

Aprender de la crisis financieras. ¿Cómo organizar sistemas financieros domésticos desarrollistas?

*

Robert Boyer**

Introducción

La crisis de las *subprimes* abrió un nuevo periodo en la historia económica y financiera del capitalismo. Durante los años de la década de 1980 y 1990, los países de América Latina se enfrentaron a profundas y recurrentes crisis financieras causadas por influjos de capital externo que, en periodos de auge económico y gran optimismo de la comunidad internacional provocó grandes desequilibrios que, indujeron fuertes salidas de capital externo, caídas en la producción y el empleo, así como del nivel de vida de la mayoría de la población. Las crisis de los países en desarrollo fueron consideradas exóticas, en tanto se supuso que se debieron a la falta de mecanismos de regulación y supervisión prudenciales, apropiados en los sistemas financieros. Con base en las diferentes crisis de los países en desarrollo (México, 1992 y la crisis del Tequila de 1994, y de los países asiáticos en 1997) los economistas neoclásicos construyeron modelos de primera, segunda y, hasta tercera generación; y, aunque el colapso de la economía Argentina (2001-2002) fue una de las últimas crisis financieras de los países en desarrollo, también ésta fue atribuida a malos manejos de la política fiscal, monetaria y cambiaria.

El estallido de la crisis de las *subprimes* modificó radicalmente el panorama sobre las mismas, en tanto tuvo lugar en el sistema financiero estadounidense, detonada por la quiebra de Lehman Brothers, situándose en el centro mismo de los países desarrollados, donde se suponía existían las mejores prácticas sobre gestión económica. Una crisis gemela tuvo lugar en la *City* de Londres, Reino Unido, provocando un pánico bancario en ese país, no visto desde 1866. Esta crisis financiera se transmitió a casi todos los centros financieros mundiales afectando a gran parte de la economía mundial, descubriéndose que la globalización financiera neoliberal, señalada como una de las garantías de la estabilidad del sistema internacional, propagó un gran pánico en el conjunto del sistema financiero. El

*Texto revisado por Noemi Levy Orlik.

** Profesor invitado de la UNAM. Este trabajo fue escrito para el Seminario “*Teorías del financiamiento de la inversión, la producción, el desarrollo y su aplicación en países en desarrollo*”.

consenso de Washington, fuertemente criticado durante la crisis asiática no resistió, desplegándose diversas propuestas de reformas al sistema capitalista. Incluso se llamo a la refundación del sistema de Bretton Woods.

En consecuencia, las crisis financieras dejaron de ser anomalías y se volvieron parte integral del análisis de la economía política. Esta consecución de hecho invita a revisar la historia del capitalismo a la luz de los recientes acontecimientos, señalándose varias preguntas: Primero: ¿los mercados financieros sufren imperfecciones menores o son estructuralmente inestables?, planteamiento formulado por Keynes; segundo, ¿el fundamento del crecimiento económico de largo plazo de EUA es resultado de las constantes innovaciones financieras o del mediocre crecimiento de los salarios?; tercero, ¿los países especializados en la industria manufacturera y otros servicios sofisticados indujeron la liberalización de los mercados financieros?; y, finalmente, ¿cuáles serán las consecuencias de la crisis del 2008 sobre la persistencia de los mayores desequilibrios mundiales, especialmente entre EUA y Asia?

A partir de estos planteamientos se postulan seis lecciones, resaltándose que las diferentes visiones de las teorías neoclásicas no explican ni el origen ni la secuencia de las crisis. De hecho, este concepto no tiene lugar en las teorías basadas alrededor de la existencia de un equilibrio estable, en tanto, se señala que las “crisis” son resultado de choques negativos exógenos de gran amplitud sobre el equilibrio. Consecuentemente, es necesario iniciar con una discusión acerca del concepto teórico de las crisis, resaltado por Keynes y, rescatar el concepto de las crisis cíclicas (Kindleberger, 1978; Garber, 2000; Eichengreen, 2003) que explican algunos de los mecanismos que generan los eventos especulativos que posteriormente desencadenan en crisis (Boyer, Dehove y Plihon, 2004).

Este trabajo se organiza en seis apartados: En primer lugar, se rechaza teóricamente la idea que los mercados financieros son perfectos. Se postula que debido a la presencia de una incertidumbre radical los mercados financieros sufren de una inestabilidad *estructural* (apartado 1). Con base en lo anterior se argumenta que una completa desregulación favorece crisis financieras más frecuentes y profundas (apartado 2). Por consiguiente, la crisis *subprime* muestra que es un tipo de riesgo por exceso de crédito, aunque su articulación con la economía real no tiene precedentes, en tanto terminan los procesos de acumulación en permanentes innovaciones financieras (apartado 3). La crisis se difunde al

sistema internacional, pero la adopción del valor a cargo de los accionistas no ha sido favorable a los regímenes de acumulación tipo Japón o Alemania (apartado 4). Los países sólo aprenden de sus propias crisis financieras, lo cual, explica que en 2008, los nuevos países de la Unión Europea reprodujeron el proceso de la crisis Asiática de 1997 (apartado 5). Finalmente la globalización financiera que pareció ser favorable a los países en desarrollo incrementó la inestabilidad de las economías de la periferia (apartado 6).

La incertidumbre radical impide que los mercados financieros sean perfectos

Los supuestos de la teoría dominante son suficientes para restaurar la transparencia de los mercados financieros y neutralizar las crisis. Las bases de las economías de mercados de competencia perfecta suponen que cada agente tiene acceso a información completa, lo cual, desde la perspectiva de Keynes, ignora la propia naturaleza de los intercambios que se producen en los mercados financieros.

El papel de la incertidumbre en las finanzas

En los mercados financieros tiene lugar un comercio de promesas (Giraud, 2001), donde el valor de un activo financiero depende de la evaluación que un agente hace sobre los ingresos futuros, generándose numerosas evaluaciones que divergen del precio ideal, o sea, de la formación del precio de equilibrio. El primer método se construye con base en la reiteración de la interacción entre los agentes, la cual, no garantiza la evaluación del impacto de una innovación; mientras que en el segundo método, el rendimiento depende del estado de la naturaleza de las interacciones estratégicas entre los agentes. En los años de la década de 1990, no se conocía el ritmo del crecimiento de largo plazo de la demanda de bienes informáticos y de comunicación. Además, la rentabilidad de las empresas de nueva tecnología (*start-up*) depende en gran medida del número de competidores, información completamente desconocida, incluso para los empresarios más sofisticados, conocedores de la moderna teoría de juegos. De hecho, todas las apuestas individuales sobre el futuro están condicionadas a la evolución de las condiciones macroeconómicas como la tasa de interés, índice del crecimiento económico, tipo de cambio, naturaleza de las políticas fiscales y, otras tantas variables, fuera del alcance y la acción de los agentes individuales. Debido a lo anterior, los tenedores de moneda extranjera son sorprendidos por violentos movimientos

en los tipos de cambios y, *a posteriori* los agentes bursátiles deben ajustar las perspectivas de beneficio y, los tenedores de deuda, también con retraso ajustan el ingreso a la inflación (Brender y Pisani, 2001).

Los seguidores de la Teoría de eficiencia de los mercados (Malkiel, 2003), así como los teóricos de las finanzas conductuales y experimentales (Shiller, 2003a) reconocen que la incertidumbre es consustancial a la visión del futuro, aceptando que puede provocar una gran variabilidad en la evaluación financiera y, por consiguiente, tienen lugar fuertes reajustes en las variables financieras. Los valores bursátiles constituyen un buen ejemplo del carácter convencional de los principios de evaluación de la teoría dominante. En efecto, el valor fundamental está sujeto a la liquidez, lo cual, es extremadamente sensible a la evolución de la tasa de interés de largo plazo, las primas de riesgos y las proyecciones de crecimiento económico. Variaciones marginales, en el comportamiento de estas variables generan fuertes fluctuaciones en los valores bursátiles, de acuerdo con la fórmula de Gordon-Shapiro. Esta propiedad se observa en los mercados financieros, pero también en el mercado de crédito bancario. Por ello, la evaluación del riesgo y de las perspectivas sobre el crecimiento no es independiente del contexto macroeconómico. Por consiguiente, se producen los mismos factores, aunque los errores de previsión se traducen en ajustes en los precios de las bolsas de valores, riesgos de insolvencia y quiebra de instituciones crediticias.

El planteamiento de Shiller (2003a) sugiere que la teoría convencional no puede describir la volatilidad observada, aunque toma en cuenta la variabilidad del tipo de actualización y la tasa marginal de sustitución inter-temporal del consumo (Shiller, 2003a: 86).

Por consiguiente, se puede señalar que los mercados son incompletos y no permiten a los protagonistas neutralizar la desigualdad en su grado, percepción y aceptación del riesgo, debiéndose encontrar métodos para superar esta dificultad.

Las valuaciones financieras son convenios

La presencia de la incertidumbre ocasiona el desarrollo de dos procedimientos para evaluar el tipo de interés de largo plazo, el crecimiento anticipado, la prima de riesgo, y la evolución del resultado de las empresas. Un método se basa en el análisis del valor fundamental de un proyecto, mientras el otro se basa en la evaluación de los otros

participantes en el mercado para deducir su propia evaluación. Keynes argumentó que en los mercados bursátiles se distinguen dos precios: el valor fundamental y el precio de mercado. El primero supone que el activo se conserva a lo largo de todo el ciclo del proyecto, mientras que en el segundo, se supone que las operaciones de compra-venta son independientes del valor a largo plazo. La operación de crédito bancario recurre al primer procedimiento, por lo menos, hasta antes que aparecieran las prácticas de titularización, es decir, previamente a la reagrupación de distintos créditos y su conversión en títulos negociables en los mercados financieros. Las finanzas directas se basan en los arbitrajes de mercado, en el contexto de un grado de liquidez y profundidad del mercado.

Nuestra siguiente interrogante es si la confrontación de estas dos estrategias garantiza la eficiencia de los mercados. Señalaremos que ello no necesariamente sucede. Los operadores del mercado, incluso los fundamentalistas, deben tener en cuenta el valor de mercado, porque tienen que optimizar el rendimiento del capital en cada periodo, debido a la gran competencia entre los operadores. Por consiguiente, el precio depende del número relativo de los operadores que utilizan una u otra de las estrategias y, existe la posibilidad de contagio, que provoca que se incorpore al precio de equilibrio un equivalente, de un convenio de evaluación. Es siempre posible *aposteriori* racionalizar esta evaluación, describiendo situaciones de evolución, sobre las cuales se pone de acuerdo el mercado y validan el curso de los hechos observados. Por eso, algunos especialistas en finanzas, mantienen su negativa sobre la importancia de las burbujas especulativas.

El mimetismo puede ser racional

La teoría muestra que una burbuja especulativa puede corresponder a un equilibrio cuando las estrategias y las anticipaciones son racionales (Blanchard y Watson, 1984). Entonces, ¿cómo surgen estas burbujas? Un modelo muy simple (Orléan, 1990: 839-868) explica que el mimetismo puede ser racional y que los mercados financieros oscilan entre una evaluación alta y baja, que puede converger, sólo de manera episódica, casi por accidente, con el valor fundamental.

