

Sobre la crisis financiera

Rolando Astarita, octubre 2007

“Es común encontrar gente que piense que los «genios» de las finanzas son siempre lo suficientemente listos como para generar estructuras inmunes a las tormentas de la economía. Pero esto no es más que una leyenda, alimentada, entre otras razones, por los propios managers financieros, con gran provecho para sus bolsillos”

En los últimos años sectores importantes de la corriente principal han venido sosteniendo que la conversión de casi todas las formas de deuda en activos negociables, que permiten la dispersión del riesgo, era una garantía de estabilidad del sistema financiero.

Consideraban, además, que esta tesis había sido validada en 1998, cuando la crisis asiática y el default de la deuda rusa. También cuando la caída de los precios de las acciones tecnológicas en 2000, la posterior recesión de 2001 en Estados Unidos; el quiebre de algunas grandes empresas como Enron y World.com, en Estados Unidos, y Parmalat en Italia; y el default de la deuda argentina, en 2001.

Por supuesto, admitían que cada uno de estos episodios había cobrado sus correspondientes víctimas: algunos fondos de cobertura, como el LTCM en 1998; los inversionistas que habían apostado a las tecnológicas; las empresas financieras que habían vendido protección contra el riesgo implicadas en Enron y World.com, o los bonistas que habían invertido en la deuda argentina. Pero, sostenían, el sistema de conjunto había resistido exitosamente los embates, gracias a la red de seguridad, tejida por las más sofisticadas e ingeniosas de las ingenierías financieras. El “corazón” de la estructura bancaria y financiera internacional había atravesado las sacudidas con daños despreciables. Las crisis financieras generalizadas podían ser evitadas mediante los amortiguadores provistos por la diversificación en activos.

Sin embargo la actual (2007) crisis financiera socava esta tesis ortodoxa. Grandes bancos están fuertemente expuestos en los mercados de hipotecas subprime y de préstamos apalancados, varios fondos de cobertura están en serias dificultades, y la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón se han visto obligados a inyectar miles de millones de dólares y euros para rescatar al sistema, y a bajar las tasas de interés. Pero a pesar de estos esfuerzos, la crisis financiera ha empezado a repercutir en la economía de Estados Unidos, donde existe la posibilidad concreta de que ocurra una desaceleración de la economía.

Esta crisis ofrece entonces una oportunidad para examinar el funcionamiento del sistema financiero; la manera en que de hecho no ocurrió tal diversificación del riesgo; y las razones de por qué, a pesar de la sofisticación de los instrumentos financieros modernos, los mismos no evita las crisis. Intentamos también introducir a los lectores no especializados y a los alumnos de grado de las carreras de

economía política y sociología económica en algunos aspectos del sistema financiero.

Como parte de una serie de trabajos sobre las cuestiones financieras, aquí nos centramos en los mercados de crédito y los mecanismos de diversificación del riesgo. La explicación requiere una dosis de paciencia del lector para seguir la actual ingeniería financiera, pero lo vamos a hacer de la manera más intuitiva posible, aun a costa de incurrir en algunas simplificaciones. Con esto intentamos, romper el cierto hechizo que ejerce la ingeniería financiera mundial.

Es común encontrar gente que piense que los “genios” de las finanzas son siempre lo suficientemente listos como para generar estructuras inmunes a las tormentas de la economía. Pero esto no es más que una leyenda, alimentada, entre otras razones, por los propios managers financieros, con gran provecho para sus bolsillos. Por otra parte, buscamos poner esta crisis en relación con la dinámica de la acumulación del capital en los últimos 15 años.[1][1]

Comenzamos entonces con la presentación de algunos instrumentos financieros básicos, que son esenciales para el análisis de la crisis.

Instrumentos de diversificación del riesgo

Normalmente en los mercados financieros se considera que existen tres tipos de riesgo. En primer lugar están los riesgos de crédito, que derivan de problemas para cobrar los intereses, o no recuperar el principal que se ha prestado, cuando el prestatario se declara en default.

En segundo término están los riesgos de tipos de interés, que ocurren cuando hay descalces en los vencimientos. Por caso, un banco se financia tomando dinero a corto plazo, por el que paga interés; y presta dinero a largo plazo, por el que cobra interés. Una suba de las tasas puede provocar un descalce entre el interés que debe pagar para que los depositantes renueven sus colocaciones, y los intereses que recibe por los préstamos de largo plazo.

Por último están los riesgos de liquidez. Por ejemplo, un banco puede tener sus depósitos respaldados por préstamos libres de riesgos, pero que no son líquidos, de manera que si los ahorristas quieren retirar sus ahorros, el banco se encontrará ante una crisis de liquidez. Se sostiene entonces que las técnicas de titularización, los swaps contra default, los derivados de tasas de interés e instrumentos similares, habrían disminuido notoriamente estos riesgos. Veamos brevemente en qué consisten.

1) Titularización o securitización

La titularización o securitización es una innovación financiera que contribuyó a cambiar el rol de intermediario financiero de los bancos. Tradicionalmente un banco obtenía fondos del público, otorgaba préstamos y los retenía en su cartera de activos, corriendo con el riesgo de los créditos; y recolectaba los pagos con los que pagaba los intereses por los depósitos.

Con la titularización, en cambio, el banco se descarga de su cartera de activos, emitiendo títulos que son comprados por inversores. Para eso el banco origina una cartera, que puede consistir en préstamos a empresas, bonos, préstamos hipotecarios o tarjetas de crédito. Pero en lugar de quedarse con esta cartera, la

transfiere a una entidad que se constituye para este propósito especial, llamados conductos; en inglés se la conoce como special purpose vehicle, SPV.[2] El SPV actúa como fiduciario de los flujos de dinero que generan los créditos originales, y emite títulos que son comprados por inversores. Dado que estos títulos tienen como respaldo la cartera original, son conocidos, en términos generales como “títulos respaldados por activos”, o en inglés, asset-backed securities, ABS. De esta manera el riesgo se transfiere desde el banco al inversor en ABS. El SPV permite aislar legalmente los ingresos provenientes de los créditos originarios de la suerte que pueda tener el banco. Por este motivo, en principio se puede estar seguro de la calidad crediticia del ABS, con prescindencia de la calidad crediticia del banco. Es usual que los SPV tengan residencia legal en paraísos fiscales, como las islas Caimán, Bermudas, Luxemburgo, y similares.

Los ABS están constituidos por grandes pools de activos, relativamente homogéneos. Por ejemplo, una emisión de ABS puede estar respaldada en 100.000 créditos hipotecarios. En el caso particular de los títulos hipotecarios, se conocen como mortgage backed securities, MBS. El MBS de Estados Unidos es uno de los mercados financieros más grandes del mundo.

La titularización no sólo es realizada por bancos. También puede ser organizada por entidades financieras dedicadas al crédito hipotecario, o de tarjetas. O por grandes empresas. Por ejemplo, una empresa petrolera puede dar origen a una securitización, que estará organizada por uno o más bancos, especializados en este tipo de operaciones. En este caso se genera también un SPV, que emite títulos que están respaldados por los ingresos obtenidos por la venta de petróleo. Los inversores que compran el título emitido por el SPV son pagados con el flujo de caja generado por el petróleo, a diferencia de lo que sucede con los bonos tradicionales que emiten las empresas –típicamente, las obligaciones negociables–, en que los inversores son pagados con los ingresos generales de la empresa. En otras palabras, con la titularización el inversor no tiene acceso a los activos del vendedor, sino sólo a los activos contenidos en el trust que se ha creado para este fin específico.

2) CDS

Explicamos otro instrumento que también se ha extendido en los últimos años, los swaps por incumplimiento de crédito, o credit default swaps, CDS.

Los CDS permiten desligar el riesgo crediticio y negociarlo por separado. En un contrato CDS el comprador de protección frente a un crédito paga al vendedor de protección una cantidad periódica igual a la diferencia entre el rendimiento del título que puede tener incumplimiento, y el tipo de interés que se considera libre de riesgo. Para entender como funciona, supongamos que una empresa A paga normalmente Libor + 2 puntos por sus créditos, y se considera que ese spread sobre la tasa de referencia (o sea, los 2 puntos) constituyen la prima por el riesgo.[3][3] Supongamos que A toma un crédito del banco B, y que la financiera C vende protección contra el riesgo de incumplimiento a B (o sea, establece un contrato CDS con B). Esto significa que C recibirá un monto periódico del 2% sobre el préstamo, en tanto B, el comprador de protección, se quedará con el flujo de ingreso que corresponde a la tasa Libor. Si A incumple, C deberá entregar a B una suma igual al valor facial de la deuda, en tanto B entregará a C la deuda de A. A partir de ahí C se encargará de intentar cobrar la deuda a A. En consecuencia un CDS es un seguro que protege al banco contra la pérdida derivada del incumplimiento de los préstamos. El mercado de los CDS ha crecido enormemente

en los últimos años, y muchos consideran que su liquidez ya es mayor que la del mercado de bonos corporativos. Fue uno de los motivos por los cuales muchos bancos que habían prestado a Enron o WorldCom no se vieron afectados directamente cuando cayeron estas empresas.

3) Crédito estructurado y CDO

Explicamos ahora los instrumentos de crédito estructurado, que han conocido un amplio desarrollo en los últimos años. En este caso los pasivos del SPV, que están respaldados por el pool de activos, se dividen en tramos, lo que se conoce en inglés como *tranching*. Los pools de activos se venden entonces en tramos a los inversores, y cada tramo tiene diferente grado de riesgo, que está determinado por la prioridad para el cobro en caso de que ocurran problemas con el pago de intereses o default (lo que se llama un “evento de crédito”). Usualmente se establece un primer tramo, llamado *equity*, que absorbe hasta el 3% de las pérdidas en caso de default o fallas en los pagos; por ejemplo, si el activo subyacente está constituido por créditos hipotecarios, y ocurre default, los primeros en sufrir la pérdida son los inversores en el tramo *equity*. El siguiente tramo, conocido como *mezzanine* (entresuelo) absorbe pérdidas hasta el 10%. Luego le sigue el tramo *senior*, que absorbe hasta el 20%, y el *super senior*, que absorbe las pérdidas restantes. Se supone que estos dos últimos tramos tienen muy poco riesgo, y por lo tanto pagan un bajo interés. Los flujos de ingresos van primero a pagar las comisiones de administración, y luego se distribuyen en cascada, empezando por los tramos *senior*. Se trata entonces de un mecanismo con el que se transfiere riesgo. Es común que el banco o la financiera que originaron la titularización conserven para sí el tramo *equity*. Es que el negocio está en ganar con el *spread* entre la tasa de interés que se recibe de los créditos originales, y la tasa más baja (por el menor riesgo) que se paga a los inversores en los tramos *senior* y *super senior*. Por supuesto, con la esperanza de que no se produzca un “evento de crédito”, porque en ese caso habrá pérdidas seguras para el tramo *equity*, y muy posiblemente para el *mezzanine*.

Típicamente los títulos de crédito estructurado son conocidos como obligaciones de deuda colateralizada, *collateralized debt obligations*, CDO, que son un tipo de ABS, pero que a diferencia de éstos tienen como colateral un pequeño número de activos no homogéneos. Estos activos pueden ser bonos de corporaciones, préstamos, y también CDS. También hay CDO que se emiten a partir de otros CDO, o de ABS.

Los CDO a su vez se dividen en CDO *cash*, que pagan interés y amortizan el principal a los tenedores de los tramos utilizando los flujos generados por los activos subyacentes. Estos activos pueden ser préstamos, bonos corporativos, ABS. Y están los CDO sintéticos, que tienen como respaldo CDS. O sea, los CDO sintéticos obtienen ingresos no a partir de poseer los activos, sino porque el inversor asume el riesgo de default de otros activos. A igual que en el CDO *cash*, el riesgo de pérdida en el CDO sintético se divide en tramos, y cada tramo paga periódicamente la prima *swap*.

Por otra parte, un tramo de un CDO sintético puede estar fondeado o no. Si está fondeado el inversor debe poner fondos por su exposición al riesgo, esto es, debe colocar cierta cantidad de dinero, que se devuelve al momento en que vence el tramo (descontándose las pérdidas en la eventualidad de que las hubiera). Se exigen fondos para los tramos *junior*, aunque no para los *senior*, que se supone que

están menos expuestos al riesgo. De manera que un inversor en el tramo senior de un CDO sintético ganará dinero sin haber realizado ninguna inversión.

Por otra parte también existen los CDO llamados market, en los cuales los pagos a los inversores provienen tanto del cash de los activos subyacentes como de las ganancias por la compra y venta de los activos subyacentes. O sea, son más tentadores para embarcarse en especulaciones. Si cae el valor de mercado del colateral, se suspenden primero los pagos al tramo equity, y luego a los restantes.

Se sostiene entonces que estas técnicas de titularización no sólo han permitido dispersar el riesgo de crédito, sino también de liquidez, dada la amplitud y profundidad que han alcanzado los mercados para estos títulos.

4) ABCP

Los programas de activos respaldados en papeles comerciales, o asset backed commercial papers, ABCP, son similares a los ABS, pero se constituyen con pools de activos que se compran con los ingresos que se obtienen emitiendo títulos de corto plazo, los papeles comerciales, o commercial papers. El conducto que se constituye para este efecto se conoce como structured investment vehicle, SIV. Ilustramos esta operatoria con un ejemplo. Supongamos que un SPV, que ha organizado el banco A, posee un pool de ABS, que ha colocado entre inversores. Pero a su vez el banco A organiza un SIV, que compra ABS. El SIV financia esta compra emitiendo papeles comerciales, esto es, títulos de vencimiento a 270 días, o menos. Comúnmente el término medio de maduración de los papeles comerciales es de 45 días.

El SIV, a su vez, divide los préstamos en tramos; o sea, cualquier pérdida primero es absorbida por los tenedores de equity (que puede retener el emisor), y luego por los tenedores de los papeles comerciales. El hecho de que los papeles comerciales sean de corto plazo, y tengan prioridad en el cobro, explica que paguen menos tasa de interés. El spread, una vez más, constituye ganancia para el banco organizador del SIV. En septiembre de 2007 el mercado de ABCP en Estados Unidos era de un billón de dólares, lo que representaba la mitad del total del mercado en papeles comerciales.

Por supuesto, también se constituyen SIV que utilizan lo recaudado para comprar otros valores, como deudas de tarjetas de crédito, o cualquier otro valor.

