

Una crisis financiera estructural

A structural financial crisis

Pierre Salama

Profesor de las universidades Centre d'Économie de Paris-Nord (CEPN), CNRS, UMR 7115.

Correo electrónico: pierre.salama@univ-paris13.fr

Página web: <http://perso.wanadoo.fr/pierre.salama/>

Fecha de recepción: agosto 2009

Fecha de aceptación y versión final: noviembre 2009

Resumen

El autor sostiene que la crisis económica que estalló a mediados del 2008 en los países industrializados y que rápidamente contagió a todas las economías del mundo, no tiene un origen exclusivo en las desregulaciones del mercado financiero. Aunque estas sin duda han precipitado y amplificado la crisis, es fundamental considerar la globalización financiera y comercial que ha marcado los regímenes de crecimiento económico. Es esta globalización la que ha provocado la deslocalización de la producción –en favor de China– y una consecuente pérdida de empleos y atonía de los salarios. Desde esta perspectiva terminar la crisis requerirá más que una reestructuración de la arquitectura financiera, será necesario modificar la desregularización financiera y comercial.

Palabras clave: crisis económica, desregulación financiera, globalización financiera, globalización comercial, Latinoamérica.

Abstract

The author maintains that the economic crisis that broke out in mid-2008 in industrialized countries and quickly spread to economies throughout the world does not have its origins solely in deregulation of the financial market. Though this clearly precipitated and has broadened the crisis, it is essential to consider the financial and commercial globalization that has marked regimes of economic growth. This is the globalization that has provoked the dislocation of production –in favor of China– and the consequent loss of jobs and stagnation of salaries. From this perspective, an end to the crisis will require more than a restructuring of financial architecture; what will be needed is change in financial and commercial deregulation.

Key words: economic crisis, financial deregulation, financial globalization, commercial globalization, Latin America.

Globalización comercial y financiera

La crisis actual es la más profunda desde la que tuvo lugar en los años 1930. Lamente desde hace algunos años, la crisis financiera se desarrolló con fuerza durante el segundo semestre 2008. El efecto de contagio fue particularmente potente y el conjunto de las economías en el mundo ha sufrido sus efectos. En primer lugar fue afectado su sistema financiero y, luego, muy rápidamente, su tejido industrial. Los PIB conocieron tasas de crecimiento negativas o fuertes desaceleraciones, y el desempleo aumentó fuertemente en todas partes. Sin embargo, desde el segundo semestre de 2009 se decanta la ilusión según la cual sería posible reanudar el crecimiento de modo durable y sostenible, sin proyectar una nueva arquitectura financiera. Estas ilusiones emergen debido a una nueva recuperación del mercado bursátil¹, a un cierto retorno de los beneficios en las instituciones bancarias y financieras, a los intentos de estas últimas de escapar a los controles del Estado desendeudándose de él, al nuevo pago consecutivo de bonos astronómicos a los *traders* y finalmente, a la ligera mejoría económica en numerosos países y al crecimiento todavía elevado de China. Según numerosos pronósticos, el retorno a un crecimiento durable debería tener lugar desde el último trimestre de 2009 o hacia los inicios de 2010. A la inversa, otros economistas, más lúcidos, recordando que la crisis de los años 1930 duró casi una década, insisten en el *perfil* de la crisis que, en vez de tener una forma en V o en L, debería tener una evolución en forma de WW o en VL.

Más allá de estas interrogantes acerca de la duración de la crisis y de su ciclo, la pregunta principal es saber si la crisis tuvo un origen

financiero *stricto sensu* o si las globalizaciones comercial y financiera condujeron o no a modificaciones radicales –diferentes según los países– de las condiciones de valorización del capital. La hipótesis que hacemos aquí es que la crisis no se debe a las disfunciones de los mercados financieros internacionales en los países industrializados. Ciertamente están lejos de ser anodinas y el auge de productos financieros cada vez más complejos en los últimos 10 o 15 años las han acrecentado sensiblemente². Pero estas disfunciones, aunque considerables, no explican la crisis y su gravedad, solamente la han precipitado y amplificado.