Una población de $2N$ operadores determina el valor de mercado $V(t)$, conociendo que el análisis fundamental pone de manifiesto que el título toma solo dos valores, V_1 y V_2 . Si todos los operadores tienen la misma riqueza inicial y la misma función de utilidad, (Von

Neuman y Morgenstern designan $n(t)$ al número de operadores en favor de la evaluación V_1 más allá de N y por $x(t)$ la variable $n(t)/N$ a partir de lo cual se puede mostrar fácilmente que:

$$V(t) = x(t) \cdot (V_1 - V_2)/2 + V_m \text{ si, } V_m = (V_1 + V_2)/2$$

V_m es el valor fundamental si los operadores distribuyen en proporciones iguales sus opiniones. A partir de un estado inicial, los operadores revisan su opinión, es decir evalúan la probabilidad p_{12} que describe el paso de la opinión 1 a la opinión 2 y, la probabilidad p_{21} describe el paso de la opinión 2 a la opinión 1. Si se limita, a un caso simétrico, donde $p_{12} = p_{21} = p_0$, Orléan muestra que la probabilidad de transición se expresa de la siguiente manera:

$$p_{21}(x) = \frac{(1-x)^2}{s+(1-x)^2} x \frac{1-x}{2} + \frac{s}{s+(1-x)^2} P_2$$

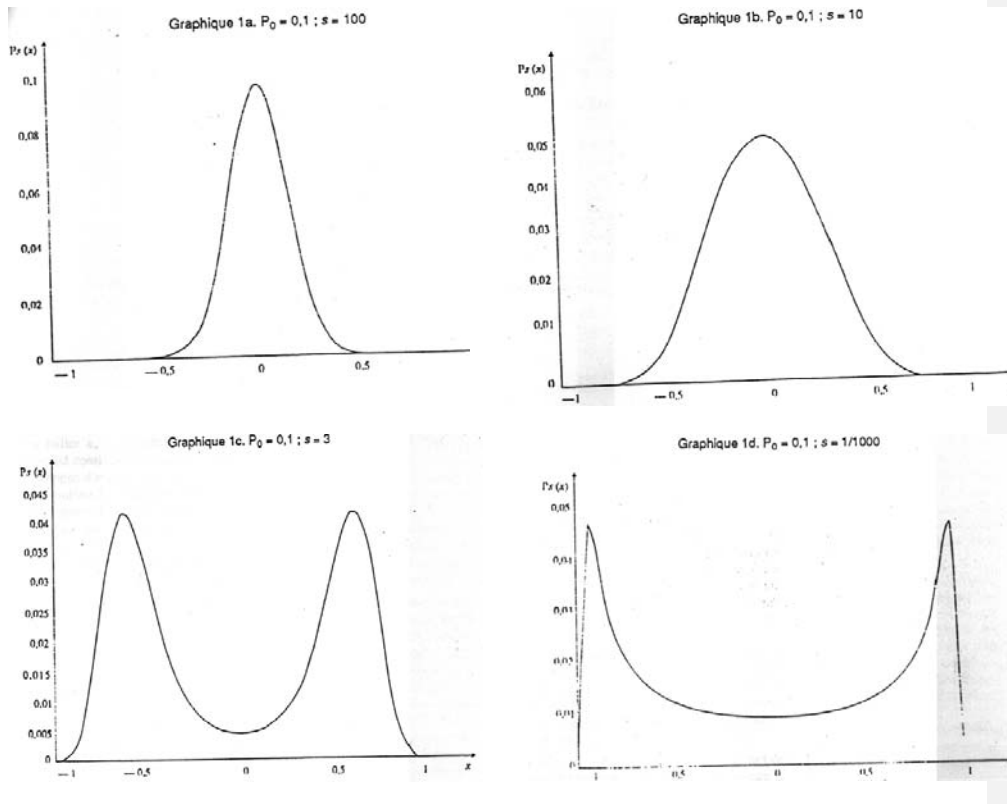
Esta probabilidad de transición se interpreta de manera simple, en función del parámetro s , que representa la precisión relativa de la opinión del mercado con relación a la evaluación fundamental. Cuando s es grande, el operador confía principalmente su evaluación al valor fundamental. Si s es pequeña, el mercado sigue una combinación de dos estrategias, en función, también, del predominio de la opinión 1 o 2 del mercado. Pero con algunas aproximaciones, y si la formulación se vuelve continua, es posible calcular la distribución asintótica de las opiniones y discutir las propiedades en función del parámetro clave s . En el caso particular analizado por Orléan, aparece una fuerte dependencia de la distribución de probabilidades asintótica $p(x)$ con relación a s .

- Si cada uno confía en su estimación del valor fundamental, se observa un pico en la distribución, en torno a una equi-distribución de la opinión de los operadores, cuyas anticipaciones se encuentran comprobadas al equilibrio (gráfico 1a).
- Si disminuye la confianza (s pasa de 100 a 10), la variación de la distribución aumenta pero la ley normal se conserva (gráfico 1b).
- Por el contrario existe un límite máximo S_m , a partir del cual aparecen dos máximos locales de distribución que corresponden respectivamente a la prevalencia de una de las

dos evaluaciones (gráfico 1c). Este fenómeno de distribución es bipolar. Tanto más cuando los operadores pierden completamente confianza en su propia evaluación ($s = 1/1000$) (gráfico 1d).

Gráficos 1 a, b, c, d

Comentario [E.D.1]: Falta ver si este gráfico se puede adecuar



Fuente: Orléan A. (1990)

Al interior de este modelo hay interés en el surgimiento de convenios á la Keynes, que introdujo la incertidumbre, como una respuesta de las decisiones que toman los individuos. Empero, de sus interacciones se genera un precio de mercado, que tendrá una apariencia de racionalidad. O sea, contribuye a la formación de un rendimiento y, está relacionado a la convergencia entre las anticipaciones y realizaciones. En un mercado establecido, donde los diversos operadores pueden formarse una opinión sobre el valor fundamental, el valor bursátil tiene la propiedad de eficiencia informativa. Por el contrario, ante innovaciones que desestabilizan los métodos de evaluación tradicionales, los

operadores pueden pensar que el mercado dispone de mejor información que ellos, de modo que una desviación sobre la relación entre el valor fundamental pueda encontrarse ampliada por la generalización de un comportamiento mimético. A medida que es menos costoso observar el precio del mercado que obtener estudios analíticos, que conduce a una evaluación propia, la sucesión de decisiones individuales y racionales puede conducir a una burbuja especulativa o crisis.

La alternancia de burbujas especulativas luego de crisis

Existen muchos análisis contemporáneos (Orléan, 1990; 1999; 2004) que relativizan la hipótesis de irracionalidad, utilizada a menudo para explicar la reaparición de las burbujas financieras. Cuando se evalúan las empresas que operan en un sector maduro, los operadores de manera previa acumulan información suficientemente y modelos interpretativos para calcular el valor fundamental, al cual, están dispuestos a comprar un título. La conjunción de las evaluaciones independientes, a menudo gira en torno al valor fundamental de los títulos y, utilizan de la mejor forma posible, la información disponible. Sin embargo, estos métodos de cálculo no son adecuados para proyectos “radicalmente” nuevos, porque no disponen de evaluaciones previas sobre las probabilidades de rendimientos. La evaluación opera a partir de los dos mecanismos siguientes:

- Los operadores acuerdan, fuera del mercado, sobre nuevos criterios de evaluación que aplican en sus decisiones individuales.
- Los operadores deben generar, de manera creciente, confianza sobre el precio del mercado y, menos sobre sus propias evaluaciones. Bajo estas condiciones, el efecto contagio se convierte en el fenómeno dominante, desligado del valor fundamental, debido a que la alta probabilidad está sustentada en dos evaluaciones, una baja y otra alta, que corresponden a dos configuraciones estables, encuadrados en el valor fundamental.

Una vez establecido un convenio para evitar costes de evaluación, los agentes buscan generar confianza en el precio del mercado, cualquiera que éste sea. En el extremo de este planteamiento (*i.e.*, cuando es adoptada por todos los protagonistas) aparece la paradoja que resaltan Grossman y Stiglitz (1980), donde se señala que el precio de mercado no contiene información alguna. Este fenómeno muestra la importancia de la incertidumbre

y la liquidez del mercado financiero, que generaliza la creencia que siempre es posible revender el beneficio de los títulos, antes que estalle la burbuja financiera; empero, los operadores están conscientes sobre la divergencia acumulativa y la estimación del valor fundamental.

Así, el marco analítico provee una interpretación sugestiva sobre las sucesiones de evaluaciones optimistas y pesimistas en el mercado financiero; lo cual, puede ser consecuencia de un contagio mimético que, por lo demás es racional y, no necesariamente resultado de comportamientos aberrantes o erráticos. Estas claves son importantes para los episodios de la burbuja *internet* y la burbuja inmobiliaria. La evaluación bursátil que comparan distintas empresas puede ser altamente eficiente, lo cual, empero, no aplica al agregado del valor bursátil. Ello indujo a Samuelson a concluir que la Bolsa de Valores, podía a nivel micro ser eficiente pero, a nivel macro, ineficiente (citado por Shiller (2003a: 89). El gran desajuste económico asociado al episodio de la crisis *subprimes* recuerda esta característica, poco envidiable de los mercados financieros profundos y líquidos.

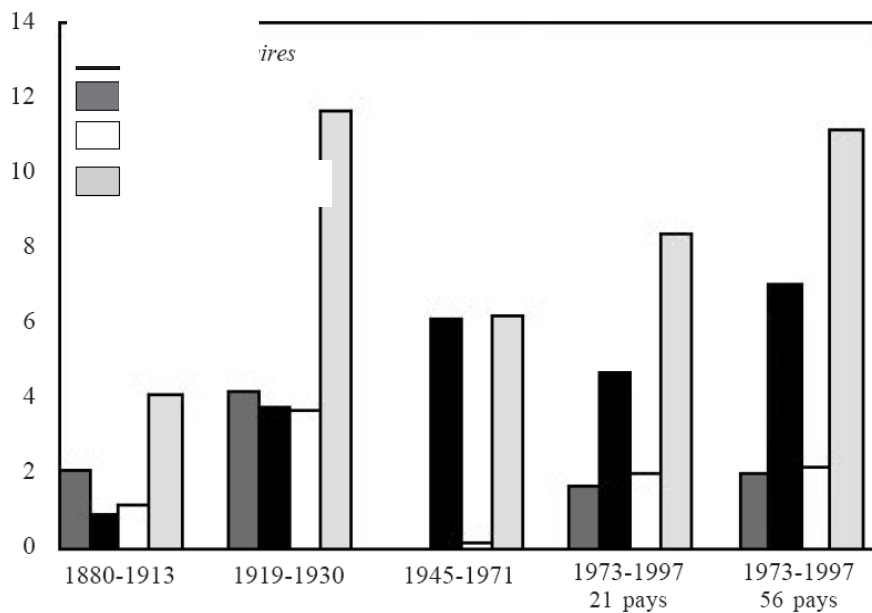
El *laissez faire* financiero acentúa la probabilidad y la gravedad de las crisis, mientras que las reglamentaciones pueden reducirlas.

Los datos históricos y comparativos confirman el impacto positivo de las reglamentaciones financieras

Estados Unidos de América se caracteriza por ser un país de *elección* y los economistas y políticos ortodoxos consideran la reglamentación como el origen de todos los males de la economía de mercado. Los economistas de Chicago y los de la “elección pública” (*public choice*) proporcionan demostraciones teóricas contra toda reglamentación. Empero, los investigadores que estudian el origen y frecuencia de las crisis de largo plazo, señalan que éstas son dependientes de la naturaleza del contexto institucional.

- En los períodos posteriores a las grandes crisis, la opinión pública reconoce la legitimidad de control público sobre los bancos y el crédito, si se considera que casi desaparecieron en las crisis bancarias (*bank runs*).
- Inversamente, después de una larga fase de prosperidad, vinculada a intervenciones públicas en la canalización del crédito, domina la idea que se deben suprimir las

reglamentaciones. Una vez convencido el poder político, inicia una serie de desregulaciones que, inicialmente estimulan el crecimiento, las cuales, empero, desembocan en crisis (en los países latinoamericanos gráfico 2).