Es de destacar que los programas ABCP dependen crucialmente de que periódicamente se pueda renovar la colocación de papeles comerciales. Si un programa ABCP no puede renovar los papeles comerciales, debe encontrar alguna financiación alternativa o disolverse y vender los ABS subyacentes. Esta circunstancia jugó un rol destacado en la reciente crisis de liquidez.

5) Swaps de intereses

En términos generales un swap es un acuerdo contractual entre dos partes bajo la cual cada parte acuerda en realizar pagos periódicos a la otra parte durante un cierto período de tiempo –usualmente el plazo es de uno a 10 años–, basado en un monto principal que es notional. Actualmente son muy utilizados los swaps de intereses, que son contratos para flujos basados en los intereses. Según el BIS, a diciembre de 2006 el valor notional de los swaps de intereses alcanzaba los 229,8 billones de dólares. Una forma común es el swap de tasa de interés fija contra

variable. Podemos explicarlo con un ejemplo. Supongamos que una financiera A recibe usualmente pagos, por préstamos otorgados con anterioridad, que están establecidos a tasa variable; por caso, a Libor + 1%. A quiere protegerse contra la eventualidad de una baja de la tasa de interés, y para eso firma un acuerdo swap con el banco B. Esto significa que establecen que habrá un intercambio periódico de flujos de tasas de interés, referidas a un principal que es notional. Lo explicamos con el ejemplo. Suponemos que A establece un swap de tasa de interés variable contra tasa fija, con B, sobre un notional de un millón de dólares; la tasa fija es 4%, y la variable es Libor + 1%. Supongamos que al momento de realizarse el acuerdo Libor es 3%. Mientras Libor no varíe, A y B no transfieren fondos. En cambio, si la tasa Libor sube, A debe pagar a B el flujo correspondiente a la diferencia. Por ejemplo, si Libor sube 25 puntos básicos, o sea, 0,25%, A debe transferir a B \$2500. En cambio, si Libor baja 25 puntos básicos, será B quien deba transferir \$2500 a A. Es “como si” A y B se hubieran prestado mutuamente el millón de dólares, A a B a tasa fija, y B a A tasa variable. Sin embargo es importante aclarar que en el mercado de swaps se excluye toda mención a préstamos paralelos, ya que se trata exclusivamente de un intercambio de flujos de tasas de interés; el notional es utilizado sólo para calcular los intereses que se deben. Otro ejemplo de por qué puede interesar hacer un swap de este tipo es el de una empresa que se ha endeudado a tasa variable, y quiera protegerse contra el peligro de suba de las tasas de interés. En este caso establece un swap con otra firma, pero esta vez tomando la parte de la tasa variable del swap, o sea, la que tenía B en el ejemplo anterior.

Otro tipo de swap de intereses es de tasa variable versus tasa variable. Por ejemplo, A puede comprometerse a pagar a B Libor, y B a pagar a A una tasa de interés igual al spread entre los bonos del tesoro de Estados Unidos y un determinado grupo de bonos de baja calificación (por ejemplo de países subdesarrollados; de empresas con riesgo, etcétera). En este caso, si bajan los spreads –por ejemplo, porque se reduce el riesgo de default de los países subdesarrollados–, B tendrá una ganancia; y viceversa.[4][4]

Los swaps pueden ser de muchos tipos, pero con esto tenemos lo esencial para entender su mecanismo. Se sostiene que de esta manera empresas, financieras y bancos pueden protegerse frente al riesgo de descalce de las tasas de interés.

Obsérvese también que, en el ejemplo que hemos dado, a medida que aumenta la tasa de interés, la parte de la tasa variable del swap se valoriza; esto es, el swap tiene un valor que deriva de la variación de la tasa de interés (y de su relación con el notional). Su poseedor puede, por lo tanto, negociar, obteniendo un beneficio. Esto nos introduce en el último de los instrumentos financieros que vamos a presentar, los derivados.

6) Derivados

Los derivados son instrumentos financieros cuyo valor deriva de otra cosa. Los derivados más comunes son los swaps, los forwards (o a plazo), los futuros y las opciones.

Un forward es una operación entre dos partes por la cual una acuerda comprar y la otra vender un activo, a un precio determinado en una fecha futura establecida. Por ejemplo, A puede cerrar un forward con B por el cual B le venderá a A una cierta cantidad de barriles de petróleo a un precio x , dentro de seis meses. Otro ejemplo puede ser el de un forward en el mercado cambiario, por la cual A le comprará a B

cierta cantidad de dólares a un precio de x libras por dólar, dentro de 3 meses. Los forwards son uno de los derivados más sencillos.

El futuro, por su parte, es un forward que está estandarizado y es negociado regularmente en un mercado organizado, con márgenes establecidos para garantizar su realización. Actualmente hay futuros de todo tipo: de monedas, materias primas, bonos del Tesoro de Estados Unidos, tasas de interés, índices bursátiles, de índices económicos o de contaminación atmosférica. Por ejemplo, si alguien en Argentina compra un lote de futuros de dólar en un mercado centralizado, a noviembre, con precio de ejercicio \$3,2 significa que se ha asegurado comprar US\$ 1000 (los lotes son de mil dólares en el mercado argentino) a ese precio, en noviembre. La operación se hace a través de brokers que están autorizados a operar en el mercado; cuando se compra el futuro se está obligado a efectuar un depósito que actúa como garantía de que se va a cumplir con el contrato. Estas garantías se llaman márgenes, y como veremos luego, pueden jugar un rol muy importante durante una crisis. En caso que los precios del dólar se muevan contra el que ha comprado (por ejemplo, el dólar empieza a bajar de precio, de manera que para el que compra crece la tentación de no cumplir), el mercado puede llamar a reponer los márgenes. Llegada la fecha de ejercicio (supongamos que sea el último día hábil de noviembre) el que ha comprado deberá hacer efectivo el pago de los US\$ 1000, al precio establecido en el contrato de futuro. Lo mismo sucede con los futuros de materias primas, o de cualquier otro tipo.[5][5]

Por último están las opciones, que es un contrato por el cual el comprador adquiere el derecho a comprar o vender un activo, en una determinada fecha, a un cierto precio, a cambio del pago de una prima. A igual que los futuros, las opciones se negocian en mercados organizados.

Cuando se adquiere un derecho a comprar un activo, se trata de un call; y cuando se adquiere un derecho a vender el activo, se trata de un put. Por ejemplo, A puede comprar opciones de compra (call) de acciones de la empresa B, hoy, con un precio de ejercicio dentro de tres meses de US\$ 20,5 por acción. Supongamos que paga US\$ 0,30 por acción. Si el lote es de 1000 acciones, abonará lógicamente US\$ 30. Cuando llegue el momento del ejercicio, si el precio de la acción está a US\$ 20,50, o más alta, A ejercerá la opción. En este caso cada acción le habrá costado US\$ 20,80. Cuanto más haya subido la acción por encima del precio de ejercicio, más habrá ganado A por haber comprado call. Por ejemplo, si la acción se fue a US\$ 22, A recibirá de ganancia neta US\$ 1,20 por cada US\$ 0,30 invertido en la compra del call. Si, en cambio, la acción está, supongamos, a US\$19,50 en el día de ejercicio, habrá perdido lo invertido en la compra de la opción.

Existen opciones sobre muchos activos: materias primas, monedas, bonos, acciones; incluso hay opciones sobre futuros, esto es, un call da derecho a comprar un futuro (de materias primas, o de lo que sea) a un precio de ejercicio, y un put a vender un futuro a un precio de ejercicio determinado.

Presentemos aún otro ejemplo, que ayuda a comprender estos mecanismos. Una forma tradicional de protegerse contra la suba de la tasa de interés es tomando posiciones en bonos del Tesoro. Si la tasa de interés baja, los bonos suben de precio, de manera que el inversor que busque protegerse contra la baja de la tasa de interés puede comprar futuros de bonos del Tesoro. Pero otra manera de protegerse es comprando call en bonos del Tesoro. En este caso sólo ejercerá la opción si, a la fecha de ejercicio, bajó la tasa. Si un inversor quiere protegerse frente

a la eventualidad de la suba de la tasa, lógicamente comprará put en bonos del Tesoro.

Como puede apreciarse, los precios de los derivados pueden variar de manera muy acentuada. Llegados a este punto se impone una aclaración. Muchas veces existe la impresión –típicamente en sectores progresistas y de izquierda– de que todo aquel que compra o vende derivados está metido en operaciones especulativas de alto riesgo. Pero esto no es necesariamente así. Por caso, una empresa petrolera puede querer asegurarse el precio de venta del petróleo, y vende petróleo a futuro. Se trata de una operación de cobertura. Lo mismo puede suceder con un importador que quiera asegurarse un tipo de cambio a futuro, y compra call. Aquí el precio de la opción puede considerarse como una prima para cubrirse del riesgo cambiario. Por otra parte, es evidente que sí existen operadores que asumen riesgos, y buscan ganancias apostando fuertemente en los mercados derivados. Por esta razón siempre hay que estudiar cómo se está operando, para caracterizar una operación.

El carácter internacional del sistema financiero

Si bien en este trabajo nos vamos a centrar en la crisis financiera en Estados Unidos, debe tenerse presente que la misma tiene un carácter internacional. Como se adelantó en la introducción, muchos son los bancos, principalmente europeos que están siendo afectados. Pero además, tanto la burbuja hipotecaria como la plétora de capital, que explicaremos luego, fueron fenómenos también mundiales. La causa última es la mundialización del capitalismo, y por consiguiente del sistema financiero. El sistema financiero internacional maneja activos por 45 billones de dólares; de ellos, unos 25 billones en Estados Unidos, lo que demuestra un alto grado de concentración. Las instituciones que manejan estas sumas de capital dinero son fondos de pensión, compañías de seguros, fundaciones de bancos y bancos de inversión, fondos mutuos y de cobertura. Lo más importante es que estos activos han crecido en los últimos años a una tasa muy superior a la de la generación de valor (que se sustenta en el trabajo humano). Los activos que manejan estas instituciones se han triplicado desde comienzos de los 1990 a 2003.

Por otra parte, los capitales líquidos se desplazan rápidamente de un lugar al otro del planeta, en búsqueda de rentabilidad. En particular, cobra relevancia la inversión extranjera en Estados Unidos. Los pasivos externos estadounidenses aumentaron en 4 billones de dólares entre 2001 y 2005, y la deuda de cartera aumentó, desde 2001, del 28 al 34% del total de los pasivos estadounidenses. Esto significa que una caída de los valores financieros en Estados Unidos inevitablemente afecta al sistema financiero global. Se generan con ello las condiciones para que las ondas expansivas generadas por los shocks en algún lugar, se extiendan rápidamente a través de todo el sistema.

Capital ficticio, apalancamiento y desvalorización del capital

Presentamos ahora la importante noción de capital ficticio, e introducimos la relación entre el precio de los activos financieros y el interés, así como la mecánica de especulación, valorización y desvalorización brusca de los capitales.

Básicamente, y como explica Marx en *El Capital*, existen dos tipos de títulos y obligaciones. Por un lado, los valores comerciales, como letras de cambio, que están vinculados a la circulación del capital mercancía; y por otra parte títulos públicos, acciones, bonos de empresas, hipotecas y todo otro tipo de títulos que devengan

interés (o dividendos, si son acciones), pero que difieren esencialmente de las letras surgidas de la circulación. Es que esta forma de capitales que devenga interés

“...trae aparejada la circunstancia de que cualquier rédito dinerario determinado y regular aparezca como interés de un capital, provenga o no de un capital” [Marx (1999) t. 3 p. 598].

Se trata de la capitalización del ingreso. Si un título rinde un interés anual de \$25, y la tasa de interés es del 5%, ese ingreso de \$25 se considera el interés de un capital de \$500, exista o no este capital como elemento real de la producción. Así, un título de la deuda pública representa un derecho a participar por cierto importe de los ingresos anuales del Estado, aunque el capital originario que se le prestó al Estado al momento en que éste emitió el título, haya desaparecido hace tiempo. “El propio capital ha sido consumido, gastado por el estado. Ya no existe” (ídem, p. 599). Esa suma no sólo ya no existe, sino que lo más probable es que nunca haya sido invertida como capital, esto es, en un valor que se conserva y valoriza a sí mismo mediante la explotación del trabajo asalariado. Esto sucede aunque para el acreedor “la parte de los impuestos anuales que le corresponde representa el interés de su capital” (ídem). Si bien el acreedor puede vender el título (con una ganancia o pérdida con respecto al precio a que lo compró), se trata de un capital puramente ficticio:

... el capital de la deuda pública sigue siendo puramente ficticio y a partir del momento en que estos certificados de deuda se tornasen invendibles, se desvanecería la apariencia de este capital (ídem).

Por eso en los títulos de deuda se pierde toda conexión con el proceso de valorización, “consolidándose la idea del capital como un autómatas que se valoriza por sí solo” (ídem, p. 601). Algo similar puede suceder con otros títulos de propiedad, aun cuando representen capital real, esto es, capital invertido. Por ejemplo con las acciones. Las acciones son títulos de propiedad sobre la plusvalía que se ha de realizar sobre determinado capital (ídem). Las acciones cambian de manos y cotizan en los mercados bursátiles, donde adquieren un movimiento autónomo. Se convierten en mercancías “cuyo precio tiene un movimiento y estabilidad peculiares” (ídem, p. 602), ya que su valor de mercado puede diferir, durante períodos más o menos prolongados, del valor del capital real. Ese valor de mercado estará vinculado a las ganancias de la empresa, y esencialmente a las ganancias anticipadas:

El valor de mercado de estos títulos es en parte especulativo, ya que está determinado no sólo por las entradas reales, sino también por las entradas esperadas, calculadas por anticipado (ídem p. 602).