Si esta perspectiva de análisis sobre la crisis es pertinente, entonces una simple modificación de la arquitectura financiera (productos menos riesgosos, mayor transparencia, una legislación que apunte a limitar y controlar la actividad de las instituciones financieras, la reintroducción en los balances de los bancos de actividades inscritas fuera del balance, etc.) no bastará para paliar *durablemente* la crisis financiera transformada hoy en día en crisis económica generalizada. La desregularización financiera, la globalización financiera y comercial han marcado profundamente los regímenes de crecimiento. Hoy en día son ellos los que están en crisis. *Terminar con la crisis dependerá entonces de la capacidad de poner en marcha nuevos regímenes de crecimiento*. De ahí que para comprender la crisis financiera y sus efectos sobre la actividad económica del conjunto de las economías industrializadas, así como de las emergentes o menos desarrolladas, se debe

1 El índice de la Bovespa (Brasil) pasó así de 73 920 en mayo 2008 a 30 000 en octubre 2008, para volver a subir luego a 58 633 a finales de agosto 2009; en cambio, el índice Hang Seng (Hong Kong) pasó de 32 000 en octubre 2007 a 11 000 en octubre 2008, para volver a subir luego a 21 000 a principios de agosto 2009.

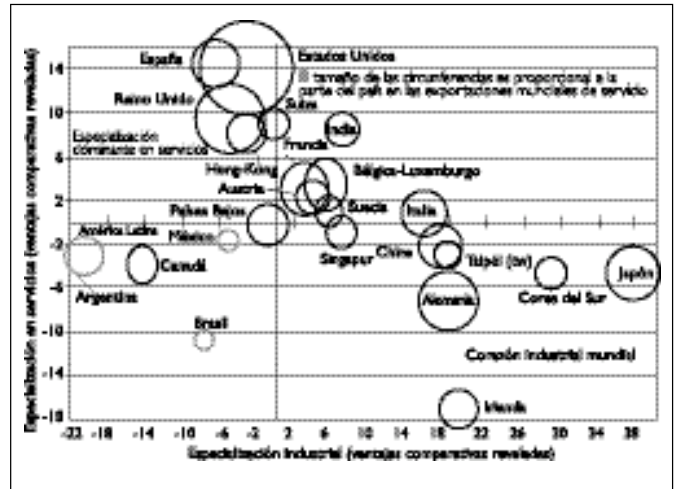
2 No es nuestro propósito el analizar los productos financieros nuevos y las teorías según las cuales su complejidad disminuiría el riesgo de su uso. Sobre este tema ver el desmontaje teórico de la “astucia de la teoría” realizado por H. Bourguinat y E. Briys en los capítulos 3, 4 y 5 de su libro. Estos autores notan que “esta teoría, fascinante por muchos aspectos, ha estado singularmente ausente de los comentarios que acompañaron la debacle de 2007-2008 [...] sin embargo es esta artillería financiera la que hizo sentir a los profesionales de la finanza que habían domado el riesgo y les dio la seguridad de que podían hacer bien sus negocios” (2009: 18).

centrar el análisis en la globalización comercial y financiera.

Las diferencias de costos salariales entre algunos países asiáticos (China, India, Vietnam ...) y los países industrializados, las economías emergentes de América Latina (Brasil, Argentina, México...), los “dragones” asiáticos (Corea del Sur, Taiwán...) son substanciales. Se trata de diferencias del orden de 1 a 40 para el salario horario en el sector manufacturero entre China y los países industrializados, y del orden de 1 a 5 entre China y los países emergentes latinoamericanos. Como las diferencias en los niveles de productividad tienden a reducirse entre los países asiáticos y otros países, los costos unitarios del trabajo –combinación de salarios y de productividad– son cada vez más favorables para las economías emergentes asiáticas. La liberalización aduanera, es decir, la globalización comercial, impone entonces muy fuertes limitaciones de costes para la mayor parte de las empresas industriales de los países industrializados y parcialmente de ciertos países semi-industrializados. Deslocalizar segmentos de líneas de producción se torna más rentable que continuar produciéndolas en países con salarios elevados. Las deslocalizaciones se multiplican en los países industrializados, pero también en los denominados “dragones”, hacia los países con bajos salarios, con el fin de beneficiarse de esta ventaja competitiva. Con excepción de Alemania, el conjunto de las economías industrializadas y de las economías semi-industrializadas latinoamericanas enfrentan procesos de des-industrialización relativa y pierden masivamente empleos industriales. Las ventajas comparativas anotadas se tornan negativas (Cepii 2008; Miotti 2009), en favor de China que se transforma en el “taller del mundo”.