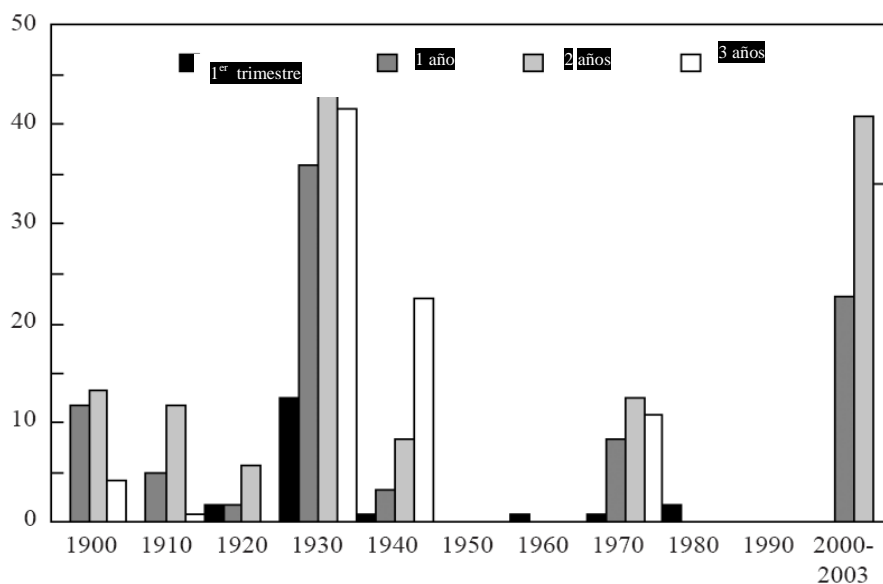
Fuente: Bordo *et al.* (2001)

Lo mismo ocurre con las crisis del tipo de cambio, poco frecuentes en el periodo del tipo de cambio fijo del Sistema Bretton Woods y, altamente presentes en el periodo de globalización financiera, en países que se endeudaron en monedas extranjeras. Por consiguiente, la apertura de la cuenta de capital y el débil control prudencial y reglamentario del sistema financiero, multiplicaron las crisis de tipo doble: bancario y del tipo de cambio. De hecho, en la actualidad se reconoce el vínculo entre desregulación y crisis financiera.

Anteriormente, se resaltó que las fuerzas potencialmente desestabilizadoras estuvieron presentes en los mercados bursátiles. Sin embargo, los riesgos de las fuertes crisis bursátiles no son iguales a lo largo del tiempo. En primer lugar, se modificó la

función de la bolsa de valores a lo largo del tiempo, la cual, a su vez dependió de la dinámica de acumulación de las sociedades, que fue muy elevada en los años veinte y cayó fuertemente después de las guerras, volviendo adquirir una importancia sin precedente desde los años ochenta del siglo XX. La frecuencia de las grandes crisis bursátiles sigue este perfil temporal, de hecho, la inestabilidad de la economía real debido a la especulación bursátil, de ninguna manera es una fatalidad (gráfica 3). El marco institucional y reglamentario influye sobre la frecuencia y la naturaleza de las crisis.

Gráfica 3. Los sistemas financieros pueden reducir la frecuencia de las crisis bursátiles.



Fuente: Boucher C. y Plihon D. (2003)

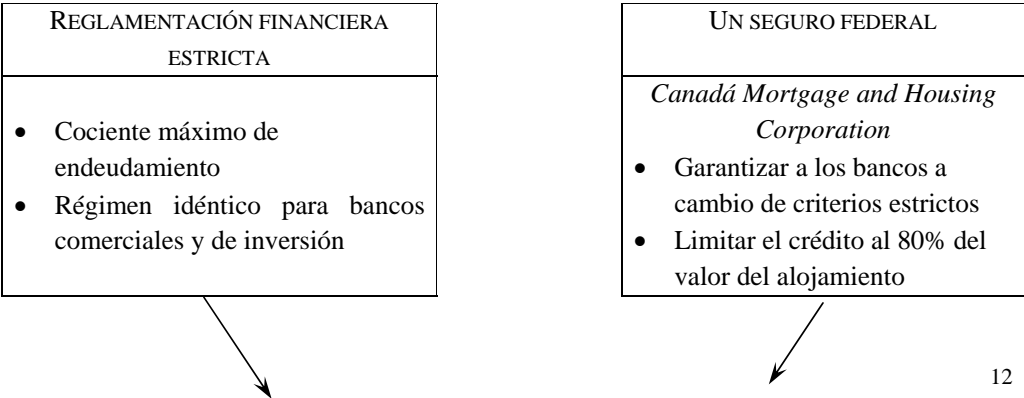
En la era de la globalización y las innovaciones financieras algunos países evitaron la crisis del mercado hipotecario

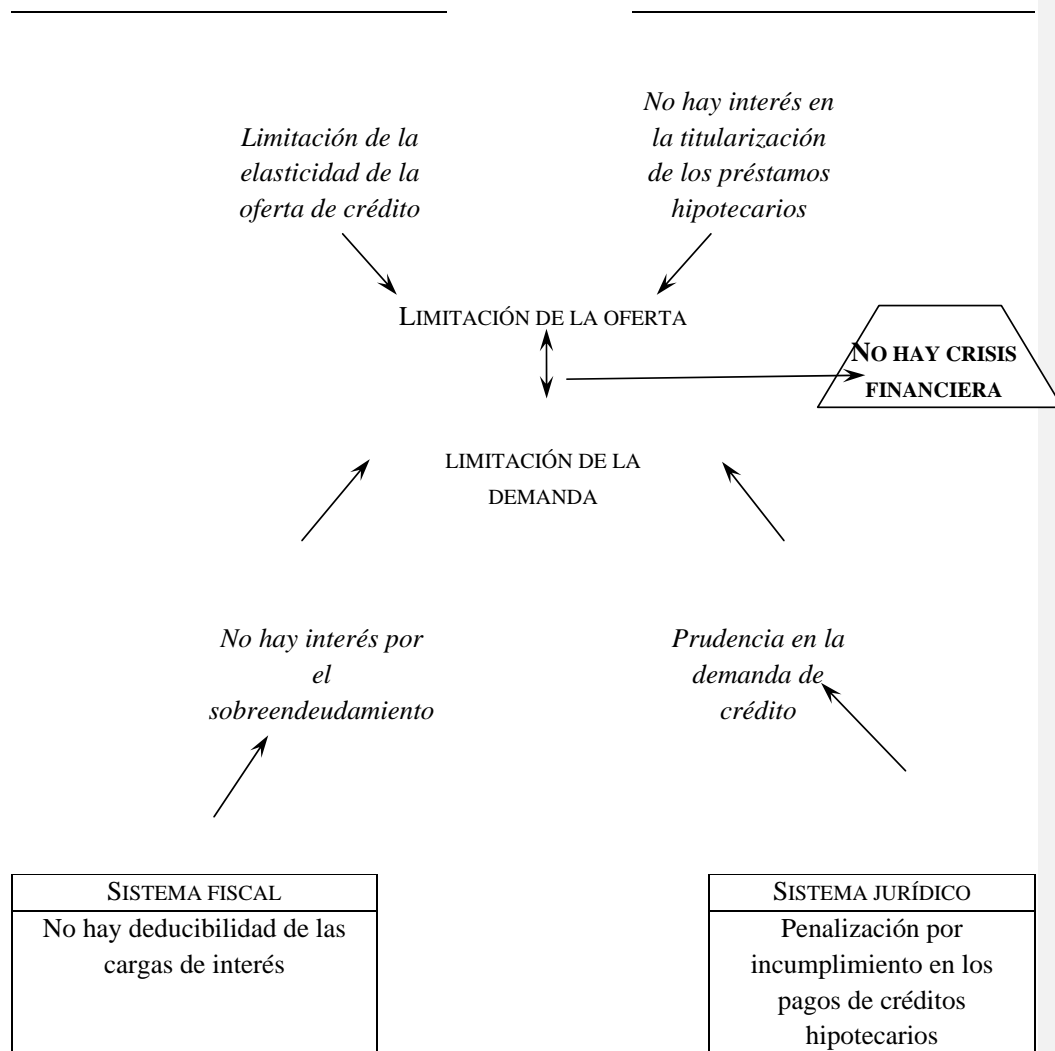
Por supuesto puede haber oposición a los resultados del análisis histórico, tal que la intensidad de las interdependencias entre países y la apertura a la competencia de los sistemas financieros nacionales hacen en realidad imposible hoy una reglamentación que encuadre las finanzas y sus innovaciones. Sin embargo, aparecen casos atípicos como

España donde se observa una crisis inmobiliaria mayor en el sector real, empero, sin contaminación de los productos derivados tóxicos. Ello se debió a que el Banco Central de España disuadió a las entidades privadas de crear el equivalente del sistema de *subprimes estadounidense*. Esta decisión fue especialmente importante desde mediados del año 2000, porque la mayoría de los gobiernos estaban convencidos sobre la utilidad de dicho esquema para estimular el crecimiento y solucionar, vía las finanzas, problemas no superados anteriormente por la protección social, que consistió en aumentar el ingreso real de los sectores más desfavorecidas.

Otro ejemplo, mucho más emblemático fue Canadá, país vecino de EUA, que siguió una trayectoria diferente. Este país conservó un marco más estricto y coherente del crédito hipotecario; combinándose cuatro dispositivos complementarios, que inutilizaron los recursos de la titularización. En primer lugar, había una institución pública que otorgó garantías a los bancos en caso de impago de créditos, a condición de la aplicación de criterios estrictos en la selección de los prestatarios (individuos y familias) sujetos a préstamos hipotecarios. En segundo lugar, la reglamentación financiera cubre a los bancos de inversión como a los bancos comerciales, sometiendo a los primeros a un cociente máximo de endeudamiento, más razonable que en el caso del sistema financiero estadounidense. Por su parte, los prestatarios no tienen incentivos, habida cuenta del sistema jurídico, en incumplir sus compromisos financieros, porque son sujetos a actuaciones judiciales en caso de abandonar sus lugares habitacionales. Finalmente, el sistema fiscal no permite la deducción de los intereses de sus ingresos a declarar (Esquema 1).