Pero el precio de los títulos no sólo se modifica según cambien las expectativas de las ganancias anticipadas, sino también aumenta o disminuye “en forma inversa al tipo de interés”, ya que dado un rendimiento, su capitalización disminuirá cuando aumente la tasa de interés. Por eso en los períodos de bonanza económica, que tienden a coincidir con bajas tasas de interés, el precio de los activos financieros es impulsado al alza. Los títulos sustentados en las altas ganancias, en la expectativa que se mantengan o incrementen, y también ayudados por la baja tasa de interés. El fundamento último es que la explotación y realización de plusvalía es exitosa, de manera que las ganancias avalan la suba de los valores. Pero esto impulsa a que todos los títulos empiecen a valorizarse por las perspectivas optimistas de ganancias futuras; cada vez más inversores los compran en la esperanza de que

habrá ganancias que validarán los títulos. En el caso de las acciones esto se refleja en la suba de los ratios precios/ganancias (price/earning); esto es, en la suba de la relación entre el precio bursátil y las ganancias anuales de la empresa. Una relación de ocho, por ejemplo, significa que hacen falta ocho años de las ganancias anuales actuales de la empresa para pagar el valor de la empresa que se deduce del precio de sus acciones. Altas relaciones precio/ganancias significa que en el mercado se está apostando fuertemente a valorizaciones futuras, que deberán convalidarse con la realización efectiva de ganancias. Esto es, de nuevo con el éxito en la explotación del trabajo obrero.

Desde el punto de vista de la teoría del fetichismo de Marx, se puede decir que una sobrevaloración de los títulos expresa un divorcio entre la forma del valor, esto es, el precio de la acción o del bono, y el contenido, que no es otro que el plusvalor. La forma se autonomiza, hasta cierto punto, del contenido, y parece tomar vuelo propio. Pero esta autonomización no puede prolongarse indefinidamente, y la unidad termina por restablecerse, mediante violentas desvalorizaciones de los activos. El disparador de la caída por lo general es la llegada a los mercados de balances de empresas con ganancias que no convalidan las expectativas. El proceso de desvalorización puede llevar entonces a caída de los precios por debajo de lo que indicarían los fundamentos. Constantemente en los mercados se producen estos movimientos violentos, ya sea al alza, o a la baja.

A su vez el alza de los precios de los bonos, acciones y otro tipo de títulos impulsa el apalancamiento, que a su vez también impulsa al alza de los títulos. El apalancamiento consiste en utilizar los activos que se poseen como colaterales para tomar créditos que permitan comprar más activos. Así, por ejemplo, los fondos de cobertura compran títulos hipotecarios. Estos títulos luego son presentados como colaterales para que un banco de inversión otorgue un crédito, o para emitir papeles comerciales. Y con los fondos recibidos a partir del crédito se compran más activos, con lo cual los precios de los activos suben; lo que impulsa a tomar más crédito, apoyándose en colaterales.

Naturalmente, las reglamentaciones prohíben prestar más de un porcentaje determinado del valor de mercado de los activos que se presentan como colaterales. Es lo que se llama el margen. Un porcentaje de este margen, que puede ser del 40 o 50%, además, debe pagarse en efectivo. Dado que en los períodos de bonanza los precios de los activos se inflan, como reflejo del aumento del capital especulativo, el apalancamiento se hace cada vez más fácil, y las posibilidades de realizar grandes fortunas con capital ajeno, parecen al alcance de la mano.

Pero inversamente, cuando caen los precios de los activos, se exigen reposiciones del margen, y si el prestatario no pone el efectivo adicional, el prestamista está autorizado a vender los papeles que actúan como colaterales. Si caen los precios, estarán dadas todas las condiciones para que se desate un movimiento bajista en cadena; los precios caen, hay que reponer márgenes, para lo cual se liquidan papeles; que a su vez hacen caer más los precios, llevando a la necesidad de nuevas reposiciones y liquidación de papeles. Además, el que puede se refugia en la liquidez –comprando títulos de los gobiernos más sólidos, las monedas fuertes, y también oro, reserva última del valor ante la caída general– a la espera de que pase el temporal y, en última instancia, volver a entrar en el mercado comprando los activos devaluados. Por lo cual se produce una crisis de liquidez. Los mercados de corto plazo se secan; muchos fondos o bancos pueden tener activos, pero no los pueden hacer líquidos para enfrentar sus obligaciones.

El impulso hacia el desbarranque de los precios de los activos financieros se ve impulsado también tanto por los que tratan de poner un límite a las pérdidas, como por los que especulan con ganar con la baja. En el primer caso se trata de las estrategias que se conocen como “freno de pérdidas” o stop loss. El “freno de pérdidas” significa que los inversores establecen límites para soportar pérdidas cuando caen los precios de los activos. Por ejemplo, un inversor puede establecer la orden de que se venda un activo X si su precio rompe hacia abajo un piso de US\$ 20, a fin de evitar mayores pérdidas; esto es, en caso de baja de los precios asume un cierto nivel de pérdidas y trata de evitar una pérdida mayor. Pero en la medida en que muchos hagan lo mismo, las caídas de precios se profundizan, desatando nuevas órdenes de ventas.

En el segundo caso, son los especuladores bajistas, que venden sus activos e incluso sobrevenden mediante las llamadas “ventas cortas”, con la esperanza de recomprar a precios más bajos en el futuro. El “vender corto” (short sale) consiste en vender un activo que no se posee, porque se piensa que su precio va a caer. Por ejemplo, un especulador puede pedir prestado bonos a alguna empresa de corretaje, o a alguna firma financiera. Por este préstamo paga una tasa, y además cumple con márgenes.[6][6] Además luego debe devolver los bonos a quien se los prestó –lo que se llama “cerrar la posición”– para lo cual tiene que comprar los títulos. Si el precio de los títulos baja, habrá hecho una ganancia; si en cambio el precio sube, experimentará pérdidas. Durante las crisis, los especuladores a la baja pueden profundizar muchísimo las caídas de los precios.

Ninguno de estos mecanismos ha dejado de funcionar en los mercados financieros actuales. Por el contrario, están potenciados dada la cantidad de instrumentos y mecanismos que se han puesto en juego. Y dada la extensión con que se utilizan en la actualidad los títulos como colaterales de créditos, una caída de los precios de los activos financieros afecta profundamente a todos mercados de capitales y monetario. Cuando se desata la crisis, las firmas que han operado en base al apalancamiento se ven forzadas a desprenderse de sus tenencias, con lo cual profundizan la caída de los precios. En muchos casos suben los spreads de los bonos de menor calificación, y de los títulos que se comercian en el mercado monetario, aun cuando la autoridad monetaria pueda bajar la tasa de referencia (por ejemplo, la tasa de la Reserva Federal). Los precios de los títulos bajan porque la tasa de interés sube, y a su vez la tasa de interés sube porque se liquidan masivamente títulos:

En tiempos de estrechez en el mercado dinerario, estos títulos y obligaciones bajarán doblemente de precio: en primer lugar, porque aumenta el tipo de interés, y en segundo término porque se los lanza masivamente al mercado para realizarlos en dinero (Marx, ídem).

Se produce así una profunda desvalorización de los capitales. Muchos capitales literalmente se evaporan; las que se creían riquezas sólidas, en horas dejan de existir. Aunque, por supuesto, las valorizaciones no bajan al nivel previo al inicio del ciclo ascendente; es que por lo general las crisis no devuelven tampoco a la economía al nivel de la anterior recesión o depresión.

No desaparece el riesgo

La explicación de en qué consisten los instrumentos financieros y de diversificación de riesgo demuestra que el riesgo no ha desaparecido, ya que simplemente se traslada, como si fuera una papa caliente, de unos a otros. Estos instrumentos

proporcionan amortiguadores; pero esto no evita la crisis, ni la desvalorización de los capitales cuando ésta se produce. Así, por ejemplo, un banco puede haber comprado un swap contra riesgo de default, pero si el prestatario no puede pagar, la pérdida debe ser asumida por la financiera que ha vendido el CDS.[7][7] Lo mismo sucede con los derivados en tasas de interés, o de materias primas, divisas, etcétera. Las contrapartidas de las empresas que se protegen contra la eventualidad de la suba de las tasas de interés comprando opciones de venta de bonos del Tesoro son, lógicamente, los bancos o financieras que han vendido esas opciones. Si suben las tasas de interés, los vendedores pueden verse seriamente comprometidos. Por ejemplo, en 2004 grandes bancos como el Morgan Chase, Citigroup y Bank of America habían aumentado sustancialmente sus posiciones en el mercado de opciones sobre tasas de interés, por ventas a los gigantes hipotecarios, semipúblicos, Fannie Mae y Freddie Mac. Un informe del Credit Suisse First Boston calculaba que en junio de ese año los operadores de Wall Street tenían una exposición de US\$ 844.000 millones en opciones de tasas de interés, una cifra tres veces superior a la de 1999. Si las tasas se mueven contra los bancos, quedan expuestos a grandes pérdidas. El riesgo de las firmas hipotecarias no desaparece, simplemente se traslada a los bancos.

Algo similar ocurre con los productos de créditos estructurados. Si se produce un default, quien haya retenido el tramo equity o aun mezzanine sufrirá pérdidas de capital. En definitiva, siempre alguien debe soportar las pérdidas cuando ocurre la catástrofe. Estos instrumentos sólo logran que las operaciones financieras se realicen asumiendo más y más riesgos, porque se genera la ilusión de que cualquier shock adverso siempre podrá ser absorbido con una nueva expansión de inversores.

Es claro que la titularización ha otorgado mayor liquidez a los mercados, y esto es válido en condiciones normales de reproducción del capital. Sin embargo, cuando cunde la incertidumbre los inversores se refugian en los títulos más seguros y se seca el combustible para mantener líquidos los mercados de ABS y CDO, y especialmente de ABCP. En ese caso las inyecciones de liquidez del banco central a los bancos tienen un efecto muy limitado. De la misma manera, los seguros oficiales de depósitos protegen a los bancos frente a la eventualidad de una corrida; pero no pueden frenar la salida precipitada de capitales de sus posiciones en activos de riesgo.

Pero además, cuando se desata la crisis todos los activos son afectados, aunque no estén correlacionados. Es que las mediciones sobre correlación entre los activos son válidas en tanto reflejan los comportamientos de largo plazo, y en condiciones de reproducción normales de los capitales. Por caso, las acciones de las empresas que producen ladrillos y cemento en Estados Unidos están correlacionadas; pero no lo están las acciones de estas empresas, con las que producen chocolate. Sin embargo, cuando se desata la crisis, se venden todos los activos, estén o no correlacionados.

Para ver cómo sucede esto, supongamos que un fondo importante opera invirtiendo en futuros de materias primas, en títulos respaldados por hipotecas, en acciones de empresas de diversas ramas de la economía, en títulos del Tesoro de Estados Unidos y de otros países. Supongamos también que se apalanca tomando crédito en el mercado de corto plazo; para lo cual le exigen los correspondientes márgenes de garantías. Si se produce una caída en el mercado de los títulos hipotecarios, la empresa tiene dificultades para fondearse por desconfianza en su capacidad de pago. Los bancos que le han prestado se encuentran en problemas para recuperar sus créditos. Al caer los precios de los activos en que tienen colocado su dinero, los

bancos deben hacerse de efectivo para reponer las ratios obligatorias de capital con relación a activos riesgosos, a fin de cubrir sus operaciones en los mercados; esto les obliga a liquidar posiciones. También tienen problemas los fondos que han invertido en el mercado de papeles comerciales para financiar las operaciones de títulos hipotecarios; y otras firmas que operan en el mercado hipotecario. Todas estas empresas enfrentan entonces problemas de liquidez, porque no pueden colocar sus títulos. Suben los spreads que se pagan en el mercado monetario y crediticio, afectando a la economía de conjunto. En tanto continúa la baja, el fondo que ha especulado en el mercado de títulos hipotecarios debe reponer márgenes de garantía y continúa deshaciendo posiciones en acciones o bonos de empresas. Los precios de estos activos caen. La desconfianza sigue creciendo en el mercado, y cada vez son más los que venden para detener las pérdidas. Los especuladores bajistas se lanzan a operaciones arriesgadas, profundizando el derrumbe de los precios. Los problemas de las firmas financieras a su vez repercuten en sus cotizaciones bursátiles. Lo cual tiene efectos sobre el resto de las cotizaciones, dado el peso de estas financieras en el mercado.[8][8] La caída del sector de hipotecas también afecta a las empresas de la construcción, y repercute negativamente sobre la economía. La caída de Wall Street arrastra a otros mercados en Europa, Asia y América Latina, aumentando las tensiones en el sistema financiero internacional. Suben los spreads que pagan los títulos de los países más débiles (el llamado “riesgo país) y en general los bonos y papeles comerciales emitidos por las empresas, incluidos los calificados con triple o doble A. A medida que caen los títulos, más empresas son llamadas a reponer colaterales por los créditos que han tomado. Los bancos y fondos internacionales que invirtieron en Wall Street también se ven afectados por la desconfianza y sufren problemas de liquidez, descalces en tasas y/o dificultades para recuperar sus créditos. Todos tratan de reducir sus exposiciones riesgosas, y el apalancamiento. El contagio a todos los activos es inevitable.

Este cuadro no es meramente hipotético. Sucede en la realidad, como lo reconoce el teórico neoclásico en temas financieros, Myron Scholes, asesor del LTCM, el fondo de cobertura que quebró en 1998 (véase infra). Tratando de explicar el porqué del fracaso, en 2000 Scholes escribía:

“Los patrones de correlación y las varianzas de todas maneras no son estacionarias, especialmente cuando los precios del mercado se mueven dramáticamente. Factores que podrían exhibir bajos niveles de correlación o asociación durante la mayor parte del tiempo, parecen estar altamente correlacionados en tiempos volátiles. Cuando los valores de casi todos los tipos de activos se están moviendo en grupo, la diversificación no ayuda a reducir el riesgo. Los patrones actuales de correlación que se registran parecen estar cercanos a uno. En estos tiempos la volatilidad del beneficio y las pérdidas será mucho mayores de lo que predeciría el VAR” [Scholes (2000) p. 19; énfasis agregado].

Como también lo señala Scholes, esa situación de alta correlación se habría dado a nivel mundial en 1987; en Japón en 1990; en Europa en 1991; en Suecia en 1992; en Estados Unidos en 1994; en México en 1995 (habría que agregar Argentina); en 1997 y 1998 en Asia, América y Europa. En 2007 la situación vuelve a afectar a los mercados globales.

La lógica de la especulación

Por otra parte existe una lógica de la especulación que impulsa a concentrar las inversiones en ciertos activos; esto es, a no seguir las reglas tradicionales de

diversificación de carteras. Es que las ganancias fuertes dependen de apostar a los activos que se van a valorizar. Lo explicamos con un caso sencillo. Supongamos que un inversor tiene temor de que se produzca una fuerte variación entre el euro y el dólar. Si divide su colocación en partes iguales entre dólar y euro, estará seguro de no perder; pero tampoco gana. Si quiere ganar, deberá apostar a uno u otro activo. Lo mismo ocurre cuando se opera en los mercados de derivados o con instrumentos financieros sofisticados; con el agregado de que las ganancias o pérdidas pueden ser mucho mayores. Y con el agregado también de que el apalancamiento permite apostar por sumas muy superiores a los fondos propios.

