones a futuro indicarían todo lo contrario<sup>12</sup>. Los temas referidos a cómo morigerar los impactos del cambio climático, el envejecimiento de la población, la modificación de los términos del intercambio a favor de las

<sup>11</sup> Paul Volcker, ex presidente de la Reserva Federal y actual principal asesor de Barack Obama para la reforma financiera, ha presentado un informe con profundas reformas regulatorias muy resistido por Wall Street y la bancada republicana.

materias primas y "la nueva gobernabilidad" incluyendo a los países emergentes en la toma de decisiones y fundamentalmente cómo hacer posible el desarrollo del segundo mundo sin dañar irreversiblemente la naturaleza o cómo no repetir los patrones de consumo del siglo XX en este siglo, son desafíos que requieren acuerdos, normas y regulaciones que lejos, muy lejos están de poder quedar a la suma de opciones racionales o de otra clase de unos individuos dedicados a la procura de sus preferencias privadas; por el contrario, requiere la necesidad de la toma de decisiones políticas relacionadas con intereses comunes o de grupo en tanto que intereses distintos de estos.

En este entretiem po de cambio de época existen latentes muchos riesgos: el retorno a los nacionalismos xenófobos convirtiendo a los inmigrantes en las víctimas propiciatorias de los males del paro y la inseguridad; el proteccionismo como válvula de escape frente al inexorable avance de la globalización; la justificación en nombre de la libertad y la democracia de aventuras militares cuando en realidad se mantienen gastos en defensa insostenibles de otra manera; la presión para provocar cambios en el patrón de la economía china, para evitar los costos políticos de poner la casa propia en orden. En otras términos, olvidarse de las propias palabras del presidente Barack Obama al asumir, cuando señalaba "No esperen solo de los Estados Unidos las soluciones a los problemas globales, necesitamos la participación de todos los actores en un marco multilateral".

El retorno de las finanzas a su sentido original, de apoyo y promotor de la economía real, es imprescindible para lograr un mundo más equilibrado, con sus ojos puestos en los desafíos del futuro que son aquí y ahora temas ya no de debate, sino de decisiones indispensables.

Por eso y tal como decía al principio, no hay retorno al mundo precrisis, porque la crisis no ha terminado y no finalizará hasta que el desacople entre las finanzas y la economía real haya encontrado una respuesta final y definitiva.

---

<sup>12</sup> Jacques Attali (2010) sostiene que el endeudamiento de Estados Unidos y de la mayoría de los países europeos los hace sumamente vulnerables a cualquier suba de tasa de interés, porque a la deuda no hay que medirla solo en su relación con el PBI sino *vis a vis* a los ingresos fiscales anuales. En ese caso se observaría que un aumento al 3% - 4% anual –del nivel de casi 0% actual- la haría impagable al representar entre 1/3 y la mitad de los ingresos fiscales. No hay solución por el ajuste fiscal sólo vía crecimiento.

## Referencias bibliográficas

Attali, Jacques (2010). *¿Todos en quiebra en diez años? Deuda pública: La última posibilidad*.

Carta da China (2010). *Learning to live with inflation*. *Carta da China* 54: 8-12. En <http://www.cebc.org.br>.

Commission on Growth and Development (2008). *The growth report: Strategies for sustained growth and inclusive development*. Washington D.C.: The World Bank.

FMI (2010). *World Economic Outlook. Rebalancing growth*. Abril. Washington D.C.: FMI.

Hobsbawm, Eric (2003). *Historia del Siglo XX: 1914-1991*. Barcelona: Crítica.

Hobsbawm, Eric (2007). *Guerra y paz en el siglo XXI*. Barcelona: Crítica.

Krugman, Paul (1995). *The age of diminished expectations: U.S. Economic Policy in the 1990s*. Cambridge (Massachusetts): The MIT Press.

Krugman, Paul (2009). *De vuelta a la economía de la gran depresión y la crisis del 2008*. Bogotá: Grupo Editorial Norma.

Ochoa, Raúl (2009). *Perspectivas 2010: el desacople entre las finanzas y la economía real*. iProfesional.com. 21 de diciembre. En <http://www.iprofesional.com/notas/91838-Perspectivas-2010-el-desacople-entre-las-finanzas-y-la-economia-real.html>.

Roubini, Nouriel. RGE Reports. Reports on line 2006-2010.

Shiller, Robert (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton: Princeton University Press.