Esquema 1. ¿Imposible evitar la crisis de las *subprimes*?. El contraejemplo canadiense



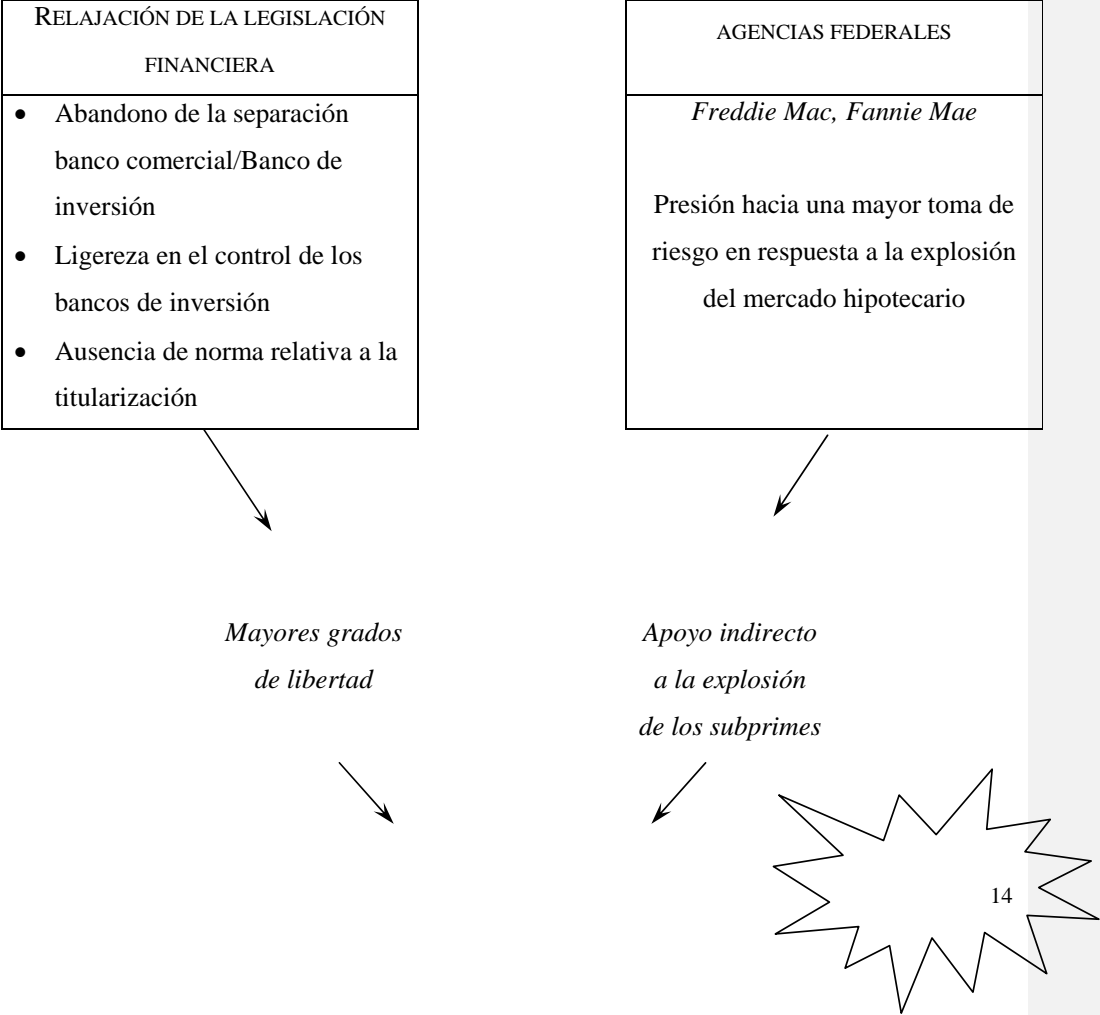


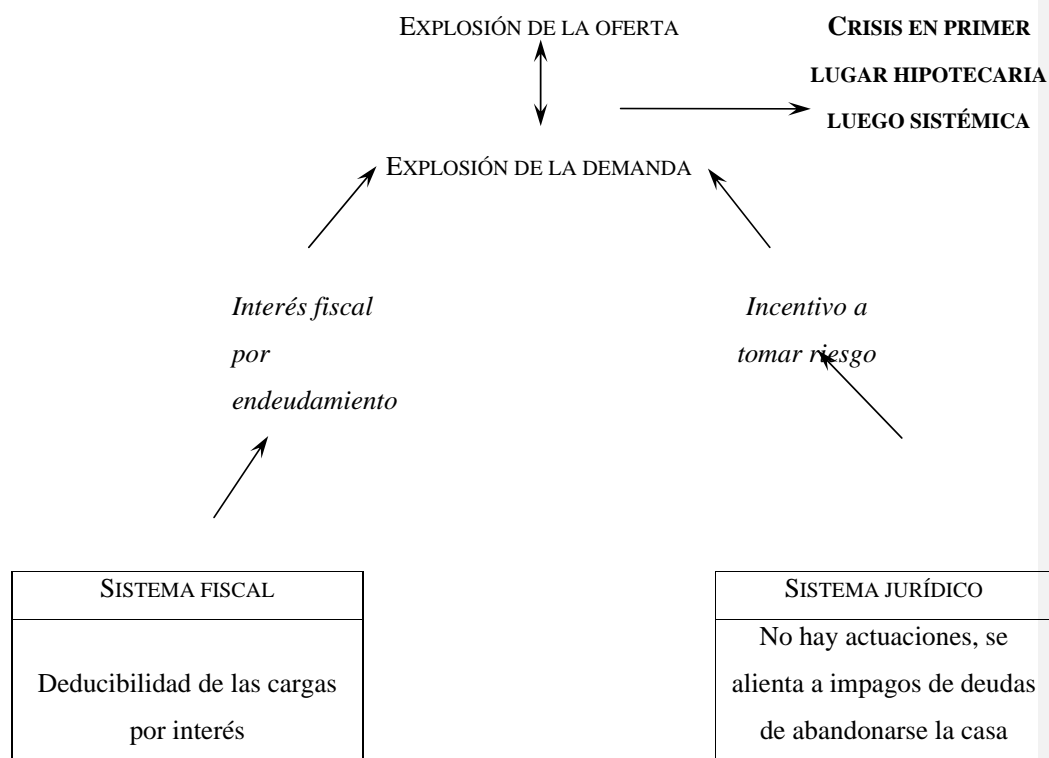
Fuente: Elaboración propia.

Estas diferencias son altamente paradójicas porque ambos países integran el Tratado de Libre Comercio de América del Norte. Por consiguiente, se cuestiona la hipótesis que la competencia internacional conduce al mimetismo institucional y reglamentario. La única característica común entre dichos sistemas es que en los cuatro ámbitos que son la reglamentación financiera, de seguros, la judicial y fiscal, aunque hay complementariedades con EUA, éstas operan en sentido opuesto: el incremento del crédito vía la transferencia del riesgo e incorporación de este al sistema de precios. La comparación

de los dos sistemas, además permite destacar la mayor estabilidad de un mecanismo de seguro con relación a los productos derivados. Por una parte, las compañías de seguro desde hace algún tiempo desarrollaron métodos de gestión que permiten constituir un fondo de reserva para cubrir a las instituciones ante la realización del riesgo. En el caso estadounidense, las entidades financieras minimizaron el cociente capital propio/total del balance. Por otra parte, el carácter obligatorio y uniforme de este seguro evita la segmentación del sistema financiero por seguros de depósitos o acceso a la liquidez del banco central, como es el caso en EUA (Esquema 2).

Esquema 2. La configuración de EUA con características opuestas





Fuente: Elaboración propia

Estas diferencias cualitativas se traducen en una divergencia en la evolución del activo de los bancos. Es ilustrativo el contraste que se observa en la trayectoria canadiense, estadounidense y británica: las reglamentaciones son fundamentales en la era de las finanzas globalizadas (The Economist, 2009:7).

La crisis de las *subprimes* vuelve evidente los límites de un régimen de acumulación impulsado por innovaciones financieras canalizadas a créditos para el consumo.

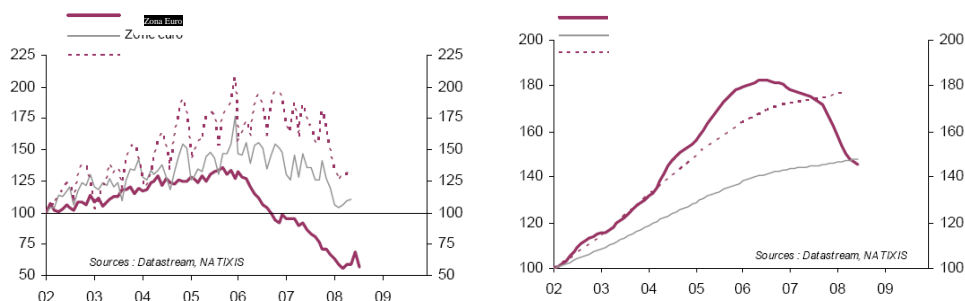
La crisis de los *subprimes* señala el final del periodo de la financiarización como factor de crecimiento estadounidense. A fin de entender este argumento, se discuten en este apartado los orígenes de la crisis de 2007-2008, como resultado de la conjunción de tres procesos.

Una crisis inmobiliaria tradicional

Estados Unidos de América tuvo una crisis totalmente clásica donde la sobreproducción de viviendas generó un volumen incobrable de créditos. En este aspecto, desde el año 2007,

las licencias de obras cayeron por el incremento de los inventarios de la vivienda no vendidos. Una situación similar ocurrió al final de la burbuja *internet*, cuando los agentes financieros convencieron al público, que los precios y el valor de las empresas de la nueva economía (o, en este caso, el valor de las casas habitación), no podían seguir aumentando, lo cual provocó una disminución, primero moderada y, después acelerada, de los precios (gráficos 4 y 5). La regulación de este sector es competitiva en EUA, mucho más que en Europa y Asia, teniendo lugar, a partir de 2008, una caída de los precios de los bienes inmuebles. Ésta drástica caída de precios tuvo fuertes consecuencias en los productos financieros derivados, frustrando todos los pronósticos realizados en el periodo de auge. Por consiguiente, puede desafiarse la interpretación de los círculos financieros que afirman ser víctimas de un acontecimiento exógeno que, sólo se produce una vez por siglo.

Una crisis tradicional de superproducción de viviendas



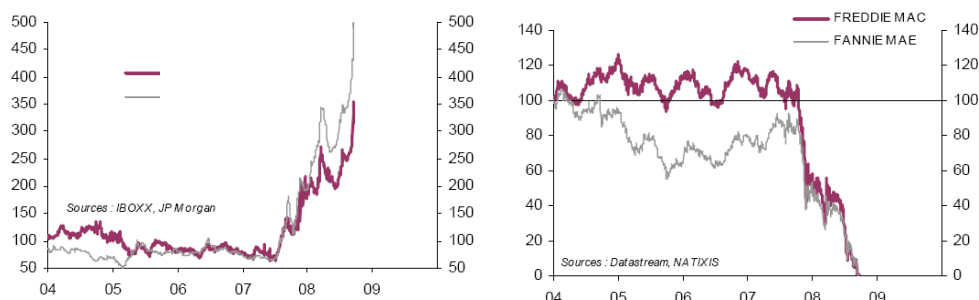
Fuente: Artus P. (2008c), p. 4 y 6.

El colapso del sistema financiero estadounidense: Una crisis sistémica

La crisis inmobiliaria generó dos víctimas. En primer lugar están los estadounidenses que fueron expulsados, en masa, de sus lugares de habitación, creándose nuevas ciudades fantasmas, usuales en EUA. Sin embargo, de acuerdo a la fábula de la “*regadera regada*”, los agentes financieros son los primeros que sufren de la gravedad de la crisis, y, ninguno de sus socios conocen su estado de solvencia, por consiguiente, se limitan los créditos a, no ser que sean de muy corto plazo (día a día), generándose una situación muy parecida a la desconfianza que tuvo lugar en los años noventa en las instituciones financieras de los

países emergentes en crisis (gráfica 6). En segundo lugar, dado que el gobierno había estimulado a las instituciones paraestatales reguladoras del mercado de los préstamos hipotecarios a elevar la toma de riesgos y volverse más dinámicas -señalado en el convenio crediticio de alojamiento para las familias pobres- Fannie Mae y Freddie Mac sólo evitaron la quiebra pura y simple, debido al completo control público, esperando frenar el hundimiento de la crisis que dominó el mercado hipotecario (gráfica 7). Si se mide la amplitud de los efectos de desbordamiento (*spillover*) interno en el sistema financiero estadounidense, puede señalarse que surgió una crisis financiera sistémica sin precedentes.

Una crisis sistémica: hundimiento y quiebra de intermediarios financieros



Fuente: Artus P. (2008b, 2008c), p. 6 y p. 3.