Por otra parte, opera el efecto imitación. Muchas veces –como se verá en seguida en el ejemplo del LTCM– los inversores copian el comportamiento de algunos grandes inversores a los que se considera expertos, o que no pueden equivocarse. Lo cual hace que todos estén concentrándose en unos pocos activos. De nuevo, esto es lo que sucedió en los meses previos a la crisis del LTCM. Y esto es lo que también sucedió en los años del auge en el mercado hipotecario. En este último caso, la extensión y complejidad de los instrumentos financieros que hemos descrito antes daba la impresión de que se estaba diversificando el riesgo, cuando en realidad se estaba concentrando.

Los fondos de cobertura

En las historias de las recientes crisis financieras han jugado un rol importante los fondos de cobertura, que se han expandido mucho y, contra lo que su nombre indica, son altamente especulativos. De conjunto, en 2004 había unos 6.000 fondos de cobertura en Estados Unidos, que manejaban, valores por un billón de dólares. La idea que guía a estos fondos es que es posible realizar grandes ganancias en los mercados, apostando a movimientos relativamente suaves de alzas y bajas –o sea, poca volatilidad– en los precios de los activos. Habitualmente no hay claridad sobre cómo invierten, ni cómo manejan el dinero, ya que no se requiere información para auditarlos, ni está regulado qué información deben proporcionar. Pueden invertir en lo que quieran, y desplegar cualquier estrategia, sin supervisión alguna; ni siquiera están obligados a diversificar sus colocaciones. Debido a que los inversores están limitados en cuanto a las posibilidades del retiro de los fondos –sólo pueden hacerlo bajo determinadas circunstancias– las direcciones de estos fondos tienen más libertad para actuar especulativamente. Muchos de ellos son offshore y muchos se forman y desaparecen al cabo de algunos meses, o de poco más de un año. Sus ganancias provienen de las comisiones que cobran; sus managers reciben entre el 15 y el 25% de los beneficios netos nuevos cuando esos beneficios superan cierto umbral establecido. Lo que constituye un fabuloso incentivo para inflar ganancias, y meterse en cuanta actividad especulativa haya. Además, reciben un 2% por los llamados gastos administrativos; para tener una idea de lo que esto significa, la dirección de un fondo de cobertura que, por ejemplo, se constituye con US\$ 500 millones recibirá, sólo por estos gastos de administración, la bonita suma de US\$ 10 millones.

Además, si bien en un principio fueron concebidos para inversores muy ricos, paulatinamente ampliaron su base, y actualmente es común que fondos institucionales, como fondos de pensión, o de universidades, confíen el manejo de su dinero a los fondos de cobertura. Por eso los fondos de cobertura son, en buena medida, fondos de fondos. Los fondos institucionales, que supuestamente están regulados por las autoridades, colocan dinero en fondos que no lo están, potenciando el campo para multiplicar las actividades especulativas y aventureras. En 2006 los pedidos de dinero por parte de estos fondos representaban,

normalmente, tres o cuatro veces el valor de sus patrimonios; y en algunos casos la proporción era todavía más alta (como fue el caso del LTCM).

El antecedente de LTCM

La historia de la quiebra del fondo de cobertura Long Term Capital Management es ilustrativa de la manera en que se opera hoy en los mercados financieros, y cómo se han venido lanzando todo tipo de operaciones especulativas, propias de apostadores de casinos.[9][9]

LTCM estaba dirigido por expertos reconocidos en altas finanzas, entre ellos dos premio Nobel, el ya mencionado Myron Scholes, y Robert Merton, quienes ganaron el premio precisamente por sus aportes a la teoría del precio de los activos financieros, y por la elaboración de estrategias de inversión financiera. Además, desde el momento de su fundación en 1994 este fondo había realizado grandes ganancias, y en 1997 se lo consideraba uno de los campeones de las más rentables y sofisticadas ingenierías financieras.

En 1997 se produjo la crisis asiática, como resultado de la cual subieron los spreads que pagaban los bonos de países subdesarrollados y las empresas de baja calificación. Hacia fines de ese año los estrategias de LTCM llegaron a la conclusión de que la situación ya no podía empeorar, y que los spreads debían achicarse. Dado que durante la crisis había habido una fuga “hacia la calidad” de los inversores, esto es, habían comprado bonos del Tesoro de Estados Unidos, LTCM pensaba que los precios de estos bonos deberían bajar, a la par que mejorarían los precios de los títulos de los mercados emergentes. La estrategia financiera de LTCM se basó entonces en que estos supuestos se cumplirían, y apostó en consecuencia.

Para eso, hacia fines de 1997 y comienzos de 1998 LTCM compraba bonos de alto rendimiento, esto es, bonos de mercados “emergentes” –o sea, de países no adelantados– y de empresas de baja calificación crediticia. También entraba en contratos de derivados (futuros, opciones call) que implicaban compra de estos activos. Por otra parte vendía corto bonos de bajo rendimiento, más líquidos, como títulos del Tesoro de Estados Unidos. LTCM apostaba a que bajarían los precios de estos títulos; también tomaba posiciones de venta a través de contratos derivados.

Por otra parte, dado que apostaba a que los spreads que pagaban los títulos de menor calificación también bajarían, LTCM había entrado en muchos contratos swap de intereses, basados en la diferencia entre instrumentos basados en la tasa Libor y los rendimientos de títulos gubernamentales de menor calificación. Si los spreads subían, LTCM debía pagar a la contraparte; si bajaban, LTCM recibiría ingresos. A comienzos de 1998 LTCM tenía contratos swap por valores nominales de US\$ 697.000 millones, y contratos de futuros por US\$ 471.000 millones. Por supuesto, la actividad de LTCM estaba fuertemente apalancada. Poseía un capital de unos US\$ 5.000 millones y había tomado préstamos a bancos y empresas de seguros por US\$ 125.000 millones. Además, tenía una cartera de títulos ilíquidos, y si los spreads se movían en su contra, debería vender grandes montos de estos papeles para cubrir los márgenes de garantía y cubrir pérdidas.

Es de subrayar entonces que aquí no existía la supuesta diversificación, porque para realizar grandes ganancias había que “jugarse”, apostando fuerte a que el mercado se movería en una determinada dirección. LTCM previó –su dirección, incluidas las eminencias financieras ganadoras de premio Nobel tenían expectativas racionales, avaladas por sus modelos macro– que las cosas no podían ir sino para

mejor en Asia y otros mercados de países no desarrollados. Sin embargo la crisis asiática continuó, y muchos inversores siguieron desprendiéndose de títulos de países subdesarrollados, y buscando refugio en los títulos del Tesoro de Estados Unidos; por lo cual los spreads continuaron subiendo, y los precios de los bonos de Estados Unidos, lejos de bajar, subieron. Por fin, en agosto de 1988 ocurrió el desastre cuando Rusia se declaró en default. No sólo se derrumbaron los precios de los títulos rusos –en los cuales LTCM había tomado fuertes posiciones– sino además todos los spreads subieron. En septiembre de 1998 el índice Morgan de bonos de mercados “emergentes” estaba en 17%, contra 3,3% de octubre del año anterior. Dado que los precios de los activos se movían en contra de las apuestas, había que reponer márgenes; lo que llevaba a la venta de títulos. Debido a que muchos de los títulos eran ilíquidos, para hacerse de efectivo había que venderlos a precios cada vez más bajos.

Pero además en seguida se vio que otros grandes inversores como Goldman, Sachs & Co, Merrill Lynch, Bankers Trust y Salomons Smith Barney también debían informar cientos de millones de dólares en pérdidas, porque también habían apostado a los mismos activos que LTCM. El copresidente de Goldman, Sachs & Co dijo al respecto que “nuestro modelo de riesgo no tomó suficientemente en cuenta el problema de la copia... Todos tienen posiciones similares y en una crisis de liquidez todos se ven obligados a achicar al mismo tiempo” [citado por Edwards (1999) p. 206].

Debido a que muchos estaban en la misma situación las ventas eran masivas, lo que llevaba los spreads a niveles cada vez más altos. Como resultado, a mediados de aquel mes de septiembre el capital de LTCM había caído a US\$ 600 millones; más de US\$ 4.000 millones se habían “evaporado”. Los otros grandes inversores que habían copiado la estrategia del modélico LTCM, también estaban en serios problemas. Finalmente la Reserva Federal intervino para salvar el sistema, el LTCM fue liquidado y absorbido por sus acreedores.

La teoría de las crisis en Marx

La tesis central que sostenemos en este escrito es que la crisis financiera tuvo como telón de fondo una situación de plétora del capital; que a su vez se explica por una crisis no resuelta de sobreacumulación del capital “a lo Marx”. Para que se entienda lo que sigue, presentamos, de manera sintética, la explicación de Marx sobre las crisis.

Destaquemos en primer lugar que la teoría marxista de la crisis se vincula estrechamente con la teoría del valor trabajo. Esto es, la teoría que dice que el valor es trabajo humano objetivado, socialmente necesario, y sólo puede surgir si existe trabajo aplicado a la generación de valores de uso de cualquier tipo. El valor no se genera, por lo tanto, en la circulación, por la compra y venta de mercancías o activos financieros.

Esta concepción de valor, a su vez, permite comprender la noción marxista de capital. El capital no es una “cosa”, sino valor en proceso de valorización. Por este motivo Marx introduce su noción mediante una fórmula, $D - M - D'$, dinero que compra mercancías, para obtener más dinero con su venta. D' indica que el dinero inicial, D , ha aumentado; ese incremento constituye la plusvalía. O sea, $D' = D + p$.

La valorización del valor adelantado sólo puede surgir del trabajo humano. Para eso el capitalista encuentra en el mercado una mercancía muy especial, la fuerza de

trabajo.[10][10] La fuerza de trabajo tiene un valor, determinado por el valor de los bienes que integran la canasta de consumo del trabajador; y tiene un valor de uso, que es el trabajo vivo. Su particularidad es que, puesta a trabajar, y dado un nivel de productividad determinado, puede generar más valor que el contenido en su reproducción. De ahí que, subsumida a la relación capitalista, la fuerza de trabajo asalariada genere plusvalor.

Por lo tanto el capitalista compra fuerza de trabajo y medios de producción. Durante el proceso de trabajo se genera nuevo valor –una parte del cual reproduce el valor de la fuerza de trabajo y otra parte genera la plusvalía–, al tiempo que se conserva el valor de los medios de producción. Se comprende entonces por qué el capital es una relación social de explotación, objetivada en dinero, en medios de producción y trabajo, en mercancías, y en dinero valorizado.

A la parte del capital invertida en fuerza de trabajo Marx le llama capital variable; y a la parte del capital invertida en los medios de producción, capital constante.

La relación entre la plusvalía, y el capital variable, es la tasa de plusvalía; nos dice cuál es el grado de explotación del trabajo humano, esto es, en qué medida la jornada de trabajo se divide entre trabajo que reproduce el valor de los medios de subsistencia, y trabajo que genera valor. En símbolos, la tasa de plusvalía es $p' = p/v$.

Sin embargo a los capitalistas lo que les interesa es el grado en que se valoriza el conjunto del capital que han lanzado a la circulación. Por ejemplo, si el capital lanzado a la circulación es de \$100, compuesto por \$80 invertidos en capital constante, y \$20 en capital variable. Y si la tasa de plusvalía es del 100%, la plusvalía lógicamente es \$20, y la valorización del capital del 20%. Esta tasa de valorización del capital es la tasa de beneficio, π , que surge de dividir la plusvalía por el conjunto del capital invertido.

Usualmente las empresas calculan la tasa de beneficio anual. Surge de la ratio entre la plusvalía, o masa de beneficio que obtienen al cabo de un año (lo que incluye varias rotaciones de capital variable y de capital constante invertido en materias primas y otros insumo), y el conjunto del capital invertido (que incluye, además del capital variable, el conjunto del capital constante, esto es, también el capital en instalaciones, maquinarias, y similares). En símbolos, $\pi = p/(c+v)$

Dado que el fin y razón de ser del capital es su valorización, la tasa de ganancia constituye el aguijón de la producción capitalista. Como afirma Shaikh, es el deseo ilimitado de ganancia el que “domina la producción capitalista, lo que subyace a la lucha del capital contra el trabajo y a la naturaleza expansionista de cualquier unidad de capital” [Shaikh (1991) p. 345].

El afán de valorización incesante del capital explica por otra parte la dinámica de la acumulación, y también la lógica que lleva a las crisis. Esto porque a fin de aumentar las ganancias, cada capitalista busca disminuir sus costos unitarios de producción, incorporando nuevos métodos y tecnologías. Las empresas que logran sacar ventajas tecnológicas con respecto a las tecnologías modales imperantes en la rama pueden vender sus productos a precios por debajo de los imperantes en el mercado (determinados por las empresas con las tecnologías modales), pero superiores a los valores “individuales” de sus mercancías. Así obtienen plusvalías (o ganancias) extraordinarias.

A su vez, la competencia que desatan estas empresas más avanzadas obliga al resto de las empresas a adoptar las nuevas tecnologías. Las que no logran modernizarse, a largo plazo sucumben. Y en la medida en que las nuevas tecnologías se generalizan, se establecen como sociales los nuevos precios, y desaparecen las plusvalías extraordinarias (véase Marx, 1999, t. 1 cap. 10). A su vez, el movimiento no cesa cuando se generaliza la nueva tecnología, porque cada capitalista se ve impulsado a intentar obtener nuevas plusvalías extraordinarias. Esto explica que el sistema capitalista no pueda vivir sin revolucionar constantemente las fuerzas productivas.