En un contexto de globalización comercial (Hufbauer y Stephenson 2009), la deslocalización es una consecuencia de estos diferenciales de costos. No es la única. Las muy elevadas limitaciones de costes tienen como consecuencia una fuerte presión sobre los salarios. Para

Localización de la industria y de los servicios en el 2006



Fuente: Miotti 2009.

resistir este constreñimiento, existen otras tres posibilidades: buscar aumentos de productividad gracias a un esfuerzo particularmente pronunciado en la investigación (ciencia y tecnología), frenar el aumento de los salarios reales u operar una combinación de las dos. Es esta última opción la que dominará en las economías industrializadas y en parte de las economías emergentes de América Latina. A diferencia del periodo llamado “treinta gloriosas”*, los salarios reales y la productividad del trabajo ya no evolucionan en paralelo, y la brecha entre el crecimiento de sus tasas no deja de aumentar. A pesar de los incrementos de productividad, los salarios habrán aumentado poco en un periodo largo.

La consecuencia de esta debilidad de los salarios es importante en términos macro-económicos. Por un lado, el decaimiento de los salarios no es suficiente para contrarrestar la pérdida de competitividad y conquistar los mercados externos, con excepción de los sectores donde el diferencial de productividad es suficientemente elevado como para compensar la superioridad relativa de los costos sala-

* Con este nombre, se hace referencia al período que va de 1946 a 1973, durante el cual la economía francesa vivió un alto crecimiento, en promedio de 5% anual.

riales. Por otro lado, esta debilidad limita las demandas de los productos en el mercado interno. Se podría deducir de estos dos efectos una tendencia al estancamiento económico de larga duración. Ello es aún más probable si se toma en cuenta que numerosos países europeos (Francia, Alemania...), pero también latinoamericanos, parecen confirmar este diagnóstico. Sin embargo, sería un error limitarse a estos dos efectos para deducir de allí la desaceleración del crecimiento de los últimos veinte a treinta años, en numerosos países industrializados y semi-industrializados de América Latina. Existen dos razones, una puramente lógica y otra de fondo, para sostener que no basta con explicar una reducción relativa de la dimensión de los mercados internos como de los mercados externos para deducir esta evolución. A la razón lógica concierne la dimensión de los mercados; pues lo que importa es considerar no solo la evolución de las demandas que se ejerce sobre el mercado interno sino también sus dimensión *absoluta* en relación a las dimensiones de las capacidades óptimas de las ofertas en la industria, diferentes según los sectores³. La segunda razón alude a los estreñimientos financieros. Con la desregulación financiera, las exigencias de los accionistas en términos de tasas de rentabilidad y de pago de dividendos se tornaron mucho más elevadas que en el pasado. Además, las evoluciones poco favorables de las demandas internas y externas no conllevan un descenso en la valorización del capital, lo que podría resultar en una

desaceleración económica, si no más bien en una tasa de rentabilidad insuficiente con relación a las exigencias de la finanza de valorización del capital, lo cual es diferente. Debemos entonces introducir inmediatamente en el análisis, junto con los efectos de la globalización comercial, las consecuencias de la desregulación financiera y de su globalización en términos de rentabilidad, para comprender la desaceleración económica. *Esta doble globalización produce un círculo vicioso*: la desaceleración en el alza de los salarios sumada a límites para una rentabilidad elevada generan una disminución de la actividad y reproducen, mientras los agravan, aquellos factores que la han generado. Es entonces lógico que en los países con salarios bajos, como China, los efectos sean diferentes. La limitación de costes salariales no es de la misma naturaleza que en el resto del globo ya que son esos costos los que sirven de referencia para otros países y, en la medida en que su productividad laboral crece ostensiblemente, el mantenimiento de los costos unitarios competitivos es compatible con el alza de los salarios y con el aumento de los beneficios financieros. Los salarios aumentan sensiblemente pero de manera desigual según los niveles de cualificación.

El decaimiento de la demanda, debido a la débil progresión de los salarios reales, puede ser contrarrestado con un aumento sensible del *endeudamiento*. El endeudamiento excesivo de los hogares es de alguna manera la forma de resolver la "cuadratura del círculo" y de escapar a la desaceleración económica, a la vez que se cumplen las exigencias de rentabilidad de las finanzas. Nuevos productos financieros complejos, cada vez más sofisticados, facilitan el endeudamiento de los hogares. Gracias a este endeudamiento y a los efectos secundarios de éste sobre la valorización de los títulos y el aumento consecutivo del patrimonio ficticio de los hogares⁴, su demanda vuelve a encontrar

3 La dimensión absoluta de una demanda, aun si su evolución no fuera favorable, no es entonces lo que más importa, si no su relación con las economías de escala que la empresa puede obtener. Los grandes países como China, India y Brasil tienen desde este punto de vista una ventaja neta con relación a los pequeños como Argentina y Chile. En cuanto a los mercados externos, la desindustrialización relativa, deducida de las ventajas comparativas anotadas y transformadas en negativas para la industria, no significa necesariamente una desindustrialización absoluta, si no que traduce sencillamente el hecho de que el peso relativo de las exportaciones sobre las exportaciones mundiales experimenta una regresión.