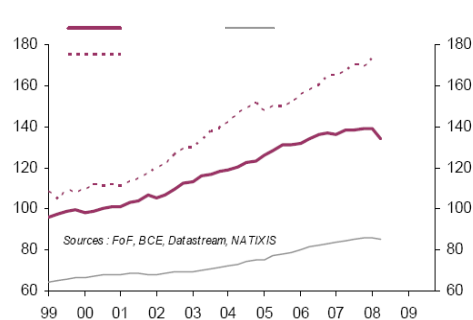
Final del régimen de acumulación con base en la innovación financiera permanente

Desde el otoño de 2008, comenzó a sentirse los efectos recesionistas sobre la economía real. Sin embargo, sería erróneo imaginar que se trataba de un ciclo económico igual que los anteriores. La crisis de los *subprimes* mostró los límites del crecimiento estadounidense, no sólo por el acceso más fácil al crédito y las esperanzas de enriquecimiento acelerado en la bolsa de valores que redujeron casi totalmente el ahorro de los hogares (gráfica 8), sino por el proceso de profundización financiera continuo que indujo un endeudamiento mucho más acelerado que el crecimiento del ingreso disponible de los hogares (gráfica 9). Los primeros países que incurrieron en esta experiencia fueron EUA y Gran Bretaña, esta última víctima de una crisis mayor y anterior con relación al resto de los países de Europa. En dicho país

tuvo lugar una crisis estructural del régimen de acumulación, para retomar las categorías de la teoría de la regulación.

Una crisis sistémica: hundimiento y quiebra de los intermediarios financieros bancarios

Gráfica 8 – Tasa de ahorro extremadamente escasa Gráfica 9 – Un endeudamiento acumulativo



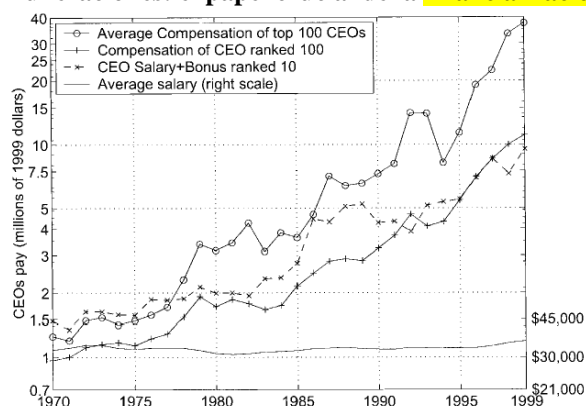
Fuente: Artus P (2008b; 2008c), p. 6 y p. 3.

Una crisis estructural: el crédito una compensación de las desigualdades crecientes

El cierre del acceso crediticio señala el final del periodo iniciado con la crisis del *fordismo*. En efecto, a partir de principios de los años setenta y, hasta la mitad de los años ochenta, se redujeron fuertemente las ganancias basadas en la productividad, generándose conflictos en la distribución del ingreso, en un juego suma cero. En consecuencia, las desigualdades del ingreso aumentaron porque los individuos con mejores competencias pudieron incrementarlas, mientras que el resto de la sociedad registró un estancamiento o una caída de sus ingresos reales. Así, el ingreso medio salarial, en términos reales, por más de dos décadas se mantuvo constante. Por tanto, el crecimiento del consumo de las familias continuó con base en el crecimiento del número de personas empleadas en cada familia, la

prolongación de la jornada de trabajo y, especialmente, por el crecimiento del crédito. Así, la *financiarización* fue un elemento compensador del creciente desequilibrio del régimen de acumulación extensiva, acompañado de una profundización permanente de las desigualdades. En contraste, los altos dirigentes de las empresas vieron multiplicadas sus remuneraciones debido a las primas de ganancias pero, especialmente, por el uso intensivo de los títulos financieros (*stock-options*), que fueron altamente ventajosos en el periodo de la burbujas bursátiles de *internet* y *subprimes* (gráfica 10).

Gráfica 10. Estancamiento de la renta real de los asalariados, explosión de las altas remuneraciones: el papel crucial de la **financiarización.**



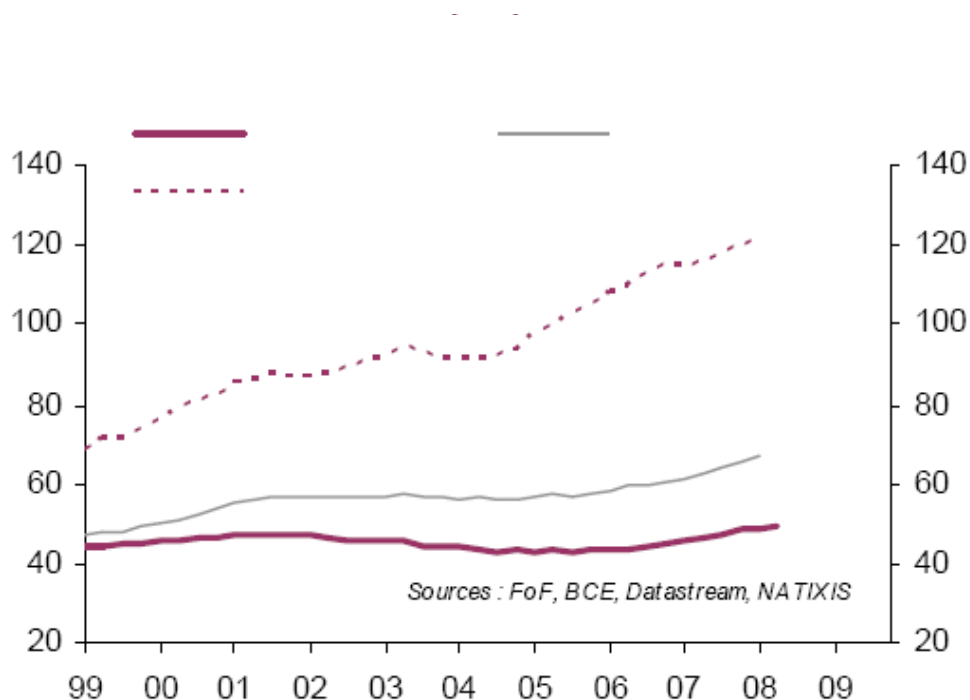
Fuente: Piketty T. y Saez E. (2003), p. 33, figure 11.

Comentario [E.D.2]: Falta ver si se puede corregir este gráfico

Esta no es una típica crisis “á la Hyman Minsky”

Se postula que la crisis de los derivados no se sustenta en el modelo de Minsky o, del acelerador financiero, que comparten la hipótesis común que señala como fuente de inestabilidad, el endeudamiento excesivo de las empresas al final del auge. Este no fue el caso para las empresas no financieras estadounidenses de 2008, en tanto aprendieron de las crisis anteriores y los peligros de un sobreendeudamiento (gráfica 11). Al contrario, las empresas financieras utilizaron y abusaron de los efectos de apalancamiento crediticio, lo cual explicó la quiebra en cadena de estas instituciones. Sin embargo, debido a que la crisis *subprime* volvió más difícil el acceso al crédito, principalmente a las empresas no financieras, se generó una segunda ola de la recesión. Por consiguiente, se creó una crisis

estructural debido a que las empresas que no cometieron errores también se vieron amenazadas por quiebra.



Fuente: Artus P. (2008a), p. 2.

Una crisis original y una gran bifurcación

La actual crisis no es comparable a las crisis anteriores (1929, la “década perdida” japonesa, etcétera.) y, no puede interpretarse a la luz de uno de los enfoques teóricos tradicionales. Esta crisis de acumulación no tiene como explicación una tendencia a la caída de la tasa de ganancia á la Marx. Tampoco es un ciclo especulativo típico, tipo Minsky, porque no se refiere al sector productivo, sino que afecta el propio sistema financiero. Por el contrario, se revalúa el planteamiento de Keynes sobre el papel pernicioso de las finanzas, cuando el sistema financiero se transforma en un *casino*. Tampoco es una crisis por falta de demanda “típicamente keynesiana” á la Hansen y, un gasto público masivo no es necesariamente solución a la crisis de la *subprime*. De hecho, es una crisis de la titularización, en la cual se

observa una pérdida significativa de la valorización financiera (*mark to market, mark to model*). En un sentido, se vive una crisis tipo *hayekiana* donde los precios de los activos disimularon los riesgos e, indujeron una mala distribución de la inversión y de los recursos. También, esta crisis rinde homenaje a *Ponzi* debido al programa político de los republicanos americanos que permitió a los pobres tener acceso a una especulación inmobiliaria porque incrementaría los beneficios del sistema financiero.

En contraste a las teorías convencionales que postulan que las finanzas ayudan a la estabilización de las fluctuaciones económicas y contribuyen a la eficacia de la asignación del capital y, además son resultado de las necesidades de financiamiento de la actividad real, en este trabajo se sostiene, una hipótesis inversa, que el sector real es una víctima de los excesos de la liberalización y la innovación financiera descontrolada. Por consiguiente, la visión pública estadounidense cambió después de 2008. La consigna “dejan que nos enriquezcamos sin entender porqué”, se modificó, por la demanda urgente que: “Hay que protegernos en contra de las finanzas rapaces y garantizar nuestros activos” (cuadro 1).

Cuadro 1. La crisis estadounidense del mercado hipotecario como gran bifurcación

Componentes	Antes de 2007	Después de 2008
1. Concepción general	Mercados básicamente autorreguladores	Necesidad de vigorosas y multiformes intervenciones públicas para evitar el colapso financiero en EUA.
2. Los productos principales	Derivados de todos tipo, especialmente “over the counter” (OTC)	Vuelta a los productos financieros básicos: <i>plain vanilla</i>
3. Los protagonistas claves	Wall Street, Equity Funds, FMI	Fondos soberanos, FED, Tesoro Americano, bancos centrales de países emergentes
4. El tipo de intervención pública	Normas “horizontales” 1. “ <i>Laissez faire</i> ”	Normas “verticales” que emanan del Estado • Control público y casi

	financiero	nacionalizaciones,
	2. Ideal de autorregulación de las finanzas	• Garantía del Estado en última instancia
5. Opinión pública	“Dejan enriquecernos rápidamente, aunque no comprendemos porqué”	“Protégenos de finanzas rapaces y garanticen nuestro ahorro”
6. Régimen de acumulación implícito	Extraído por las finanzas... ... para todos Los países atrasados serán los perdedores	Rescate sostenido por el presupuesto, la fiscalidad, la política monetaria. Los países “atrasados” llaman al auxilio para mantener la viabilidad del sistema.

Fuente: Elaboración propia.

Una de las últimas ironías es que los sistemas financieros de los países atrasados han resistido mejor que *Wall Street* y la *City*. Sin embargo, la crisis del sistema financiero estadounidense que se propagó desde octubre de 2008, provocó las quiebras de distintas instituciones en varios países sin llegar a generarse un equivalente a una quiebra general. De hecho, los dirigentes del G8 y del G20 están previendo reanudar el control de las finanzas a escala internacional. Un periodo se termina y, se abre otro, con mucha incertidumbre.

Difusión internacional del “valor para el accionista” y la destrucción de la financiarización de regímenes de acumulación productiva (Japón, Corea del sur)

A *priori*, es necesario destacar que es paradójico el régimen económico impulsado por las finanzas; mientras que en el *fordismo* dominó la lógica de la creación del valor agregado. En el modelo liderado por las finanzas se anticipa la riqueza futura, medida en términos de la bolsa de valores, la cual desencadena el proceso de inversión, producción y demanda. Las expectativas y la confianza en las finanzas son determinantes en la viabilidad del régimen. Una simulación de este régimen con un modelo relativamente sencillo (Boyer, 2000), determina que las condiciones de estabilidad *a priori* estaban satisfechas, en el caso de la economía estadounidense en los años noventa. Por un lado, se otorgó gran importancia al patrimonio financiero de los hogares, que es una amplia fracción del ingreso

disponible, con la posesión en acciones y obligaciones directas, o indirectas, a través de los fondos de pensiones (cuadro 2). De esta manera puede explicarse que desde los años de la década de 2000, un gran número de economistas europeos, especialistas en la macroeconomía, aconsejó a sus gobiernos adoptar los métodos estadounidenses, donde el crédito y las finanzas son los instrumentos claves de la actividad económica.