Al estudiar este proceso hay que tener en cuenta que la masa de ganancia (o plusvalía) de la que se apropian los capitalistas, una vez que se ha generalizado la nueva tecnología, sólo depende de la masa de capital variable, y de la tasa de plusvalía. Esto es, depende de la cantidad de trabajo vivo empleado, y del grado de explotación. Si disminuye la masa de capital variable (o sea, de trabajo vivo), esa disminución puede ser compensada por el aumento de la tasa de explotación. Sin embargo la compensación tiene un límite, porque llega un punto en que la disminución de capital variable no puede ser compensada por el aumento de la tasa de explotación, aun en el hipotético caso de que los trabajadores vivieran del aire y no cobraran salario. Por caso, si 48 obreros producen 2 horas de plusvalía cada uno, y si luego del cambio tecnológico son reemplazados por 2 obreros que trabajan 12 horas cada uno, estos 2 obreros no podrán generar tanta plusvalía como los 48 anteriores, aunque vivieran del aire y las 12 horas se dedicaran a generar plusvalía (véase Marx, 1999, t. 1 cap. 9). Esto significa que en este ejemplo el aumento de la productividad no genera aumento de la masa de plusvalía. Aumenta la masa de valores de uso de los que se apropia el capitalista; pero no la masa de plusvalor.

Por lo tanto, bajo el látigo de la competencia, cada capitalista se ve obligado a aumentar la inversión en capital constante por obrero. El resultado es que aumenta, tendencialmente, el capital mínimo requerido para que funcione una empresa, y el capital invertido por unidad de trabajo vivo en toda la economía.

Este proceso es el que da lugar a una tendencia a la caída de la tasa de ganancia, a medida que progresa la acumulación del capital [véase Marx (1999) t. 3 caps. 13 a 15]. El resultado es lógico si se recuerda que la fuente de la plusvalía es el trabajo vivo, y la tasa de ganancia es el resultado de dividir la masa de plusvalía por el capital invertido.

Si bien la caída de la tasa de ganancia puede ser contrarrestada por el aumento de la tasa de plusvalía, a largo plazo la tasa de ganancia cae porque aumenta la inversión de capital por unidad de trabajo humano. Es que a mayor cantidad de capital constante, y mayor productividad, se abaratan los elementos que forman el capital constante; pero el sistema mecanizado en su conjunto crece a una tasa mayor que la tasa a la que se abaratan los medios de producción. Por lo tanto la masa de valor invertida en los medios de producción crece en proporción a la cantidad de trabajo vivo. En definitiva, la caída de la tasa de ganancia y la acumulación acelerada son expresiones diferentes del mismo proceso, el desarrollo de la productividad y de las fuerzas productivas bajo el capitalismo.

Obsérvese que se trata de un fenómeno que, de una u otra manera, han registrado grandes economistas, como Smith, Ricardo o Schumpeter; incluso la idea de Keynes sobre la tendencia a la caída de la eficiencia marginal del capital puede asimilarse a la tesis de una caída de la tasa de ganancia de largo plazo.

Ahora bien, para comprender por qué pueden producirse las crisis, es importante entender que la ley marxista de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia es bifacética, en el sentido que involucra no sólo el comportamiento de la tasa, sino también de la masa de ganancia. Es que alguien podría preguntarse por qué la caída de la tasa de ganancia debe generar problemas a la acumulación del capital. ¿Por qué llegado cierto punto la caída de la tasa de ganancia se traduce en la caída de la inversión y la crisis? ¿Por qué una baja de la tasa de ganancia del 14 al 13%, por caso, no desata una crisis, pero sí puede hacerlo una caída del 7 al 6%? Aquí interviene la masa de beneficio, y su relación con la tasa de beneficio. Este aspecto del asunto fue primero destacado por Henry Grossman, y desarrollado por Anwar Shaikh. Para entenderlo, y siguiendo a Shaikh (1991), representamos la caída de la tasa de ganancia como: $\pi = \pi_0 e^{-at}$

La caída de la tasa de beneficio provoca que a medida que aumenta la inversión la masa de beneficio se mueva en forma de “onda larga”. Esto es, primero crece aceleradamente, pero luego se desacelera, se estanca y finalmente cae, arrastrada por baja de la tasa de beneficio [véase Shaikh (1991) p. 349]. Para ver por qué, partimos del hecho de que la masa de beneficio, B, es: $B = \pi K$

Donde K es el acervo total de capital. Por lo tanto, y siguiendo a Shaikh, la tasa de crecimiento de la masa de beneficio, g_B , es igual a la suma de la tasa de crecimiento de la tasa de ganancia, g_π y del stock de capital, g_K : $g_B = g_\pi + g_K$

Si la tasa de acumulación del capital depende de la propensión a ahorrar de los capitalistas, s, será $g_K = s \pi$

De manera que la tasa de crecimiento de la masa de ganancia será: $g_B = -a + s \pi$

Esto significa que a medida que se prolonga la acumulación, la tasa de ganancia declina, y termina afectando a la masa de ganancia. Por ejemplo, si suponemos un capital de un millón de pesos, y una tasa de ganancia del 15%, la masa de plusvalía será de 150 mil pesos. Si esta plusvalía se reinvierte en su totalidad, y la tasa de ganancia baja al 14%, se obtendrá una masa de plusvalía de 161 mil pesos. Si en las sucesivas rondas se sigue reinvertiendo toda la plusvalía, y la tasa de ganancia continúa descendiendo, llega un momento en que la masa de plusvalía se estanca y luego comienza a descender. En nuestro ejemplo, cuando la tasa de ganancia baja del diez al nueve por ciento, la masa de ganancia desciende de 184 mil a 182 mil pesos. Por otra parte, la ganancia marginal, esto es, las variaciones anuales de las ganancias con respecto al acervo del capital, tenderán a bajar durante todo el proceso de acumulación.

Esa caída de la masa de ganancia es crucial porque “[l]a transición de una masa de ganancia (en dinero constante) creciente a una masa decreciente o estancada marca una fase de cambio de la acumulación normal a la fase de crisis” [Shaikh (1991) p. 350].

Significa que las últimas unidades acumuladas de capital no han generado nuevos beneficios. En particular, si la tasa de rendimiento de la nueva inversión es igual a la tasa de interés, es lógico que las inversiones se dirijan al mercado financiero, al capital de préstamo monetario. La demanda de bienes de inversión se estanca, los stocks de mercancías sin vender empiezan a aumentar peligrosamente; los bancos advierten que los créditos ya no refluyen con rapidez, y aumentan las tasas. Se expande la crisis, afectando cada vez a más empresas.

La crisis, a su vez, genera las condiciones –en tanto la relación capitalista no sea abolida por la acción revolucionaria de la clase obrera– para el restablecimiento, a mediano plazo, de la tasa de rentabilidad, y de la acumulación. Los capitales más débiles e improductivos se hunden; se producen extensas desvalorizaciones del capital; aumentan los desocupados y bajan las condiciones laborales y salariales, lo que provoca la suba de la tasa de plusvalía; y el capital de conjunto se reorganiza. Paulatinamente la acumulación retoma su curso, y las fuerzas productivas se desarrollan a nuevos niveles, generando una nueva presión bajista sobre la tasa de ganancia.

Tasa de interés, ganancia y crisis

La explicación anterior debe completarse incorporando ahora el rol de la tasa de interés. En la teoría de Marx [Marx (1999) t. 3 sección 5] el interés se distingue de la ganancia empresaria a partir de establecer una diferencia entre dos tipos diferentes de capitalistas, los dueños de dinero, y los capitalistas que encarnan al capital en funciones, que emplean el capital para generar plusvalía. En términos estrictos, puede decirse que cuando Marx habla de los capitalistas propietarios de dinero está pensando también en todas las formas de capital dinerario que durante períodos de tiempo más o menos largo deben permanecer “en barbecho”; por ejemplo, fondos de amortización de empresas productivas.[11][11]

El interés surge porque el capital siempre aparece en escena bajo la forma de dinero. El dinero encarna la propiedad privada de los medios de producción frente a la fuerza de trabajo, y es por lo tanto poder social. Esta circunstancia hace que el dinero pueda prestarse para que funcione como capital, de manera que ahora el capital mismo pasa a ser una mercancía de un género peculiar. Esto es, el dinero, además del valor de uso que deviene de sus funciones puramente monetarias (medida de valor, medio de cambio, etcétera) posee el valor de uso de poder transformarse en capital, de funcional como capital, y por lo tanto de valorizarse:

“...la mercancía capital tiene la peculiaridad de que en virtud del consumo de su valor de uso, su valor y su valor de uso no sólo se conservan, sino que se incrementan. Este valor de uso del dinero como capital –la capacidad de generar la ganancia media– es lo que enajena el capitalista dinerario al capitalista industrial por el lapso durante el cual le cede a éste el poder de disponer sobre el capital prestado” [Marx (1999) t. 3 p. 449].

Por eso ahora el ciclo del capital es $D^* - D - M - \dots P \dots M' - D' - D^*$

siendo D^* el capital dinero que se adelanta como préstamo al capitalista en funciones, y por el cual se pagará un interés. El interés surge así a partir de una relación entre dos capitalistas, y no entre el capitalista y el obrero. Aparece como el precio del capital, y expresa la valorización del capital dinerario.

Lo anterior permite entender por qué el interés no puede superar, en el mediano o largo plazo, la tasa de ganancia:

“...cabe considerar a la tasa media de ganancia como el límite máximo que en definitiva determina el interés” (ídem, p. 459).

De manera que ahora la ganancia empresaria, π_e , será igual a la ganancia bruta, π , menos la tasa de interés, r ; en símbolos: $\pi_e = \pi - r$

Pero, ¿qué determina en concreto la tasa de interés? La respuesta de Marx es que la determina la oferta y demanda del dinero destinado a funcionar como capital. Montos de dinero constantemente vuelven a la forma líquida, y se constituyen en stocks, para ser lanzados nuevamente a la circulación. Proviene de ahorros corrientes, del desatesoramiento, de la depreciación corriente del capital fijo y de la creación de dinero adicional por parte de los bancos. Lo decisivo en la determinación de la tasa de interés es la facilidad con que refluyen los fondos realizados, y se vuelven a lanzar a la circulación para generar más plusvalor y acumular. Por eso los movimientos de la tasa de interés están vinculados al ciclo de negocios. La tasa de interés mayormente baja corresponde a los períodos de prosperidad o de altas ganancias; su ascenso corresponde a las fases de creciente tensión en la acumulación; alcanza su máximo durante las crisis, “época en la cual hay que tomar prestado para pagar cueste lo que cueste” (idem, p. 461); y se hunde durante la depresión, junto a la caída de la oferta y demanda de préstamos. Lógicamente entonces, la suba de la tasa de interés durante la crisis ejerce una punción negativa sobre la tasa de ganancia empresaria, que profundiza su caída y la crisis. Esta dimensión financiera de la crisis, que reaccúa sobre las condiciones de la producción de plusvalor, no debiera pasarse por alto.

Dos cuestiones aún importantes para lo que nuestro estudio de la crisis financiera actual.

En primer lugar, debe tenerse en cuenta que del hecho de que exista un fundamento de del interés en las inversiones productivas no se debe concluir que la tasa de interés no está influenciada por el conjunto de factores que inciden en la abundancia y provisión de fondos por parte de muchos sectores de la sociedad – rentistas, clases medias, políticas estatales, etcétera– y por el desarrollo de los sistemas de crédito y financieros en general.

En segundo lugar, y Marx pone especial énfasis en esto, la forma de circulación del capital dinero, esto es, del dinero que da dinero, genera la apariencia de que el dinero crece automáticamente. En la forma del capital a interés se ha perdido por lo tanto cualquier rastro de la fuente de la valorización:

“El capital aparece como la fuente misteriosa y autogeneradora del interés, de su propia multiplicación. La cosa (dinero, mercancía, valor) ya es capital como mera cosa; y el capital se manifiesta como mera cosa; el resultado total del proceso total de reproducción aparece como un atributo que recae de por sí en una cosa... En el capital que devenga interés, por consiguiente, este fetiche automático –el valor que se valoriza a sí mismo, el dinero que incuba dinero– se halla cristalizado en forma pura, en una forma en la que ya no presenta los estigmas de su origen” (idem, p. 500).

En toda burbuja financiera este fetiche alcanza su máxima expresión. Llega un punto en el que se piensa que los rendimientos de los activos financieros, y su precio, puede subir con independencia de la generación real de riqueza y de valor. Los ciclos de auge y caída están muy relacionados con esta cuestión.

Sobreacumulación y plétora del capital

La especulación en el mercado hipotecario de Estados Unidos de los últimos años hay que ubicarla en el marco de la plétora de capital que se produjo desde la salida de la recesión de 2001.

Siguiendo a Marx, digamos que una plétora de capital ocurre cuando se verifica una constante acumulación de capital dinero que busca invertirse en alguna clase de inversión que reporte interés, sin ser acompañada de una expansión paralela de la inversión y la actividad productiva. Este capital dinero “sobrante” puede ser absorbido por diferentes instrumentos, que le sirven de destino. Por ejemplo, Marx decía que durante años, y hasta 1816, la deuda pública había sido el medio principal que absorbía plusvalía excedente en Inglaterra. En las décadas posteriores fueron frecuentes las fiebres especulativas en acciones y bienes inmuebles. Actualmente, los títulos estatales, las acciones y otros títulos y obligaciones, y propiedad inmueble, constituyen esferas de inversión habituales para el capital dinerario “sobrante”.

Dado que sólo las emisiones iniciales, o primarias, de bonos o acciones por parte de las empresas significan un incremento del capital productivo real, durante períodos más o menos largos pueden producirse aumentos del valor de mercado de estos títulos, debidos a las corrientes de compra de títulos, que no se correspondan con aumentos de la capacidad de producir plusvalía. Masas de dinero entran al mercado financiero, inflando los precios de los activos; y los que realizan ganancias de capital buscan reinvertirlas, de manera que los precios de los títulos suben porque se compra, y se compran porque suben los precios. Por eso mismo

... [n]o cualquier incremento del capital dinerario prestable indica una acumulación de capital o una ampliación del proceso de reproducción verdaderas [Marx (1999) t. 3 p. 624].

Lógicamente, en estas coyunturas la tasa de interés baja.

Marx consideraba que una situación de plétora del capital tendía a producirse inmediatamente después de superada una crisis, cuando el capital de préstamo se halla inactivo en grandes cantidades, los precios de las mercancías se encuentran en su punto más bajo y la actividad industrial todavía no se ha recuperado; esto es, una circunstancia de oferta abundante de dinero y baja demanda de crédito. También podía haber una situación de plétora de capital en los primeros períodos de la recuperación económica, o como resultado de la mejora súbita de los mecanismos de crédito. Lo importante es destacar que este crecimiento del capital dinerario dispuesto a prestarse “no expresa un crecimiento del capital productivo” (idem, p. 628):

Mientras la escala de la producción siga siendo la misma, esta expansión sólo provoca la abundancia del capital dinerario prestable en relación con el capital productivo. De ahí el bajo tipo de interés (idem).