4 Demos un ejemplo sencillo: un hogar se endeuda para comprar una casa. Esta compra constituye un activo.

el dinamismo que había perdido⁵. El endeudamiento excesivo y el aumento de los patrimonios ficticios acrecientan la propensión a consumir de los hogares y ofrecen así un campo suplementario a la valorización del capital productivo. Así, suplen a la debilidad de los salarios. Es lo que pasó en los Estados Unidos, en Gran Bretaña, en España, etc., y es en estos países que hemos podido observar durante años una tasa de crecimiento más elevada que en Francia o que en Alemania⁶. No es lo que se observa en América Latina donde los ratios créditos sobre PIB se mantienen muy bajos a pesar de su crecimiento reciente⁷.

Es entonces en el *entrelazamiento* de los efectos de las globalizaciones comercial y financiera que debemos encontrar las raíces de la particular fragilidad de los regímenes de crecimiento. Más exactamente, es este enfoque de la globalización, que ha dejado que los mercados

decidan por su propia cuenta, rechazando toda posibilidad que el Estado pueda llevar una política industrial, el que aparece como responsable de la debilidad de los salarios, de la pérdida de competitividad de las empresas industriales y de la des-industrialización relativa de las economías de los países industrializados y de la tendencia al estancamiento del crecimiento de su PIB. Y es este enfoque el que explica que su salvación –en términos de valorización del capital y de crecimiento– puede provisoriamente venir de un desarrollo incontrolado de los productos financieros complejos y de un endeudamiento de los hogares más allá de sus capacidades de pago. En los países donde este endeudamiento excesivo no tuvo lugar, la tendencia a la desaceleración de las tasas de crecimiento se ha afirmado. Pero paralelamente, su sistema financiero fue intoxicado por la compra de estos productos financieros lucrativos y frágiles gracias a la globalización financiera.

Su hipoteca abre la vía a nuevos préstamos etc., la demanda se ve estimulada, pero el hogar al final ya no puede afrontar el servicio de su deuda, y esto aún más sabiendo que muy a menudo los préstamos se hacen con tasas de interés progresivas, al principio débiles y luego elevadas.

- 5 Así como lo mostraron Aglietta, Berrebi y otros economistas que no pertenecen al *main stream* (en Francia: regulacionistas post-keynesianos como Boyer, marxistas como Johsua, el consejo científico de ATTAC, los estudios publicados bajo la dirección de F. Chesnais (2000, 2004) etc.).
- 6 Si colocamos en abscisa los ingresos de la finanza en relación al ingreso y en ordenada la tasa de crecimiento del ingreso, podemos trazar una curva conocida como la “curva sigmoide” que se traduce en un primer momento en una tasa de crecimiento de los ingresos superior al del ratio de los ingresos de las finanzas sobre los ingresos, y luego una tasa de crecimiento inferior. Esta segunda fase corresponde a la fragilidad financiera de Minsky o a la noción de riesgo creciente de Kalecki. Podemos considerar que la aparición de nuevos productos financieros sofisticados ha permitido en un primer tiempo desplazar el punto de inflexión de esta curva hacia la derecha hasta que aparezca el efecto *Ponzi*.
- 7 La participación del sistema financiero latinoamericano (Argentina, Brasil, Bolivia, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Panamá, Perú, Uruguay, Venezuela) es en porcentaje del PIB de 133%, en Estados Unidos es de 405%, en las economías emergentes asiáticas (Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia) de

Relación entre el sector financiero y el capital productivo

La globalización comercial, la desregularización financiera y su internacionalización han generado nuevos regímenes de crecimiento, diferentes según los países. Una de sus particularidades es, de hecho, su fragilidad. Estas no son la causa de la crisis, pero sí las de su activación y de su contagio.