Japón y Alemania: muy distantes en su régimen de acumulación con financiarización

Las anteriores pretensiones son altamente ingenuas, en tanto las estructuras económicas de EUA son bastantes peculiares y, sólo el Reino Unido se asemeja a la configuración estadounidense. En efecto, para los demás países, especialmente Japón, Alemania y Francia, la lógica productiva de la creación de valor de las empresas no financieras es mucho más importante que el valor financiero y la financiarización (cuadro 2).

Cuadro 2. Modelo que tiene pocas oportunidades de difundirse al resto del mundo

País Parámetros	Estados Unidos	Gran Bretaña	Canadá	Japón	Alemania	Francia
• Propensión media a consumir	0.95	0.926	0.956	0.869	0.884	0.908
• Cartera bursátil a renta disponible (%)	145	75	95	30	25	20
• Ganancia del capital a ingreso disponible (%)	35.5	15	11	- 7	7	5
• Proporción de las acciones y obligaciones en el total de los activos financieros de los hogares	28.4	52.4	<i>n.d.</i>	25.3	21.3	14.5
Objetivo de rendimiento del capital para los accionistas	12 -16 %	12-16 %	12-16 %	5 %	6-7 %	9 %

Fuente: Boyer R. (2000)

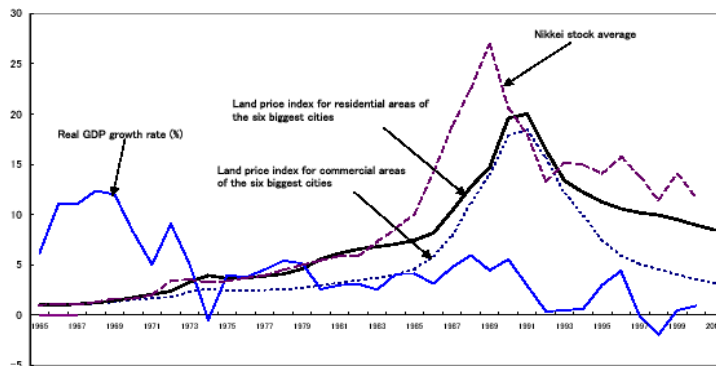
Además, este modelo revela que si la lógica *fordista* y productivista prevalece, entonces la introducción del valor para los accionistas deteriora el equilibrio macroeconómico, tanto de las empresas como de los asalariados. Los países anteriormente señalados no estaban interesados en adoptar el modelo estadounidense puesto que eran diferentes sus fuentes de crecimiento y la competitividad internacional. En un sentido, la gravedad y la longitud de la crisis japonesa que surgió después del estallido de la burbuja de los años ochenta prueban esta divergencia entre los países de la OCDE (Aglietta, 1992; Boyer 2004; Yoshikawa, 2002).

Los enormes costos de la “década perdida” en Japón

Las consecuencias de la liberalización financiera en el plano interno y externo (la cuenta de capital) fueron dramáticas para Japón. Durante la década de los años ochenta, los sistemas de crédito provocaron una burbuja inmobiliaria sin precedentes y, al mismo tiempo, el optimismo de los mercados financieros sobre el futuro de la industria manufacturera nipona, desencadenó una fuerte especulación bursátil. Los dos movimientos se reforzaron, al punto de suscitar un gran desfase entre el valor fundamental de las casas habitación y los títulos financieros bursátiles. De esta manera se explica la longitud de la crisis nipona, la cual, fue un período necesario para reabsorber el conjunto de estos desequilibrios. A pesar de la reanudación de la producción, entre 2003 y 2007, este país fue afectado por la crisis del 2008, en un momento en el que aún no superaba los desequilibrios ocasionados por la *financiarización*, destructiva en términos de las ventajas competitivas niponas, (gráfica 12).

Gráfica 12 - Índice de crecimiento económico, bursátil y precios de la tierra en Japón (1985-2001)

Comentario [E.D.3]: Falta ver si este gráfico también se puede corregir



Fuente: Kobayashi e Inaba (2002).

Este análisis cuestiona el pronóstico de algunos trabajos de la corriente económica *regulacionista* que supone que la financiarización es el corazón del régimen de acumulación y ésta debía sustituir al *fordismo* (Aglietta, 1998). Así, el estallido de la burbuja *internet* y, después de la crisis de los *subprimes*, se mostraron claramente los límites de la acumulación basada en la finanzas, la cual no está dotada de la estabilidad dinámica de largo plazo del periodo *fordista* (Aglietta y Réberieux, 2004; Aglietta y Rigot 2009; Plihon, 2001; 2002; Boyer *et al.*, 2004; Artus y Virard, 2009, Attac, 2009).

La crisis asiática de 1997 se repitió en los nuevos países de la unión europea. El endeudamiento masivo en divisas es peligroso.

Un avance en la interpretación de la sucesión de las crisis puede formularse de la siguiente manera. Los agentes financieros como entes privados crean e inventan nuevos productos que, en algunos casos son muy exitosos, sin embargo terminan por desestabilizar el conjunto del sistema financiero y la economía. Entonces la función de las autoridades públicas, por un lado, frena los riesgos de bloqueo de la economía y, por otro, promueve normas que eviten la repetición del mismo tipo de crisis. Por ejemplo, a través de un proceso de pruebas y errores se impusieron reglamentaciones y, en general un marco prudencial para el sector que agrupa los bancos comerciales a fin de impedir los pánicos bancarios. *Mutatis mutandis*, las autoridades internacionales y nacionales pueden hacer frente a un reto equivalente respecto al marco de los mercados financieros que fue el detonador de un dinamismo sin precedentes de las innovaciones. Así pues, las autoridades

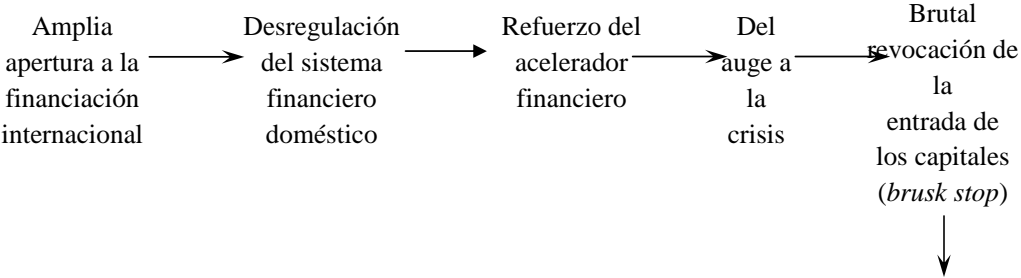
públicas son sometidas a un constante aprendizaje que desempeña un gran papel en la viabilidad de los sistemas financieros.

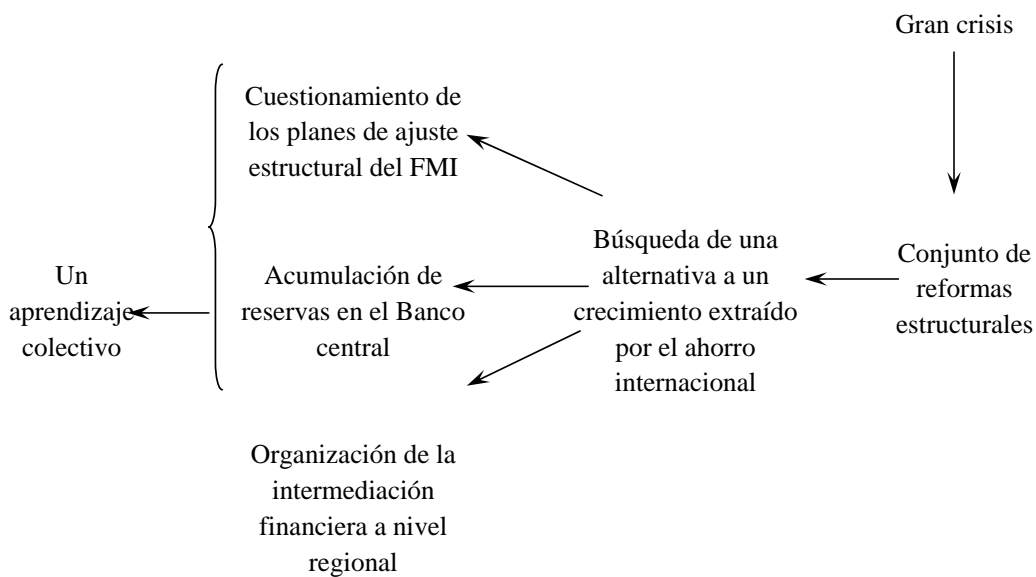
Los países asiáticos, víctimas de la crisis de 1997, desarrollaron herramientas para evitar la repetición de la crisis.

En efecto, los países asiáticos y, en primer orden Corea del Sur, Japón y, por supuesto China, percibieron claramente los peligros de la apertura global y los movimientos de capitales internacionales y, por consiguiente de una liberalización precipitada de sus sistemas financieros domésticos. En el corto plazo, la entrada de capital externo parece beneficiar a la economía, pero son muy negativas sus consecuencia a mediano plazo. Hay exceso de liquidez doméstica, movimientos especulativos de los precios de los bienes inmuebles o de la bolsa de valores, mala asignación del capital entre los sectores exportadores, sin contar el efecto devastador de los bruscos movimientos de los flujos externos.

Habida cuenta de la amplitud de los costos económicos, sociales y políticos de la crisis de 1997, las autoridades públicas y los gobiernos buscaron estrategias alternativas que se caracterizan por un crecimiento basado en la *financiarización* y el ahorro extranjero (Bresser-Pereira, 2009). De hecho, los países asiáticos definieron una política pragmática, construida sobre la base del abandono del Consenso de Washington y el rechazo de los programas de ajuste estructural del FMI. La adopción de un régimen cambiario que generó acumulación de reservas en el banco central para prevenir una crisis por movimientos del tipo de cambio. En el largo plazo se desarrolló una intermediación financiera en la región asiática, para construir una alternativa al endeudamiento en dólares, con los bancos e instituciones estadounidense (esquema 3).

Esquema 3. La búsqueda de políticas alternativas: Los países asiáticos después de la crisis de 1997.





Fuente: Elaboración propia.

El nuevo curso de la política económica de los países asiáticos introdujo nuevas tensiones en la gestión macroeconómica, tanto a nivel nacional -el exceso de liquidez provoca peligros en la inflación y la especulación- como internacional, generado por la creciente liquidez internacional que provocó problemas de equilibrio en el ahorro y la inversión, a escala mundial. La experiencia asiática es muy importante porque sugiere la posibilidad de aprender de la gravedad de la crisis y, así evitar su repetición.

Es notable resaltar que el corazón de la crisis, iniciada en marzo de 2007, tuvo lugar en EUA y, en menor grado en Gran Bretaña, y no en los países emergentes, rompiendo con la experiencia de la década los años ochenta y noventa del siglo pasado. En un sentido, el retraso en la adopción de instrumentos financieros sofisticados, salvó a estos países del estallido de una crisis equivalente a la de EUA. Irónicamente, podría extenderse la teoría de *Gershenkron* (1962) a las finanzas y abogar por la ventaja de un retraso de un instrumento financiero a fin de evitar las crisis por innovaciones financieras.

¡Los Gobiernos aprenden poco de las crisis de los otros!

Podría suponerse que el carácter espectacular de la crisis asiática de 1997, sería un ejemplo para los demás países que sucumbieron a los encantos de la globalización financiera y el

incremento acelerado de los créditos en moneda externa, en este caso el dólar. En efecto, los capitales fueron atraídos a las economías emergentes, sin embargo, huyen de éstos cuando se producen acontecimientos desfavorables. En ese caso, simultáneamente estallan crisis bancarias y cambiarias. Las primeras ocurren porque el crecimiento del crédito es mayor que la absorción de la economía, suscitando burbujas especulativas, inmobiliarias y bursátiles. La incapacidad de pagar los créditos en moneda externa precipita una desconfianza generalizada sobre la moneda nacional. Todos los estudios sobre las crisis financieras convergen hacia un diagnóstico casi unánime: es altamente peligroso abrir la cuenta de capital y permitir que los agentes domésticos se endeuden en moneda externa, sin tener una extrema precaución sobre la reglamentación y la vigilancia prudencial (Boyer, Dehove y Plihon, 2004).