Es una acumulación de capital dinero que no se corresponde con una acumulación del capital real, y que puede incluso reflejar las dificultades que se encuentra para su inversión productiva:

... si esta nueva acumulación tropieza con dificultades en su aplicación, si choca con la falta de esferas de inversión, es decir si se opera una saturación de los ramos de producción y una sobreoferta de capital en préstamo, esta plétora de capital dinerario prestable no demuestra otra cosa que las limitaciones de la producción capitalista (...) La acumulación del capital de préstamo consiste, simplemente, en que el dinero se precipita como dinero prestable. Este proceso es muy diferente de la transformación real en capital; es sólo la acumulación de dinero en una forma en la cual puede ser transformado en capital (idem, p. 654).

Una situación de este tipo, aunque con características particulares, se produjo en los países capitalistas desarrollados a partir de la salida de la recesión de 2001, con la particularidad de que los problemas de la debilidad de la inversión tendieron a prolongarse.

Siguiendo a Ramos (2007), se puede afirmar que la razón de fondo de esta situación radica en una crisis de sobreacumulación del capital, que no desembocó sin embargo en una crisis clásica de liquidez. Es que el crecimiento económico de Estados Unidos a lo largo de la década de 1990 se caracterizó por un gran dinamismo de la inversión fija, en equipos y software. La inversión creció, entre 1992 y 2002 a una tasa anual del 8,7%: la inversión en equipos y software lo hizo a una tasa del 11,5%, y la no residencial del 7,5%. Se trató de una acumulación clásica “a lo Marx”, con crecimiento de la relación capital/trabajo. Medido a precio constante, el stock de capital creció un 25% entre 1994 y 2000, en tanto la ocupación lo hizo el 11%. A su vez, aumentó el monto de capital tomado en préstamo por los empresarios.

El crecimiento tendencial de la composición del capital erosionó la rentabilidad del capital. Esta erosión no se manifestó primero de manera directa en la tasa de ganancia, que alcanzó un pico máximo en 1997, pero sí en la ganancia marginal que, siempre según Ramos, descendió desde 1994 y se hizo negativa en 1997. A partir de ese año decrece la masa de beneficios, y la tasa desciende de manera marcada. Se trataba de un descenso por sobreacumulación de capital, típicamente “a lo Marx”.

Esta caída de la masa y tasa de ganancia está detrás de la caída bursátil de 2000 y lleva a la recesión de 2001. Sin embargo, gracias a los fuertes estímulos monetarios y fiscales –en el marco de una amplia financiación internacional– la recesión fue extremadamente suave. De manera que no se produjo una desvalorización del capital a gran escala, como “exige” una crisis provocada por sobreinversión. El grave peligro de una recesión con deflación –el tema de la deflación volvió a estar en la agenda de las discusiones del establishment económico– llevó a que todavía en 2003 la Reserva Federal bajara la tasa de interés al 1%, nivel en que la mantuvo hasta mediados de 2004. Por otra parte hubo fuerte presión bajista sobre los salarios.[12][12] De manera que junto a los estímulos monetarios y fiscales, la entrada de capitales extranjeros y la baja del dólar, se dieron los requisitos para que las ganancias de las corporaciones estadounidenses se recuperaran. Desde 2001 el sector corporativo no financiero ha tenido los mayores excedentes financieros desde los inicios de los noventa, constituidos por beneficios no distribuidos. Pero estos beneficios aumentados no se han volcado a la inversión. Contra lo que predicen muchos modelos “de manual”, esta baja tasa de interés no generó un aumento de la inversión. El gasto en instalaciones, edificios, maquinaria y software por parte de las empresas permaneció débil:

El gasto de capital de las empresas del S&P, por ejemplo, ha registrado un alza modesta en los últimos dos años después de dos años de declive, según datos de S&P (ídem).

La debilidad de la inversión también fue registrada por el FMI, el BIS y otros organismos oficiales.[13][13] Al respecto Ramos (2007) destaca

“...la fuerte desaceleración que se produce en el crecimiento de la composición orgánica a partir de 2001 así como la extraordinariamente débil recuperación que

experimenta el crecimiento del stock de capital a partir de 2002, sobre todo cuando se lo compara con la expansión registrada en el curso de los noventa” (p. 35).

Todo esto generó la plétora de capital que ayudó a mantener bajas las tasas de interés. En la literatura especializada se habla de un global saving glut, aunque no se trata propiamente de un exceso de ahorro, sino de una caída de la inversión, de la acumulación reproductiva del capital.

Al no dirigirse a la inversión, en parte estos beneficios han sido utilizados para pagar deuda. Así, en Japón, Francia y Alemania las empresas no financieras han achicado, en el agregado, su deuda. En otros países desarrollados alargaron el perfil de vencimiento de sus deudas, y el porcentaje de deuda de corto plazo sobre el total de la deuda ha descendido en casi todos ellos. Una parte de la masa de beneficios también estuvo invirtiéndose en comprar las propias acciones y en pagar dividendos. En Gran Bretaña, Italia y Estados Unidos las empresas han estado acumulando gran cantidad de acciones desde 2001 a la fecha. En Gran Bretaña, Canadá, Estados Unidos y Japón las empresas también acumularon líquido. La acumulación de cash como porcentaje de los activos totales durante 2001 al 2004 fue más del doble que durante 1996-2000. En noviembre de 2005 The Wall Street Journal informaba:

Actualmente, las compañías industriales del S&P 500 (que al no estar en el sector financiero no tienen que contar con grandes reservas) tienen más de US\$ 631.000 millones en efectivo en sus balances, según S&P. Este monto representa más del 7% del valor de mercado de estas compañías, el valor más alto desde 1998 (TWSJ 28/11/05).

También aumentaron los dividendos repartidos. Según el mismo diario, durante los primeros nueve meses de 2005 las compañías del Standard & Poor's 500 habían repartido US\$ 147.000 millones en dividendos, y habían gastado US\$ 231.000 millones en recompra de acciones. En algunos casos estos repartos de dividendos, o recompras de acciones, fueron impulsados por fondos de cobertura que tenían participaciones en las empresas, y buscaban hacerse de efectivo para especular en los mercados financieros.[14][14]

Las masas de capitales dinerarios se vieron aumentadas, además, por la caída de la inversión en los países asiáticos y los excedentes de los países petroleros. En los países asiáticos a partir de la crisis de 1997-1998 la inversión pasó de representar aproximadamente el 35% del PBI a poco más del 26% en 2005 (y fue aún más baja entre 1998 y 2004), a pesar de que los beneficios se recuperaron. Buena parte de esos excedentes se volcaron a Estados Unidos, en busca de inversiones lucrativas y seguras. Sólo China mantuvo una alta proporción de inversión. Pero el gobierno chino acumuló también grandes reservas –las reservas oficiales alcanzan 1,2 billones de dólares– que se colocaron en gran medida en títulos del Tesoro de Estados Unidos, y también en el mercado inmobiliario. Lo mismo sucedió con otros países asiáticos, que acumularon grandes reservas. Por ejemplo Tailandia tiene reservas, en 2007, que superan los US\$ 73.000 millones. Los países productores de petróleo también recibieron fuertes excedentes, que no estuvieron acompañados por un aumento paralelo de la inversión productiva en esos países.

Por último, también contribuyó a la plétora de capital el movimiento especulativo entre el mercado de Japón y Estados Unidos. Es lo que se conoce como carry trade y consiste en aprovechar los diferenciales de tasas de interés entre países. Entre 2001 y julio de 2006 el Banco de Japón mantuvo su tasa de interés de corto plazo

cercana a cero. Dado que en la zona del euro y en Estados Unidos las tasas de referencia eran más altas, grandes inversionistas –fondos de cobertura, fondos mutuos– se endeudaban en yenes para comprar activos nominados en dólares o euros. En la medida en que esta operación implicaba la depreciación del yen, las ganancias se hacían todavía mayores.

De conjunto entonces grandes masas de plusvalía buscaron colocaciones rentables, y constituyeron la base para la especulación y para inflar el crédito; que a su vez ayudó a mantener la economía, a pesar de la debilidad de la inversión. De esta manera, y como subraya Ramos, se evitó (o más bien, se postergó) la desvalorización de los capitales, que hubiera implicado una recesión aguda.

El casino especulativo

Después de la caída de las acciones tecnológicas en 2000, la bolsa de valores no parecía un destino atractivo. En consecuencia, uno de los dos principales canales hacia donde se canalizó esta plétora de capital fue el mercado hipotecario, y las fusiones y adquisiciones de empresas, motorizadas por las firmas de capital privado. Los bancos subieron sus apuestas en la medida en que bajaban los rindes de la deuda de los bonos corporativos y las comisiones que podían cobrar por los negocios. Crecientemente se lanzaron a tomar posiciones en activos cada vez más riesgosos. Lo mismo hizo el sector de los fondos institucionales. También los fondos de cobertura, rebosantes de las plusvalías que derivaban de la alta burguesía. Todo impulsó entonces a entrar en una vorágine especulativa.

Los fondos de cobertura, muchos de ellos promovidos por bancos, y otro tipo de fondos, incluidos los institucionales, se vieron inundados de efectivo buscando colocarse rentablemente, en el marco de bajas tasas de interés. En coyunturas semejantes, todos se lanzan a demostrar que su estrategia de inversión es la más rentable. Cuando un fondo está ofreciendo rendimientos anuales de, supongamos, el 12%, es muy difícil para la competencia ofrecer el siete o el ocho por ciento. En una fase de alza de los negocios, aunque sean especulativos, un fondo que no sigue la corriente –por ejemplo porque considera que las operaciones están adquiriendo un carácter demasiado riesgoso–, puede sufrir la salida de inversionistas, descontentos por los beneficios que se están perdiendo. Como alguna vez admitía un administrador de fondos de inversión (en una comunicación personal), lo más difícil de explicar a un inversionista sediento de ganancias es “por qué vendimos una posición, asegurando una ganancia tal vez del 10 o 15% anual, cuando el activo sigue subiendo y se pudo haber obtenido el 20 o 25%”.

Además, el hecho de que a los fondos de cobertura se les pague por sus desempeños hace que estén interesados en inflar el precio de sus activos, y ocultar en lo posible las pérdidas.

Por otra parte los modelos sobre manejo del riesgo dicen que el riesgo disminuye cuando baja la volatilidad de los precios, y la correlación entre los activos. Dado que luego de 2001 la volatilidad disminuyó (especialmente en el mercado accionario), los bancos encontraron una buena excusa para aumentar su exposición. Los modelos VAR (Value At Risk, o sea, valor en riesgo) determinan el monto de capital que los bancos deben dejar en depósito para cubrir sus operaciones en los mercados. Si el VAR de un banco aumenta, quiere decir que está tomando más riesgo. Desde 2001 los VAR de los grandes bancos americanos y europeos que operan en los mercados financieros ha estado subiendo. En febrero de 2004 The Economist informaba que el VAR de Goldman Sachs, por ejemplo, se había duplicado en los últimos años.

Cuando se produce la caída general de los precios, la necesidad de reponer los coeficientes de capital que exigen las regulaciones VAR implica que necesariamente se desatan reacciones en cadena, donde todos tratan de vender al mismo tiempo.

La titularización y la extensión de los mercados monetarios y de capitales debilitaron también las posibilidades de supervisión del banco central sobre el sistema. En el sistema tradicional el banco debía cumplir con ciertos requisitos a la hora de decidir en qué activos colocar el dinero de los depositantes, y hasta cierto punto esto podía ser supervisado por el banco central. Pero las titularizaciones que actualmente realizan los bancos son operaciones “por fuera de balance”, que no están controladas por el banco central. En este respecto los balances de los bancos –así como de otras instituciones– ya no proveen información suficiente sobre su verdadero estado financiero.

Además, el crecimiento de los créditos estructurados implica que nadie sabe bien qué está comprando, ni cómo se evalúa el riesgo. Cuando alguien compra un tramo senior o super senior de CDO que tienen como colaterales otros ABS, o CDS, no puede calcular qué valor real está adquiriendo. El problema se agrava porque es de interés de los managers de las firmas que organizan estas operaciones ocultar la verdadera naturaleza de lo que están haciendo. No olvidemos que ganan por administrar fondos, y además por presentar ganancias, aunque éstas estén infladas y sean puramente nominales. Por eso también se da el caso de que se organizan CDO con los tramos junior de las carteras. Todo consiste en lograr que las calificadoras de riesgo califiquen con buen rating (triple A o doble A) los tramos senior de las nuevas emisiones. Estos tramos entonces pagan una tasa menor, en tanto el organizador del CDO se queda con las tasas mayores que se pagan por los tramos junior subyacentes. Una linda operación de piratas financieros. Según J. P. Morgan, en 2006 aproximadamente US\$ 244.000 millones en CDO estaban respaldados por ABS emitidos en Estados Unidos, de los cuales US\$ 98.000 millones eran CDO respaldados por ABS mezzanine. En su mayoría se trataba de tramos de MBS, o sea, colaterales hipotecarios, en su mayoría derivados de préstamos subprime (de baja calificación crediticia, véase infra).