208%. Lo que particulariza a los mercados financieros latinoamericanos es su composición: los títulos de la deuda pública representan 42% del PIB, es decir, el tercio del conjunto de los productos financieros. En las economías emergentes asiáticas, los títulos de la deuda pública representan 30% del PIB, es decir, un poco menos de 15% del conjunto, las acciones 78%, los títulos de la deuda privada 46%, 75% para los depósitos bancarios. En Argentina, en Brasil y en México, más de la mitad del conjunto de los préstamos bancarios es destinado al sector público entre 2001 y 2003 (10% en China, Malasia, Tailandia, 1,5% en Chile, pero 26% en Colombia). Fuente: *The McKinsey Quarterly*, “Desarrollo del potencial de los sistemas financieros de América Latina”, julio, 2007.

El auge de las actividades financieras no es, por naturaleza, parasitaria. De manera general, las empresas actúan en un ambiente macroeconómico sobre el cual tienen en general poca influencia, y lo hacen igualmente en un contexto de información incompleta. Hoy en día la complejidad de la producción aumenta la incertidumbre respecto a la rentabilidad de los proyectos. La cobertura de estos nuevos riesgos conduce al desarrollo de productos financieros igualmente complejos. Así, el mercado financiero, se torna más complejo en cuanto a sus productos y a su juego. Ello es, en cierta medida, la consecuencia del mismo aumento de la complejidad de la producción. La complejidad financiera es largamente incentivada por la liberalización financiera (apertura, desintermediación y desregulación). Ello genera ciertamente un costo (Argitis, 2003), pero permite un beneficio superior a este costo. El desarrollo de las finanzas y el auge de productos financieros sofisticados permiten entonces *in abstracto* el desarrollo del capital, ya que el ciclo del capital solo se desenvuelve si las actividades financieras permiten que el capital productivo se valore. El auge del sector industrial necesita un desarrollo más que proporcional del sector financiero. Este auge no conlleva necesariamente la adopción de una estrategia de desregulación financiera como fue aconsejado —léase impuesto— a varias economías emergentes. Contrariamente a lo que se ha podido leer, la movilidad del capital, favorecida por esta desregulación, no moviliza el ahorro, diversifica poco o nada el riesgo y no conduce a una concesión óptima de los recursos, como lo recuerdan E. Nell y W. Semmler (2009).

Pero el mundo de las finanzas, como Jano, tiene dos rostros. Uno “virtuoso” que acabamos de evocar, otro “vicioso” que ha tomado una amplitud incontrolada con la globalización financiera. Hay desplazamiento hacia la “financierización” cuando el desarrollo de estas actividades obedece más a la necesidad de generar nuevos productos financieros renta-

bles para sí mismos, que al objetivo de disminución de los riesgos tomados en el financiamiento de actividades productivas. La financierización es el umbral a partir del cual lo financiero, más lucrativo que lo productivo, se desarrolla a expensas de este último. El sector financiero parece entonces autonomizarse del sector productivo. La financierización es diferente según los países y el nivel de desarrollo alcanzado por el sector financiero. En los países industrializados, esta afecta el activo y el pasivo de las empresas. En las economías emergentes, los productos financieros sofisticados todavía son poco numerosos. En los últimos años solo las grandes empresas (jugando con las tasas de cambio anticipadas) y, a veces los bancos, los han utilizado y ello en forma aún relativamente incipiente. De tal manera que podemos pensar que en estos países la financierización concierne esencialmente a los pasivos (pago de los intereses sobre capitales prestados a veces elevados, como en el Brasil, y la distribución de dividendos). Se trata entonces de límites impuestos por el sistema financiero a las empresas (taza de beneficio elevada, fuerte retribución a los accionistas, remuneración elevada sobre capitales prestados) lo que caracterizan la financierización (Salama 2008).

Tipos de crisis financieras

Con estas ideas en mente, podemos distinguir dos tipos de crisis financiera: las que ocurrieron en los años 1990 en América Latina y que fueron responsabilidad de su régimen de crecimiento; y las que están directamente ligadas a la internacionalización de las finanzas y que se han extendido de modo considerable gracias a los canales de difusión que ella misma ha puesto en marcha.

El primer tipo de crisis han sido analizadas por numerosos economistas entre los cuales se pueden contar mis propios trabajos. Recordemos brevemente su lógica. Antes de la crisis