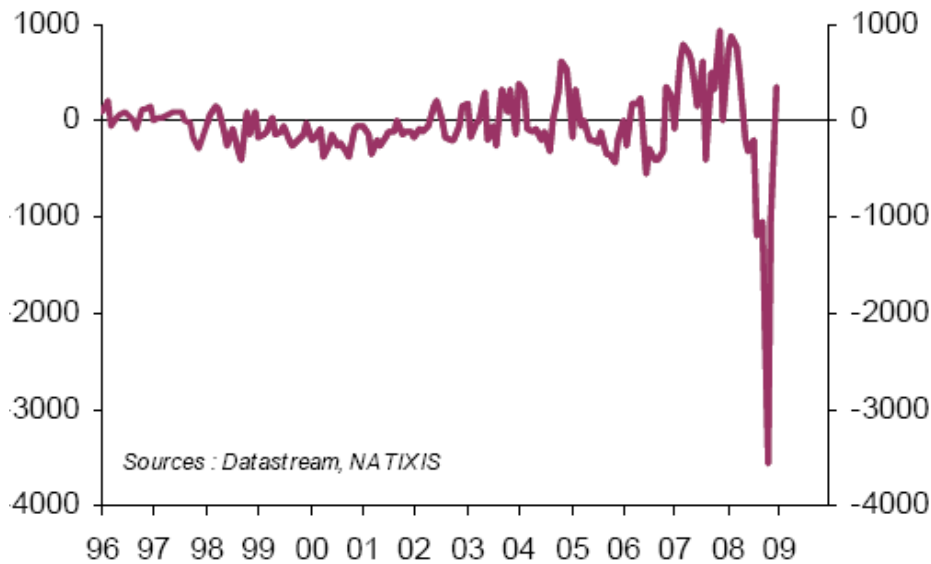
Hacia la segunda mitad de los años de la década de 2000, una serie de países que recientemente se insertaron en el sistema internacional, adoptaron la misma estrategia aventurada que los países asiáticos en los años de la década de los noventa. Se trata principalmente de los países de Europa del Este que se incorporan progresivamente a la Unión Europea. De manera imprudente, Hungría, Bulgaria, Estonia y Letonia registraron una explosión en el coeficiente de créditos a PIB y contrajeron endeudamiento en moneda externa (euro, cuadro 3). Mientras que las instituciones financieras internacionales buscaron diversificar sus carteras e inducir inversiones directas, las autoridades públicas domésticas se congratularon por el dinamismo de sus economías.

Cuadro 3. Tres factores que afectan la probabilidad de una crisis gemela en 2009			
País	Préstamos en divisas (% del total)	Créditos del extranjero (% del PIB)	Fracción del Crédito de corto plazo (<1 año)
Corea	9.5	119	-
India	1.4	81	-
Brasil	2	61	-
Rep. Checa	8	97.3	8.8
Polonia	24	58.3	5.6
Hungría	55	106.7	18.2
Eslovaquia	35	107.2	13.2
Bulgaria	53	90.3	28.2
Rumania	54	66.7	19.6
Lituania	61	94.7	14.8

Estonia	82	161	25.7
Letonia	86	134.2	33.6
Turquía	29	23.8	9.1
Ucrania	49	3.3	10.2
Fuente: Artus, P. (2009, p. 7)			

Desgraciadamente, la difusión progresiva de la crisis estadounidense al resto del mundo, generó la reversión de la dirección de los flujos de capitales hacia los grandes centros financieros, en tanto se supone proporcionarían mejores garantías que las economías emergentes, aunque estos se encontraban en crisis (gráfica, 13). Por consiguiente, se puede señalar que se asiste a la re-edición de las crisis financieras duales de los países globalizados. Parecería que la lección de la crisis asiática sólo benefició a los países que afectó y, no tuvo gran impacto en el aprendizaje de los nuevos países emergentes. Hay un contraste entre la experiencia de Corea del Sur y Brasil y los países de Europa del Este, en tanto los primeros conocieron varias crisis profundas, mientras los segundos, no.

Hay una sola excepción en esta dicotomía que es India, el cual sin haber sido víctima de la doble crisis, prosiguió una política prudente y se endeudó principalmente en moneda doméstica. Por supuesto, una economía continental dispone de mayores márgenes de maniobra que una economía pequeña y abierta, lo cual indica que las estrategias son diferentes. Empero, hay una segunda economía continental que parece haber aprendido todas las lecciones de las crisis que se sucedieron entre el colapso de la Unión Soviética y la crisis asiática y japonesa. Específicamente, China se resistió abrir su cuenta de capital a fin de controlar mejor su economía doméstica y, evitar las repercusiones de la crisis estadounidense, aunque tuvo fuertes repercusiones negativas por la caída del comercio.



Fuente: Artus, P. (2009, p.5.)

La globalización financiera es un peligro para la estabilidad y el desarrollo de la mayoría de los países.

El corazón de la crisis financiera está claramente identificado en EUA, en consecuencia, debe explicarse porqué la crisis se diseminó a casi todas las economías. No es suficiente mencionar la amplitud de la globalización. Ello tendería a subestimar la gran diversidad de las modalidades de inserción en la economía internacional.

La difusión internacional de la crisis estadounidense

Hay tres mecanismos que explican la sincronización de las coyunturas nacionales.

- Primero, la financiarización afectó al conjunto de los modelos de regulación difundándose al resto de regímenes de crecimiento basados en el crédito, especialmente en los hogares.
- Segundo, aún cuando no todos los países adoptaron este modelo, la globalización financiera tuvo tal desarrollo, que modificó la aversión al riesgo y el deterioro de las

expectativas que afectó a todos los países que recurrieron al crédito internacional, independientemente de sus regímenes de crecimiento.

- Tercero, cuando las crisis financieras se convirtieron en crisis económicas, los efectos recesivos se transmitieron mediante la caída de las importaciones estadounidenses. Ello creó un espiral descendente en el comercio internacional. Casi la totalidad de los países se abrieron a la competencia internacional y, por consiguiente, se generalizó la crisis.

Una gran variedad de regímenes socioeconómicos fueron golpeados por la crisis.

A partir de lo anterior, se podría deducir que la fortaleza de estos tres mecanismos que, en 2008, se abrieron, favoreció la convergencia de los modelos de regulación y las distintas configuraciones del capitalismo. En realidad, tuvo lugar una nueva profundización, diferenciándose las trayectorias y especializaciones nacionales. Se pueden distinguir al menos siete configuraciones con modalidades diferentes (esquema 4).

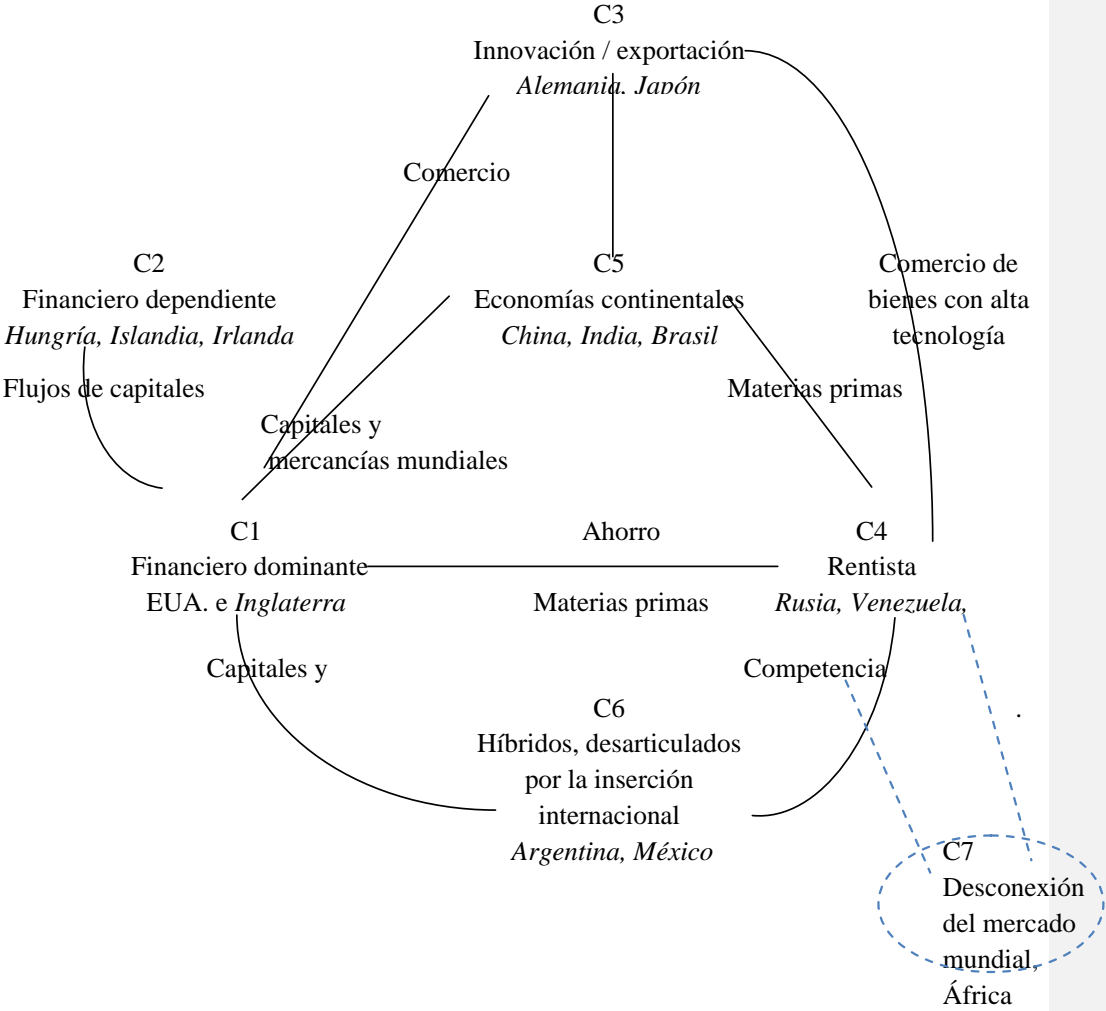
Los países que basaron su crecimiento en la hipertrofia del sistema financiero sufrieron esencialmente los mismos desequilibrios internos, consustanciales a la elección del modelo de desarrollo de EUA e, Inglaterra, que son los sistemas más emblemáticos por las dificultades que enfrentan.

En la medida en que estos países también desempeñan un papel importante en la intermediación financiera mundial, su crisis evidencia la fragilidad de los regímenes que requieren permanentes entradas de capitales y del crédito internacional. Islandia constituye el ejemplo más sorprendente. Es un país cuya dinámica financiera triunfó sobre el control público del modelo de crecimiento.

Dado el papel de EUA en las relaciones internacionales, el bloqueo financiero se reflejó sobre las finanzas de la economía real. En consecuencia, los países que se basan en la especialización manufacturera y abastecieron el mercado estadounidense fueron afectados por una recesión mucho mayor. En este sentido, Alemania y Japón son ejemplos importantes y ello ha provocado que los gobiernos de dichos países redirigieran el crecimiento hacia el mercado interno, esperando que ello ocurra a escala internacional y, que se dicten normas que limiten el movimiento de capitales para que no se reproduzca la recesión.