Por lo tanto aquí entran en juego las calificadoras de riesgo, que cobran por decir a los inversionistas cuánto riesgo se encierra en una inversión. Las calificadoras juegan un rol fundamental porque, por un lado, justifican que se baje la tasa que se puede ofrecer por un título; no debe olvidarse que buena parte del negocio consisten en quedarse con la diferencia entre lo que pagan los tramos senior, y lo que rinden los activos subyacentes. Pero además su papel es esencial para que puedan entrar en la inversión los fondos institucionales, como los fondos de pensiones, los fondos universitarios y semejantes. Estos fondos no tienen permitido, por ley, colocar dinero en activos calificados como riesgosos. Cuando una calificadora otorga a un tramo CDO una buena calificación, habilita entonces la entrada de los fondos institucionales. En los tiempos de vacas gordas y alta especulación, todo el mundo está interesado en que las cosas funcionen de esta manera. El organizador de la titularización, porque amplía el radio de sus negocios, y justifica los spreads que cobra. El fondo institucional porque quiere elevar la rentabilidad de sus inversiones; lo cual es esencial en períodos en que las tasas están bajas, y existe una presión constante por elevar la tasa de valorización. Y por último, también hay un interés concreto de las propias calificadoras, que cobran jugosas comisiones por sus trabajos. Por caso, entre 2002 y 2006 Moody's obtuvo más de US\$ 3.000 millones por calificar valores basados en préstamos hipotecarios. De manera que los agentes colocadores de los bonos colateralizados por hipotecas actuaron junto a firmas calificadoras, para decir a los inversores que estaban

colocando el dinero en activos seguros. Más que algún interés en análisis científicos, lo que prevalecía aquí era una lógica de lobby y enriquecimiento. Y la complejidad de las operaciones en juego ayudaba a disimular el verdadero contenido del asunto. Así, Standard & Poor's aseguraba que las hipotecas subprime no tenían más riesgo que las hipotecas tradicionales. Otras calificadoras, como Moody's, Investors Service, Fitch Ratings, también daban calificaciones excelentes a esos valores, poniéndolos casi al nivel de seguridad de los bonos del Tesoro. Recién en julio de 2007, ante el inocultable desplome de los créditos hipotecarios, Moody's, Standard & Pools y otras calificadoras anunciaron rebajas en las calificaciones de centenares de bonos respaldados por préstamos hipotecarios.

Fondos de capital y fusiones

Además de las inversiones hipotecarias, que veremos enseguida, el canal hacia el que se derivó el capital dinerario excedente fueron las compras de empresas, motorizadas por los fondos de capital privado. A diferencia de los fondos de inversión, que compran y venden acciones en los mercados bursátiles, los fondos de capital privado usan el dinero de los inversionistas para comprar participaciones directas en las empresas. Algunos de estos fondos americanos están manejados por firmas como Hicks Muse, Tate & Furst, Advent International Corp. y JP Morgan, y realizan operaciones altamente apalancadas. Un ejemplo ilustrativo lo constituye la compra de Qwest Communications International Inc., una empresa de telecomunicaciones estadounidense que estaba altamente endeudada, y fue adquirida en agosto de 2002 por firmas de capital privado. Estas firmas pagaron US\$ 7.000 millones, de los cuales US\$ 5.500 millones eran prestados.

Los fondos ponen a trabajar a la empresa adquirida, y con las ganancias que produce pagan a los prestamistas. En el caso de Qwest, en 15 meses habían recuperado la inversión. A partir de este éxito, los negocios se multiplicaron. La abundancia de dinero permitía financiar con facilidad las compras de empresas en problemas, a precios baratos. A diferencia de las compras apalancadas que se realizaban en las décadas de 1980 y 1990, y como hemos adelantado, los fondos de capital evitan los mercados accionarios. Con esto buscan eludir las regulaciones y el escrutinio de fiscales, accionistas o medios de comunicación. El objetivo es salvar cualquier obstáculo que pueda interponerse para llevar adelante despidos de trabajadores, reformas de los regímenes laborales, cierre de las secciones de las empresas que no son rentables. Por eso sacan a las empresas de la bolsa, las reorganizan aumentando la presión sobre el trabajo, y luego las vuelven a la bolsa como compañías más rentables. Es una expresión depurada de la presión del capital financiero por elevar la extracción del plusvalor.

Hacia 2006 el volumen de este tipo de compras "hacía palidecer la ola de compras de los años ochenta" (The Wall Street Journal Americas 7/08/07). Y a medida que crecieron las posibilidades de ganancias, aumentó el apetito de grandes bancos por intervenir en estas operaciones. Los bancos organizan el préstamo a los fondos, para colocar a su vez esa deuda a inversionistas. Esto es, los bancos, además de asesorar a las firmas de capital privado, comprometen fondos en los préstamos; luego titularizan esos activos y venden la deuda a inversores. Todo funciona muy bien en tanto puedan colocar esa deuda. Pero si los inversionistas no compran la deuda, los bancos se quedan con los activos que pretendían revender.

Mercado inmobiliario y teoría marxista

Una de las características de la economía de la última década ha sido el impresionante auge de los precios de las casas y bienes inmobiliarios en general. Según datos que tomamos de The Economist, el índice S&P/Case-Schiller de precios de viviendas de Estados Unidos alcanzó su máximo en 2006, subiendo un 134% en los diez años anteriores. En Francia, Suecia y Dinamarca ocurrieron alzas similares durante la última década, y en Gran Bretaña, Australia, España e Irlanda los incrementos fueron aún mayores.

Algún intérprete, ingenuo, de la teoría de Marx podría pensar que esta alza debería de reflejar cambios muy profundos en los tiempos de trabajo socialmente necesarios para la construcción de casas. Sin embargo la cuestión es más compleja, porque lo que subyace a esta alza es la renta de la tierra, y más en particular, la renta de la propiedad inmobiliaria urbana.[15][15] Como explica Harvey, siguiendo a Marx, dado que la tierra no es producto del trabajo, no puede tener valor; pero el propietario de la tierra –y esto se aplica al propietario de una casa– puede percibir una renta anual por la misma, que se puede considerar como el interés por algún capital ficticio. Para el propietario esta renta no difiere, en principio, de la renta que le dan activos financieros como bonos o acciones, y el precio de la tierra entonces se calcula de la manera que ya hemos indicado, esto es, a partir de la capitalización de esa renta, con una tasa de interés. Por lo tanto cuando bajan las tasas de interés, el precio de las propiedades inmuebles tiende a subir. Por eso Harvey explica que la tierra

“... llega a ser una forma de capital ficticio y el mercado de tierras funciona simplemente como una rama particular –aunque con características especiales– de la circulación del capital a interés. Bajo esas condiciones se trata a la tierra como un puro bien financiero que se compra y se vende según la renta que produce. Como todas las demás formas de capital ficticio, lo que se compra y se vende es un derecho a un ingreso futuro, lo cual significa un derecho sobre utilidades futuras por el uso de la tierra, o más directamente, un derecho al trabajo futuro” [Harvey (1990) p. 350].

A medida que se desarrolla el sistema de crédito, más y más la tierra y las propiedades inmuebles se tratan como bienes financieros. Cuanto más capital excedente haya,

“...más probable será que la tierra sea absorbida al interior de la estructura de circulación del capital en general” (ídem, p. 351).

Si bien los pasajes anteriores están referidos a quienes compran propiedades con el fin de sacar una renta de ellas, el principio se aplica a todo comprador, esto es, también a aquellos que adquieren una vivienda con el fin de vivir en ella. En la medida en que suben los precios, los trabajadores que compran viviendas, o que pagan alquileres, están obligados a destinar una parte cada vez mayor de sus salarios a la vivienda. Toda la propiedad está sometida a la misma ley que rige para los activos financieros, de la misma manera que la tasa de interés se explica por el principio de la plusvalía, con independencia de que haya mucha gente que saca préstamos con fines de consumo. Por esto mismo los movimientos de la tasa de interés imponen fuertes oscilaciones en los precios de la tierra, y de las propiedades inmuebles. Los movimientos especulativos son inherentes a la naturaleza de una mercancía cuya esencia es otorgar un derecho a la renta que produce. Harvey recuerda que Marx incluso presenta un ejemplo que se vincula muy directamente con la crisis que estamos tratando:

“En el caso de la construcción de casas en las ciudades que crecen rápidamente, dice Marx, la ganancia que se obtiene por construir es sumamente pequeña, ‘sus principales ganancias salen de las subidas de las rentas’ de tal manera que ‘la renta de la tierra, y no la casa, es el objetivo real de los especuladores de la construcción’” (ídem, p. 370).

La empresa constructora de las casas recibirá, tendencialmente, una ganancia acorde con la tasa general de ganancia; pero los capitales financieros que invierten en el desarrollo de construcciones urbanas podrán recibir no sólo el interés, sino también las ganancias provenientes de la valorización de la tierra y de la propiedad, a partir del desarrollo de espacios ciudadanos nuevos. De aquí que los títulos de propiedad de estos inmuebles se intercambien libremente, a medida que se desarrollan los mercados “como un bien financiero puro” (ídem, 399).

Todo esto da lugar a burbujas y especulaciones desenfrenadas, en la medida que el dinero excedente se vuelque a la construcción “de pirámides de títulos de deudas”.

“La circulación de títulos que dan derecho al trabajo futuro es inherentemente especulativa. Todo el sistema de relaciones sobre el cual está basada la producción de configuraciones espaciales en el ambiente construido suele facilitar, y en ocasiones exacerbar, los ataques de loca especulación a los cuales está propenso cualquier sistema de crédito” (ídem, 400).

Pero estas “orgías especulativas” también se convierten, periódicamente, “en fuente de destrucción para el propio capital” (ídem, p. 372). Es que en la medida en que no exista una verdadera producción de plusvalía, las valorizaciones de los activos que dan derecho al trabajo futuro se derrumban.

Burbuja hipotecaria y crisis financiera global

Lo explicado hasta aquí sirve para poner en evidencia la lógica de la especulación financiera e inmobiliaria de los últimos años. Los mecanismos de titularización de los créditos hipotecarios ampliaron las posibilidades para que la inversión inmobiliaria siguiera la lógica del capital dinerario en general. La tesis de que la diversificación disminuía el riesgo potenció su expansión al segmento del mercado subprime, constituido por hipotecas de alto riesgo porque son entregadas a deudores con poca calificación para los créditos. Esto significa que a un deudor se le piden menos requisitos de ingresos, garantías o antecedentes de comportamiento crediticio para sacar una hipoteca. A medida que bajaron los rendimientos de las tasas de interés, y subieron los precios de las propiedades y los alquileres, fondos de cobertura y otros inversores se lanzaron más y más a la compra de títulos respaldados por hipotecas, no sólo en los tramos senior, sino también en los equity y mezzanine, asumiendo que, después de todo, nunca vendría un default “en serio”. O, que en última instancia, y como ha sucedido en otras oportunidades, la Reserva Federal y las autoridades monetarias europeas o japonesas intervendrían para salvar el sistema. Es lo que se llama en la literatura el problema de “riesgo moral”. En consecuencia, y de manera creciente, todos fueron arrastrados por la vorágine. El fetiche del capital dinero alcanzaba una vez más, su máxima expresión.

El mercado hipotecario subprime creció a tasas muy altas. Según Lehman Brothers, en 2001 se originaron US\$ 52.000 millones en estos créditos, en 2005 la cifra ascendía a US\$ 400.000 millones. Ese año el mercado de MBS llegaba a casi US\$ 3 billones, lo que representaba aproximadamente la tercera parte de todo el mercado de bonos. En enero de 2007, según el FMI, el mercado alcanzaba US\$ 5,8

billones; el mercado subprime comprendía el 14% del total, en tanto que el mercado conocido como Alt.A, de calidad mayor que el subprime, pero menor que el prime, el 12%. Esto es, el 26% del mercado era non-prime. Según algunos estudios publicados por el FMI, en 2006 sólo el 36% de las nuevas hipotecas que se originaban eran préstamos conforming, esto es, que cumplían con los requisitos que exigían las instituciones respaldadas por el gobierno. Muchos préstamos se realizaban, además, con tasas ajustables, por las cuales en los primeros años la tasa de interés es baja, pero luego sube rápidamente.

Animados por las expectativas de grandes ganancias, en los últimos años también muchos inversores internacionales entraron en el mercado hipotecario, en Estados Unidos, Europa y Asia. Según el FMI, a mediados de 2006 los inversores no estadounidenses poseían valores por US\$ 850.000 millones. Incluso se piensa que China compró deuda de las agencias semipúblicas hipotecarias estadounidenses Fannie Mae y Freddie Mac, que cuentan con respaldo del gobierno de Estados Unidos.

Indudablemente para sectores importantes de la clase trabajadora el proceso implicaba una caída de sus salarios reales, ya fuera por el aumento de los alquileres, o de los intereses de los créditos hipotecarios. En Estados Unidos un tercio de la población paga alquileres. De acuerdo a un estudio de American Housing, en 1997 el ingreso medio anual, neto, del ocupante propietario de casa era de US\$ 43.480, contra US\$ 22.834 del que alquilaba.[16][16] Y en los diez últimos años la situación evolucionó para peor. Claramente, para millones de personas en América o Europa se trataba de “la sartén o el fuego”, porque la única forma de salir de la esclavitud del alquiler creciente era intentando la aventura de comprar la casa propia, endeudándose a tasas que nadie podía prever cómo evolucionarían. En lo que respecta a los trabajadores propietarios, el aumento de los precios de sus casas no mejoraba un ápice el nivel de su canasta real. Si se veían beneficiados los sectores de las clases medias acomodadas, propietarias de casas en alquiler –a comienzos de la década se calculaba en 35 millones las casas en alquiler– que tomaban créditos para comprar casas que se pagarían “solos” con los alquileres... en tanto los alquileres pudieran cubrir las devoluciones de los préstamos.

Naturalmente la sobre expansión crediticia ayudó a mantener alta la demanda y la economía en Estados Unidos –y en otros países, como España– a pesar de que la inversión no se había recuperado. Esto ayudó a mantener un elevado nivel de empleo, especialmente en Estados Unidos, lo que contribuyó también a sostener la demanda en el mercado inmobiliario. La globalización financiera ayudó a inyectar fondos que impulsaron la sobreacumulación en el sector de la construcción de Estados Unidos. Además de los fondos de cobertura, agencias financieras y fondos institucionales, entraron en el negocio muchos grandes bancos americanos, como Citigroup, y las poderosas casas de Wall Street, como Lehman Brothers Holdings, Goldman Sachs, Bear Stearns. También bancos internacionales, como BNP Paribas, el mayor banco de Francia.

Un caso característico que ilustra cómo se operó es el de IKB Deutsche Industriebank AG, de Dusseldorf, un banco que tradicionalmente se había dedicado a otorgar préstamos a empresas alemanas. En 2002 este banco comenzó a diversificarse, comprando bonos a los mayores bancos del mundo, e invirtiendo en el mercado hipotecario de Estados Unidos. A través de una filial, el banco compró valores en renta fija –muchos respaldados por hipotecas subprime– por US\$ 19.300 millones. Para comprar estos valores la filial de IKB tomaba deuda de corto plazo. Para lo cual debía renovar periódicamente la colocación de sus papeles comerciales.

El papel comercial de la sucursal del IKB se consideraba seguro, debido a que estaba respaldado por los activos hipotecarios que compraba la empresa. El banco, además, era considerado un verdadero modelo de “diversificación exitosa” y de habilidad para la generación de carteras redituables.