de 1982 (cese del pago de la deuda externa por parte de México y principio de la década “perdida” en América Latina), los préstamos se realizaban bajo forma de créditos sindicados. Con excepción de los créditos “involuntarios”, el servicio de la deuda fue financiado en los años 1980 con recursos propios. Con la liberalización de sus mercados en los años 1990, los países latinoamericanos vuelven a tener acceso a los mercados financieros internacionales: el servicio de la deuda es financiado esencialmente por entradas de capitales. Para ser más precisos, esta entrada de capitales “voluntarios” financió en *una primera fase* el saldo negativo de la balanza comercial y los intereses de la deuda externa. El amortiguamiento de lo esencial de la deuda externa será en gran parte financiado por préstamos “involuntarios” de los bancos internacionales y por financiamientos directos de las instituciones internacionales. La entrada de capitales es, inicialmente, constituida por la emisión de bonos, y luego *en una segunda fase* por inversiones extranjeras directas, disminuyendo así la entrada neta de bonos. Las economías latinoamericanas funcionan entonces en una lógica “de economía de casino”: la tasa de interés es la variable de cierre de la balanza de pagos. Los capitales externos son atraídos por estas tasas y por la garantía de poder volver a salir, si tardan en llegar o si amenazan con salir masivamente, las tasas de interés se elevan en detrimento del crecimiento. Los años 1990 son marcados por este tipo de crisis financiera (México, Argentina con el efecto Tequila, Brasil, Argentina al final de los años 1990). En una *tercera fase*, el saldo negativo de la balanza comercial disminuye y luego se torna positivo, *los regímenes de crecimiento son menos sensibles a la lógica de economía de casino, pero se tornan más sensibles a la lógica de la finanza internacionalizada.*

El desarrollo y explosión de burbujas especulativas fue facilitado por: 1) La adopción de reglas contables que valorizan los activos a partir de sus precios de mercado (“*mark to market*”). 2) La posibilidad para los bancos de ven-

der de modo muy lucrativo los riesgos tomados gracias a la concepción y a la emisión de productos financieros titularizados cada vez más sofisticados, y la opción concomitante de eliminarlos de sus balances. 3) La vigencia de teorías “científicamente astutas” (Bourguinat y Bryis 2009) que han subestimado sistemáticamente los riesgos corridos por la compra de productos titularizados de alta complejidad. Concebida así, la ingeniería financiera adquiere una lógica propia de aceleración: “el crédito no está ya más sostenido en las perspectivas de ganancia de los prestatarios, sino en la anticipación del valor de su riqueza”, nota Aglietta (2008). El ratio de la deuda sobre la renta se expande aun cuando bajaría con relación al valor del mercado. Retomando una expresión de Mynski, se llega muy rápidamente a un financiamiento de tipo *Ponzi* donde la inestabilidad se perfila y se impone brutalmente. Se decanta entonces la implosión del sistema: la explosión de la burbuja conduce a una desvalorización brutal de los activos y lo que ayer favorecía la burbuja (la “*equity value*”, es decir la diferencia positiva entre el valor de mercado y el crédito acordado) se transforma en su contrario (el valor de mercado se hunde y se sitúa de ahí en adelante por debajo del valor de los créditos a ser reembolsados). El retorno del ciclo provoca una disminución brutal de la liquidez: las empresas financieras buscan entonces liquidez para financiar un riesgo que, ayer transferido y diseminado, se re-evalúa fuertemente; las empresas no financieras, con la desvalorización de su capitalización, ven toda una serie de ratios aparecen como “cifras rojas” y se ven confrontadas a una falta creciente de liquidez. Los bancos dejan de hacerse préstamos entre ellos y *a fortiori* frenan brutalmente sus préstamos a las empresas. *El “credit crunch” transforma la crisis financiera en una crisis económica.* La crisis se torna *sistemática*, afecta también a empresas que tuvieron una gestión prudente, lejana a la pura manipulación del mercado, ayer lucrativa, de los productos financieros titularizados. La crisis se propaga

con fuerza a través de los canales forjados por la globalización financiera (FMI 2009; Banco mundial 2009a, 2009b; Boorman 2009; Boorman y otros 2008). En la búsqueda de liquidez, los bancos y las empresas multinacionales han repatriado una parte importante de sus beneficios, han dejado de comprar bonos, han hecho mucho más difícil el financiamiento de las exportaciones de las economías emergentes. A estas dificultades debe agregarse la disminución de la demanda en los países industrializados a causa de la vigente crisis de la economía real. Falta de liquidez, fuga de capitales, disminución de la demanda externa transforman la crisis financiera, en las economías emergentes, en crisis en la economía real y abren la vía a políticas contracíclicas por parte de los gobiernos de estos países. Se apunta así a abastecerlas con liquidez suplementaria para contrarrestar el *credit crunch* y para enfrentar la ausencia de dinamismo de los mercados externos con un dinamismo de los mercados internos. Estas políticas tienen más o menos éxito según el tamaño de los mercados internos y las desigualdades de los ingresos. Por un lado, frenan la caída absoluta del PIB en las economías latinoamericanas, aunque no la detienen, logran mantener una tasa de crecimiento todavía importante, aunque fuertemente reducida en China. Estos canales de transmisión tienen entonces un rol muy importante debido a la profunda extensión de la globalización financiera y la globalización comercial.