Los países productores y exportadores de materias primas, denominados *rentistas*, especialmente los petroleros enfrentaron un gran revés en su riqueza. En el período anterior a la crisis tenían fuertes reservas debido al aumento de la demanda mundial y el auge de los precios, empero durante la recesión sus márgenes de maniobra se limitaron y aumento su fragilidad.

Esquema 4. La propagación de la crisis: Diferentes configuraciones nacionales con interdependencia.



Fuente: Elaboración propia.

Por un lado, China, India y Brasil, consideradas economías continentales, exploran nuevas configuraciones. En efecto, el tamaño de su sector doméstico y sus grados de libertad en las políticas de estabilización, permiten reducir, al menos parcialmente, el impacto negativo de la caída del comercio mundial. Ciertamente estas economías no pueden constituir la locomotora de la economía mundial pero, desde 2009, han contribuido a la estabilización mundial.

En contraste, la mayoría de los países Latinoamericanos que, desde hace algún tiempo sufren articulaciones problemáticas con la economía mundial, nuevamente han sido afectados por la caída del comercio, están expuestos a una recesión que resalta el papel destructivo de la inserción internacional en contraparte a la viabilidad de las formas institucionales domésticas. Argentina y México se encuentran en esta categoría y, son ejemplo de las configuraciones que se establecen de manera no duradera, o sea, abandonaron los compromisos institucionales del pasado.

Hay una última paradoja, donde se incluyen los países que están alejados de la internacionalización tanto, en el comercio, como en la inversión directa y, en cartera. Estos países tienen margen de autonomía pero no han explorado modos de desarrollo alternativos.

Así la casi totalidad de los modelos de desarrollo nacionales están en peligro por la soberanía internacional inducida por la dinámica de las finanzas.

Intereses nacionales divergentes respecto a las nuevas normas financieras a escala internacional

Con base en lo anterior es posible sugerir que debería llegarse a acuerdos en torno a normas, debido a que la enorme mayoría de los países sufren desórdenes en las finanzas internacionales. Así, pueden interpretarse las declaraciones de las tres cumbres del G-20 que tuvieron lugar desde septiembre de 2008. Un examen más atento permite distinguir intereses nacionales divergentes y concepciones diferentes sobre las relaciones entre Estado y mercado.

Por una parte, EUA e Inglaterra, dado sus ventajas competitivas en la intermediación financiera mundial, no quieren perder esta posición. Consecuentemente, están en contra de la determinación, a nivel internacional, de normas estrictas. Por otra parte, los países, que se distinguen por estar insertados en el mercado internacional, aspiran

a un control de las finanzas para evitar las repercusiones de una crisis proveniente de EUA. Esta situación puede inducir a dos escenarios. Primero, las cumbres del G-20 sólo definen principios muy generales y dejan un gran margen de autonomía, o, segundo, ante la imposibilidad de lograr un acuerdo, cada país podría organizar una forma de proteccionismo financiero, en ruptura con las tendencias previas a la transnacionalización de las finanzas.

La propia contribución de cada gobierno ante la reactivación de la economía mundial genera problemas. EUA e Inglaterra pueden adoptar planes de reactivación de largo plazo, tipo keynesiano y buscarían traspasar la carga por reanimación a la economía mundial. Lo opuesto tiene lugar en países que viven del dinamismo de sus exportaciones, los cuales, desde hace algún tiempo se dieron cuenta que las reactivaciones domésticas no contribuyen a su crecimiento de mediano y largo plazo. Por ejemplo, Alemania es especialmente cautelosa sobre esta forma de intervenciones.

Así, las interdependencias económicas y financieras se desarrollaron más rápidamente que las capacidades de la comunidad internacional en elaborar políticas que permitan administrar estas interdependencias y responder a las crisis suscitadas.

Conclusiones

Es posible resumir las lecciones que se emanan de la crisis en un número reducido de propuestas.

Esta última crisis (*subprimes*) señala el final de un periodo histórico. El *laisser faire* financiero basado tanto en *Wall Street* como en la *City* ha mostrado claramente sus límites. Así, los países que recientemente se globalizaron (abrieron sus finanzas al mercado internacional) no sufren de manera aislada de los altos costos de la crisis financieras, económicas y sociales. ¡Adiós al excepcionalismo estadounidense e inglés!

El desarrollo del comercio internacional, de la inversión productiva directa y, de las finanzas de mercado que suponía otorgar garantías inmediatas para superar automáticamente los desequilibrios en las relaciones internacionales no ha funcionado. Al contrario, la amplitud y las sincronizaciones de las recesiones de los distintos países muestran una interdependencia sin precedentes con ausencia de normas que permiten coordinar las estrategias de superación de la crisis. ¡Adiós al “no sistema de Bretton Woods” como lo caracteriza Barry Eichengreen!

Si se busca que las finanzas se pongan al servicio de la economía -y no al contrario- y que no se renuevan las burbujas especulativas, típicas de la desregulación financiera se requiere reformar casi completamente las finanzas y, los instrumentos de control de las autoridades públicas. Este acuerdo general proviene de los trabajos del G-20. Sin embargo, hasta ahora las declaraciones son únicamente de principios, están por encima del carácter operativo y, sobre los dispositivos de control y organización de las finanzas.

Esta estrategia requiere de dos cambios adicionales. Por una parte, los gobiernos deben ser fuertes, para resistir los llamados de sirenas que los conduce a sucumbir ante los encantos de las políticas pro-cíclicas y, en su lugar, adoptar vigorosas políticas monetarias, fiscales y presupuestarias, anti-cíclicas. Adicionalmente, se multiplicaron demasiado las crisis bancarias y cambiarias, vinculadas al movimiento de capital extranjero, especialmente los drásticos reflujos de capital internacional. Ello obliga a las autoridades públicas organizar la intermediación a nivel doméstico. Sin embargo, estos cambios requieren de un largo proceso de aprendizaje de modo que, en el período intermedio, es legítimo y eficaz frenar los capitales especulativos, a través de la acumulación de reservas (v.g., el encaje chileno) o, impuesto Tobin sobre los movimientos de capital. Esta herramienta, aunque en el pasado se consideró bastante extrema, ha sido propuesta por el responsable de la Agencia para la Seguridad Financiera Británica y la retomaron los responsables políticos Franceses y Alemanes.

Independientemente de la suerte que tenga esta propuesta, eso otro índice del cambio de nuestra época: el mundo necesita nuevas teorías y estrategias para el desarrollo.

Bibliografía

- Aglietta, M. (1992), "*Les dérapages de la finance japonaise*", *Economie Porspective Internaitonale*, núm. 51, 3er. trimestre, pp. 9-29.
- _____. (1998), "*L'avenir du capitalisme*", Note de la Fondation Saint Simon, Paris.
- _____ y A. Rebérioux (2004). "*Dérives du capitalisme financier*", Paris, Albin Michel.
- _____ y S. Rigot (2009), "*Crise et rénovation de la finance*", Paris, Odile Jacob.
- Artus P. (2008a). "*Trois méthodes pour réduire le levier d'endettement*", *Flash économie*, núm. 414, 23 septiembre, Paris, Natixis.

- _____ (2008b). “*Plaidoyer pour la création d’acheteurs d’actifs risqués en dernier ressort*”, Flash économie, núm. 416, 23 de septiembre, Natixis, Paris.
- _____ (2008c), “*La finance peut-elle seule conduire à une crise grave?*”, Flash économie, n° 429, 2 de octubre, Natixis, Paris.
- _____ (2009). “*Le problème essentiel pour la régulation financière et pour le système monétaire international: la finance procyclique*”, Flash économie, núm. 155, 3 de abril, Paris, Natixis.
- _____, y Marie-Paul Virard (2009). “*Est-il trop tard pour sauver l’Amérique*”, Paris, La Découverte.
- Attac (2009) “*Sortir de la crise globale*”, Paris, La Découverte.
- Blanchard O. y M. Watson (1984), “*Bulles, anticipations rationnelles et marchés financiers*”, Annales de l’INSEE, núm. 54, abril-junio, pp. 79-100.
- Bordo M. et al. (2001). “*Is the Crisis Problem Growing More Severe?*”, Economic Policy: A European Forum, núm. 32, pp. 53-82, abril, (http://econweb.rutgers.edu/bordo/Crisis_Problem_text.pdf)
- Boucher C. y D. Plihon (2003). “*Les marchés financiers sont-ils efficaces?*”, Documento de trabajo Rapport Moral sur l’Argent dans le Monde 2004, Octubre.
- Boyer R. (2000), “*Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis*”, Economy and Society, vol. 29, núm. 1, Febrero, pp. 111-145.
- _____. (2004). “*La crise japonaise: structurelle, financière...politique ?*”, en Dourille-Feer Evelyne y J. Nishikawa (editores), *La finance et la monnaie à l’âge de la mondialisation: examen comparatif de l’Europe et de l’Asie*, Paris, L’harmattan, pp. 161-184.
- Boyer R., M. Dehove, D. Plihon (2004), “*Les crises financières*”, Rapport du Conseil d’analyse Economique, núm., Paris, La documentación francesa.
- Brender A. y Pisani F. (2001). “*Les marchés et la Croissance*”, Ediciones Económica.
- Bresser-Pereira C. L. (2009). “*Mondialisation et compétition: Pourquoi certains pays émergents réussissent et d’autres non*”, Paris, La Découverte.
- Eichengreen B. (2003), “*Les crises récentes en Turquie et en Argentine sont-elles les dernières d’une espèce en voie de disparition?*”, Revue d’économie financière, núm. 70, Janvier, pp. 51-64.

- Garber P. M. (2000), *“Famous First Bubbles: The Fundamental of Early Mania”*, Cambridge, MIT Press.
- Gerschenkron A. (1962). *“Economic Backwardness in Historical Perspective”*, Cambridge: Harvard University Press.
- Giraud Pierre-Noël (2001). *“Le commerce des Promesses: Petit traité sur la finance modern”*, Seuil, Paris.
- Grossman S. y Stiglitz J. (1980) *“On the Impossibility of Informationally Efficient Markets”* American Economic Review, vol.70, pp.393-408.
- Kindleberger C. P. (1978). *“Manias, panics and crashes”*, Basics Books, New York.
- Kobayashi K. y M. Inaba (2002), *Japan’s Los Decade and the Complexity Externality*, RIETI Discussion Paper Series 02-E-004, Marzo.
- Malkiel B. G. (2003). *“The efficient Market Hypothesis and Its Critics”*, Journal of Economic Perspectives, vol. 17, núm. 1, invierno, pp. 59-82.
- Orléan A. (1990), *“Le rôle des influences interpersonnelles dans la détermination des cours boursiers”*, Revue économique, 41, p. 839-868.
- _____. (1999). *“Le pouvoir de la finance”*, Paris, Odile Jacob, PUF.
- _____. (2004). *“Efficience, finance comportementale et convention: une synthèse théorique”*, en Boyer, Dehove y Plihon, *Les crises financières*, Rapport du Conseil d’analyse Economique, núm. 50, La documentation française, Paris, pp. 241-270.
- Piketty T. y E. Saez (2003). *“Income Inequality in the United-States 1913-1998”*, Quaterly Journal of Economics, febrero, pp. 1-39.
- Plihon D. (2001). *“Quelle surveillance prudentielle pour l’industrie des services financier?”*, Revue d’Economie Financière, numéro especial ” Sécurité et régulation financières”, núm. 60.
- _____. (président) (2002), *“Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance”*, Rapport du Groupe du Commissariat Général du Plan, Paris, La documentation française, octobre.
- Shiller R. J. (2003a). *“From efficient markets theory to behavioral finance”*, Journal of Economic Perspectives, vol. 17, núm. 1, invierno, pp. 83-104.
- The economist (2009). *“Don’ t blame Canadá”*, The Economist, 16 de mayo.
- Yoshikawa H. (2002). *“Japan’s Lost Decade”*, The International House of Japan.