Sin embargo el crédito no puede solucionar los problemas de fondo que atraviesa la acumulación capitalista, ni sostener indefinidamente la bonanza. Es parte de la ilusión, derivada del fetichismo de las finanzas y frecuente en algunos sectores de izquierda, pretender que una economía puede mantenerse indefinidamente en base al crédito. Mientras los precios de las propiedades subían, los prestatarios que enfrentaban dificultades podían vender sus casas y cancelar sus hipotecas. Las tasas bajas ayudaban, además, a mantener los flujos. Pero progresivamente el mercado comenzó a experimentar la acumulación de stocks de casas sin vender, las tasas comenzaron a subir, la suba de precios de las propiedades inmobiliarios se detuvo y comenzó a revertirse, y las dificultades entonces se hicieron evidentes. Desde finales de 2005 la tasa de inicio de construcciones en Estados Unidos comenzó a bajar, y la ratio de inventarios de casas no vendidas sobre ventas en 2006 ya había aumentado a niveles que no se veían desde inicio de la década de 1970, cuando se produjo otra gran crisis en el sector. Los precios de las viviendas se desaceleraron claramente desde 2006. Y a fines de ese año también cayó la inversión, a pesar de que estaba subiendo la utilización de capacidad, los beneficios eran altos y la tasa de interés baja.

Ahora, todo lo que había contribuido a mantener boyante al mercado, se dio vuelta. Los mercados de títulos que se creían líquidos, comenzaron a secarse; en especial los títulos que tienen como colaterales las hipotecas subprime y los mercados de papeles comerciales se demostraron altamente ilíquidos. También hay iliquidez en los mercados que financiaron en los últimos años las compras apalancadas de empresas. Se calcula que actualmente hay unos US\$ 200.000 millones comprometidos por los bancos para acuerdos de compras, que no pueden colocarse en los mercados de deuda por la renuencia de los inversionistas.

Por otra parte, en la medida en que la caída en el sector de la construcción, y en la esfera financiera, se traduzca en aumento de la desocupación y recesión económica, se incrementarán las dificultades para recuperar los créditos; en ese caso será de esperar nuevas quiebras, con mayores repercusiones sobre la economía en general. Como recuerdan Case, Glaeser y Parker (2000) la reversión del boom inmobiliario de los ochenta contribuyó a la desaceleración económica de fines de 1980 y comienzos de la siguiente década.

A partir de mitad de 2006 la economía de Estados Unidos se desaceleró, de un crecimiento anual del 4% al 2% en la segunda mitad, y al 1,25% en el primer trimestre de 2007. La inversión corporativa se redujo fuertemente, y de hecho fue negativa en el último trimestre de 2006. Si bien el crecimiento económico del segundo trimestre de 2007 repuntó al 3,4%, los indicadores de creación de empleo han comenzado a dar negativo, y sigue habiendo pesimismo acerca de las perspectivas.

En cuanto a la dinámica de la crisis financiera, fue rápida y afectó rápidamente a todos los activos. El 15 de junio de 2007 Moody bajó la calificación de 131 títulos respaldados por préstamos hipotecarios. Cinco días después se anuncia que dos fondos de cobertura, manejados por Bear Stearn, estaban a punto de cerrar, con exposiciones en títulos respaldados con hipotecas por US\$ 20.000 millones. El 10 de julio S&P ponía calificaciones negativas a títulos hipotecarios por valor de US\$

7.000 millones. Los informes negativos sobre ventas de casas y de pérdidas de empresas constructores agravaron las cosas, y muchas firmas fueron llamadas a reponer garantías. Pero esto paralelamente producía un corrimiento hacia los títulos más seguros por lo que los mercados se volvieron ilíquidos. Ante la crisis el oro también se presenta como un refugio de liquidez.[17][17] Los inversionistas en el mercado monetario –en papeles comerciales de empresas– dejaron de abastecerlo, para volcarse a los bonos del Tesoro. Los fondos apalancados que habían apostado a los títulos hipotecarios, se encontraron rápidamente en dificultades. Como también los bancos que habían apostado a los fondos. En julio comenzaron a caer Wall Street y las bolsas alrededor del mundo, poniendo más presión. A fines de mes la crisis financiera se expandía internacionalmente, afectando a fondos amparados por los bancos. Aumentó el nerviosismo acerca de la situación de grandes bancos de Alemania, Francia e Inglaterra. El 9 de agosto el Banco Central de Europa inyectó € 94.800 millones en el mercado interbancario, y la Reserva Federal US\$ 24.000 millones. En los días que siguieron, se volvió a inyectar fondos, y la Reserva Federal bajó la tasa de interés. Pero la desconfianza en los mercados continuó. El dato de septiembre sobre creación de empleos en Estados Unidos dio negativo (destrucción neta de 4.000 empleos). El 18 de septiembre la Reserva Federal recortaba medio punto porcentual la tasa de referencia, en un intento por evitar que la crisis inmobiliaria arrastrara a la economía a la recesión.

De nuevo es ilustrativo de la dinámica de la crisis el caso de IKB. Cuando estalló la crisis en el mercado hipotecario en Estados Unidos, IKB se encontró de buenas a primeras con que no podía colocar sus papeles comerciales, y no tenía manera de afrontar sus compromisos. IKB debió ser socorrido por el gobierno y otros bancos alemanes, porque de lo contrario entraba en cesación de pagos. Los bancos alemanes debieron entrar en el rescate porque la caída del IKB los amenazaba a ellos mismos, y al sistema de conjunto. ¿No era que el riesgo estaba diversificado?

Algo parecido sucedió con otros bancos europeos. Los mercados de créditos hipotecarios europeos también empezaron a complicarse, de nuevo con repercusiones para el conjunto de las economías. El Banco de Francia tuvo que salir a auxiliar al Paribas. En Gran Bretaña cayó la compañía de préstamos hipotecarios Northern Rock, y otras grandes financieras vieron desplomarse los precios de sus acciones, y temen también sufrir un retiro de depósitos. En España el mercado hipotecario se está contrayendo rápidamente, repercutiendo también en sentido negativo en la economía.

A modo de conclusión

No toda crisis financiera deriva linealmente en una caída de la producción, y de la economía en general. A lo largo de la historia del capitalismo ha habido crisis financieras que han estallado “en la superficie”, sin afectar a la acumulación y actuando hasta cierto punto como depuradoras de las burbujas. No puede descartarse que ocurra lo mismo con la actual crisis. De todas maneras, y como ha señalado Ramos (2007), el telón de fondo sobre el que se desarrolla es una situación de sobreacumulación del capital, que no ha sido eliminada por la recesión de 2001. Los mecanismos financieros, por otra parte, no pueden impedir que ocurra una desvalorización masiva de los capitales. Por lo que se ha explicado, la transmisión del riesgo sólo permite expandir las ondas que se desatan a partir de la implosión de los valores en algún lugar de los circuitos del capital mundializado. Naturalmente, las ingenierías financieras tampoco pueden remediar las fallas que se producen en la generación y realización de plusvalía. Si las contradicciones que derivan de la sobreacumulación del capital se traducen en una baja del plusvalor,

el cambio de manos de títulos y derivados, por más frenético que sea, no tiene forma de generar nuevo valor. La validación última de los capitales está en el éxito que tenga el proceso de explotación del trabajo, y de realización del valor. La plétora del capital y la extensión del crédito no han remediado los problemas de fondo; sólo los han postergado, para hacerlos más globales y más amenazantes.

Bibliografía:

Además de *The Economist* y *The Wall Street Journal Americas*, citados, los datos empíricos básicos fueron tomados de:

BIS: Annual Report; varios números.

BIS: Quaterly Review; varios números.

BIS: Committee on the Global Financial System; informes varios.

FMI: World Economic Outlook varios números

FMI: Global Financial Stability Report varios número.

Bibliografía citada:

Case, K. E.; E. L. Glaeser y J. A. Parker (2000): "Real Estate and Macroeconomy" *Brookings Papers on Economic Activity* vol. 2000 pp. 119-162.

Edwards, F.R. (1999): "Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management" *Journal of Economic Perspectives* vol. 13 pp. 189-210.

Ellis, L. y K. Smith (2007): "The global upward trend in the profit share" Working Paper 2.31 BIS.

Harvey, D. (1990): *Los límites del capitalismo y la teoría marxista* México, FCE.

Itoh, M., y C. Lapavitsas (1999): *Political Economy of Money and Finance* London, Macmillan

Marx, K. (1999): *El Capital* Madrid Siglo XXI.

Moëc, G. y L. Frey (2006): "Global imbalances, saving glut and investment strike" Occasional Paper N° 1, February, Banque de France.

Ramos, A. (2007): "Crisis, valor y temporalismo en la teoría de Marx" Departamento de Economía Aplicada V, Universidad Complutense, Madrid, 2007.

Shaikh, A. (1991): *Valor, acumulación y crisis. Ensayos de economía política* Bogotá, Tercer Mundo Editores.

Scholes, M. S. (2000): "Crisis and Risk Management" *American Economic Review* vol. 90 pp. 17-21.

[1][1] Quiero agradecer a Nicolás Salvatore por las observaciones y correcciones a una versión previa de este trabajo. Por supuesto, los errores que subsisten son de mi entera responsabilidad.

[2][2] En lo que sigue vamos a utilizar siglas en inglés que son comunes en la literatura especializada.

[3][3] Libor es la London Borrowing-Offer Rate, o sea, la tasa interbancaria de Londres. Se establece promediando las tasas a que toman dinero prestado en el interbancario los 16 bancos mejor calificados (top-rated) del mundo.

[4][4] Este último ejemplo lo utilizaremos para explicar el caso concreto de actividad especulativa, en 1997 y 1998, del fondo de cobertura LTCM.

[5][5] Cuando se trata de futuros de tasas de interés, quien se protege contra una posible alza vende futuro; y quien se quiere proteger contra una posible baja, compra futuro. Pero no es importante entrar en estos detalles para entender lo que sigue.

[6][6] Una forma típica de operar es mediante lo que se llama un repo inverso (general-collateral-reverse repurchase agreement). Un repo es una operación en la que acuerda vender y luego recomprar un título; esencialmente es una forma de tomar préstamos ofreciendo el título como colateral. La tasa a la que se toma prestado el dinero está dada por la diferencia entre el precio al que se vende y se recompra el título. Un repo inverso consiste en una operación en la que se acuerda revender el título a un cierto precio. Ahora el especulador que toma prestado, por ejemplo bonos del Tesoro de Estados Unidos, acuerda revenderlos a un precio menor que el que paga por comprarlos. El repo inverso se puede utilizar para especular con la baja, vendiendo corto.

[7][7] Por supuesto, los principales perjudicados son los trabajadores que, en Estados Unidos, además de quedarse sin empleo, pierden por lo general los aportes para sus jubilaciones, que pueden haber estado realizando durante toda su vida.

[8][8] Por ejemplo, seis de las mayores 20 firmas que cotizan en Wall Street son principalmente financieras, y una séptima, General Electric, está fuertemente relacionada con las finanzas.

[9][9] Para describir la operatoria de LTCM nos basamos en Edwards (1999).

[10][10] Lo que supone que haya un grupo social que es no poseedor de medios de producción, y es libre para vender su fuerza de trabajo

[11][11] Esta cuestión es subrayada por Itoh y Lapavistas (1999).

[12][12] Ellis y Smith (2007) registran que hubo un ascenso de largo plazo, a partir de mediados de la década de 1980, de la participación de los beneficios en el ingreso de los países desarrollados. Como contrapartida, la participación de los salarios es inusualmente baja. Los autores destacan que la magnitud y extensión del fenómeno no tiene precedentes en los últimos 45 años. Por su parte el Informe Anual del BIS de 2006 dice que la participación de los salarios en la economía de conjunto, bajó un 5% en los últimos treinta años. Aumentó la productividad por aumento del capital fijo y progreso tecnológico, y se redujo el poder de negociación de los sindicatos. Según la OCDE, la participación de los salarios en el ingreso del

sector privado de los Estados Unidos cayó del 73 al 63% en el último cuarto de siglo.

[13][13] Véase también Möec y Frey (2006).

[14][14] “Este año, por ejemplo, el inversionista neoyorquino Carl Icahn ha presionado públicamente a Blockbuster Inc. y Time Warner Inc. En Blockbuster ha hecho lobby para obtener dividendos más altos al paso que en Time Warner ha pedido un plan de recompra de acciones más agresivo. El fondo de cobertura Icahn tiene participaciones importantes en ambas compañías” (The Wall Street Journal Americas 28/11/2005).

[15][15] En lo que sigue nos basamos en Harvey (1990), capítulos 11 y 12.

[16][16] Citado en Case, Glaeser y Parker (2000).

[17][17] El 20 de septiembre el precio del oro superaba los US\$ 738, el nivel más alto desde enero de 1980. En tiempos de desconfianza y crisis, “la bárbara reliquia” vuelve a aparecer como refugio último del valor. La suba del precio del oro significa la caída del valor del dólar. En otros escritos hemos discutido explicado las razones de la persistente vigencia del rol monetario del oro, a partir de la teoría del valor de Marx.



Información disponible en el sitio ARCHIVO CHILE, Web del Centro Estudios “Miguel Enríquez”, CEME: <http://www.archivochile.com> (Además: <http://www.archivochile.cl> y <http://www.archivochile.org>).

Si tienes documentación o información relacionada con este tema u otros del sitio, agradecemos la envíes para publicarla. (Documentos, testimonios, discursos, declaraciones, tesis, relatos caídos, información prensa, actividades de organizaciones sociales, fotos, afiches, grabaciones, etc.)

Envía a: archivochileceme@yahoo.com y ceme@archivochile.com

NOTA: El portal del CEME es un archivo histórico, social y político básicamente de Chile y secundariamente de América Latina. No persigue ningún fin de lucro. La versión electrónica de documentos se provee únicamente con fines de información y preferentemente educativo culturales. Cualquier reproducción destinada a otros fines deberá obtener los permisos que correspondan, porque los documentos incluidos en el portal son de propiedad intelectual de sus autores o editores. Los contenidos de cada fuente, son de responsabilidad de sus respectivos autores, a quienes agradecemos poder publicar su trabajo. Deseamos que los contenidos y datos de documentos o autores, se presenten de la manera más correcta posible. Por ello, si detectas algún error en la información que facilitamos, no dudes en hacernos llegar tu [sugerencia / errata](#)..