Los mercados bursátiles latinoamericanos y asiáticos han conocido caídas importantes y

brutales (-59,1% para el Bovespa en Brasil, -52,6% para el Merval en Argentina, -44,8% para el Mexbol en México entre finales de agosto 2008 y noviembre 2008), mientras que su volatilidad ha aumentado fuertemente incluso antes de *que las bolsas de los países desarrollados se hundan*. Ciertos analistas financieros consideran que estos importantes reveses de tendencia constituyen un signo premonitor sobre las dificultades por venir para las bolsas de los países desarrollados. La secuencia es entonces la siguiente: caída pronunciada de las bolsas, precediendo aquella de las bolsas en los países desarrollados, luego caída menos intensa, depreciación fuerte de las monedas frente al dólar, sobre todo cuando la crisis financiera estalla. La originalidad de la crisis financiera viene a la vez de su carácter anunciador para los países desarrollados y de su aceleración cuando ésta estalla.

Después de haber alcanzado su más bajo punto en marzo 2009, las bolsas de los países industrializados volvieron a crecer fuertemente; el 24 de julio 2009 Wall Street veía que el curso de su índice progresaba +35% con relación al mes de marzo, París en +33%, Frankfurt en +41% y Londres en +59%, Hong Kong en +76%. No obstante, estas cifras son aún lejanas en relación a las que se alcanzaron dos años antes. El mercado bursátil de las economías emergentes también ha crecido con fuerza, tanto en Asia como en América Latina⁸. Sus caídas habían sido más acentuadas que las de los países industrializados, su auge es igualmente más importante, confirmando así lo que numerosos economistas habían observado, es decir, una volatilidad más importante, una amplitud más grande, una frecuencia superior

Flujos financieros: países emergentes y en desarrollo (en millares de dólares)						
	2001	2006	2007	2008	2009*	2010*
Flujos privados	80,3	234	656	152,7	-142,1	3,3
Inversiones directas	170,3	232,2	373,2	456,9	311,6	301,8
Cartera de inversiones	-55,6	-112,2	32,9	-148,9	-139,4	-133,5
Fuente: FMI * Proyecciones.						

8 Con esta reanudación de los cursos, las tasas de cambio tienden a apreciarse en las economías latinoamericanas como en Brasil con el mantenimiento de un nivel elevado de las inversiones extranjeras directas y la reanudación de los cursos de las materias primas. No es el caso en Argentina donde la pérdida de legitimidad política del gobierno contribuye a alimentar salidas masivas de capitales (45 millares de dólares entre junio 2007 y junio 2009).

(FMI 2009). ¿Es esta reanudación de las bolsas anunciadora del fin de la crisis? ¿Confirma esta reanudación el análisis que defiende la idea según la cual no es necesario ni reformar la arquitectura financiera ni tocar las disfunciones de las globalizaciones generadas por su desregularización extrema?

Es exacto que ciertas mejoras de la actividad económica, principalmente en los Estados Unidos, y el mantenimiento de una tasa de crecimiento, aunque fuertemente reducida en China, pueden contribuir a esta reactivación de las bolsas. Pero la reanudación de los cursos bursátiles tuvo lugar antes de del mas o menos positivo retorno al crecimiento. Además, conviene sondear lo que podría aparecer más como un espejismo que como un milagro. Sin entrar en detalles de las explicaciones posibles de este nuevo despegue, notemos que la inyección extremadamente masiva de liquidez en el sistema financiero, en un amplio sentido, sirvió poco o nada para la reanudación de los créditos a la industria y al comercio, a pesar de las fuertes demandas de estos sectores. Las instituciones financieras primero y los bancos después utilizaron esta liquidez para invertir en los mercados financieros. De ello resultó un alza de los cursos permitiendo en ciertos casos a los bancos desendeudarse *vis-à-vis* del Estado, gracias a las plusvalías realizadas. Parece que el sistema financiero, en la búsqueda de ganancias inmediatas, perdió la memoria, no sacó lecciones del pasado a parte de que no lo dejaríamos “morir” (“*too big to fail*”), y está listo para volver a empezar la aventura, persuadido de que el Estado será nuevamente, como en 2008, su “prestamista de última instancia” incluso si se da cuenta que este despegue no tiene futuro.

Despegue financiero y crisis económica dejan tres posibilidades abiertas: no hacer nada, como si la crisis financiera solo hubiese sido un accidente de recorrido; modificar la arquitectura financiera limitando ciertas operaciones y exigiendo más transparencia acerca de los productos financieros; *o transformar la des-*

regularización financiera y comercial. Si nuestro análisis es exacto, solo la tercera posibilidad podría permitir sobrepasar esta crisis de modo durable y sostenible. Los regímenes de crecimiento que emergerían de esta crisis serían profundamente diferentes, más respetuosos de los hombres y del medioambiente, menos idólatras del becerro de oro. Entendemos entonces que la solución no puede ser técnica, si no política.

Bibliografía

- Aglietta, Michel, 2008, “Les crises financières: plus ça change, plus c’est la même chose”, *Revue d’économie financière*, pp. 19.
- Aglietta Michel y Laurent Berrebi, 2007, *Désordre dans le capitalisme mondial*, Odile Jacob, Paris.
- Argitis George, 2003, *Finance, Instability and Economic Crisis: The Marx, Keynes and Minsky. Problems in contemporary Capitalism*, mimeo, University of Cambridge.
- Andrade, Luis, Diana Farrell y Susana Lund, 2007, *Desarrollo del potencial de los sistemas financieros de América Latina*, The McKinsey Quarterly, Bogotá.
- Harribey Jean-Marie y Dominique Plihon, 2009, *Sortir de la crise globale, vers un monde solidaire et écologique*, La découverte, Paris.
- Banco Mundial, 2009a, *Global Economic Prospects*, Washington D.C.
- Banco Mundial, 2009b, *Global Development Finance*, Washington D. C.
- Boorman Jack, 2009, *The Impact of the financial Crisis on emerging Markets: the Transmission Mechanism, policy Response and Lessons*, Global Meeting of the emerging Markets Forum 2009, Mumbai.
- Boorman Jack, Anupam Basu, Manu Bhaskaran y Claudio Loser, 2008, *Emerging Markets Economies and the global Financial Crisis: Resilient or Vulnerable in turbulent Times*, Emerging Markets Forum, Washington D.C.

- Bourguinat Henri y Eric Briys, 2009, *L'arrogance de la finance, comment la théorie financière a produit le krach*, La découverte, Paris.
- Boyer Robert, 2008, "Une crise tant attendue, leçons d'histoire pour économistes", *Prismes*, No.13, Centre Cournot pour la Recherche en Economie, Paris.
- Chesnais François y Dominique Plihon, 2000, *Les pièges de la finance mondiale*, Syros, Paris.
- Chesnais François, 2004, *La finance mondialisée, racines sociales et politiques, configurations, conséquences*, La découverte, Paris.
- Centro Panamericano de Investigación e innovación (CEPII), 2008, *Panorama de l'économie mondiale*, Paris.
- Fondo Monetario Internacional, 2009, *World Economic Outlook*, Washington D. C.
- Hufbauer Gary y Sherry Stephenson, 2009, "Trade Policy in a Time of Crisis: Suggestions for developing Countries", *Policy Insight*, No. 33. Disponible en <http://www.cper.org>.
- Johsua, Isaac, 2009, *La grande crise du XXI^e siècle, une analyse marxiste*, La découverte, Paris.
- Kindleberger, Charles-P, 1994, *Histoire mondiale de la spéculation financière de 1760 à nos jours*, éditions P.A.U, Paris
- Miotti, Luis, 2009, *L'Amérique latine entre deux crises*, Working Paper, groupe Pollens, École normale supérieure, Paris.
- Nell, Edward y Willi Semmler, 2009, *After Hubris, Smoke and Mirrors, the downward Spiral: financial Markets and real Markets pull each other down; how policy Reverse this?*, New School for Social Research, Nueva York
- Salama, Pierre, 2008, *El desafío de la desigualdades. America Latina-Asia: una comparación económica*, Siglo XXI, México.
- , *Avec cette crise, les pauvres sont-ils devenus moins vulnérables au Brésil*. Disponible en http://pagespersorange.fr/pierre.salama/art/avec_cette_crise_les_pauvres_sont_ils_devenus_moins_vulnérables_au_bresil@fr.pdf
- , *Amérique Latine, dettes et dépendance financière de l'État*. Disponible en http://netx.u-paris10.fr/actuelmarx/m4salama.htm#_ftnref5.