

Capitalismo rentista y otras historias

Rentier capitalism and other histories

Gregorio Vidal*

Resumen

Se analiza la validez de los argumentos utilizados por los Bancos Centrales en la determinación de sus tasas de interés y cómo éstas no lograron tener un reflejo real en los costos crediticios, generando problemas en la estructura de financiamiento de los grandes consorcios, acelerando y profundizando la crisis económica.

Palabras Clave: Finanzas Internacionales, Crisis Financiera, Crédito

Abstract

This article analyzes the validity of arguments used by central banks to determine interest rates and how these have not produced real impacts in terms of the cost of credit, generating problems in the financing of large consortiums, thereby accelerating and deepening the economic crisis.

Key Words: International Financial Markets, Financial Crisis, Credit

Introducción

En la primera parte del año 2007, las estimaciones de los bancos centrales y de los gobiernos de las principales economías del mundo no contemplaban crisis alguna. La referencia sustancial era al mantenimiento o aparición de presiones inflacionarias. Sin embargo, como se plantea en el texto, los mercados de crédito tenían serios problemas. Las dificultades en los mercados interbancarios se habían hecho presentes, como un alza en las tasas de interés que daban cuenta de dificultades para seguir colocando diversos títulos de deuda. En los meses siguientes las diferencias en las medidas tomadas por los bancos centrales se hicieron presentes con una crisis que rápidamente avanzó sobre el conjunto de los mercados financieros. Como se demuestra en el texto, desde el comienzo la crisis incluyó, además de a todas las instituciones financieras, a las grandes empresas. Varias firmas se encontraron con problemas para mantener sus estructuras crediticias y sus fuentes de utilidades se debilitaron aceleradamente.

* Profesor – Investigador del Departamento de Economía en la Universidad Autónoma Metropolitana (UAM), Unidad Iztapalapa. Correo electrónico: gvb@xanum.uam.mx

Las medidas tomadas por los bancos centrales y los gobiernos de las principales economías desarrolladas no han logrado frenar el avance de la crisis. En el texto se dan algunos elementos que indican que será difícil propiciar una situación diferente en tanto no se ejecuten políticas económicas y una estrategia que desmonte o desarticule los procesos a partir de los cuales las mayores corporaciones, los grandes bancos, los inversionistas institucionales logran sus cuantiosas ganancias.

1. En agosto de 2007 el Bundesbank, el banco central de Alemania señaló en su boletín mensual que los datos macroeconómicos daban cuenta de un incremento de los riesgos inflacionarios. Se advertía sobre las presiones alcistas en los precios de las materias primas, de los precios agrícolas y de los salarios. Sin embargo, el directorio del banco central alemán subrayaba las favorables condiciones económicas del entorno. En conjunto, una evaluación positiva sobre la economía que sólo se detenía en advertir los riesgos en materia de inflación. El Bundesbank se alineaba del lado del Banco Central Europeo (BCE) estableciendo como prioridad el control de la inflación y por ello se afirmaba que era necesario mantener la tasa de interés de referencia sin cambio alguno. En los siguientes 14 meses la política del BCE en materia de tasas de interés no varió, sosteniéndose la tasa de referencia en 4%.

El BCE decidió no modificar la tasa de interés de referencia en agosto de 2007 no obstante que los problemas por la denominada crisis por las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) en Estados Unidos (EU) se habían manifestado con fuerza y en Europa algunas instituciones financieras revelaban problemas por la exposición que tenían dada la tenencia de diversos documentos y títulos que consideraban a ese tipo de hipotecas. Durante el mes de agosto de 2007, un grupo de cajas de ahorro alemanas inyectó un crédito de 17 300 millones de euros (mde) al banco regional

público Sachsen LB para mejorar su posición ante las dificultades que afrontaba por su exposición a la crisis hipotecaria estadounidense. La entidad de crédito Sachsen LB estaba implicada en el mercado inmobiliario estadounidense por medio de su filial Sachsen LB Europe que gestionaba la sociedad Ormond Quay (Expansión, 20 de agosto de 2007). En las semanas siguientes nuevos datos sobre la exposición de otras entidades financieras fueron conocidos, pero sin embargo el BCE no modificó su política en materia de tasas de interés.

La inflación como argumento para sostener una política en materia de tasas de interés es sin duda un tema que debe discutirse con sumo cuidado. Si se considera la evolución del índice de precios implícito del producto interno bruto (PIB) de 2005 a 2008 son mínimos los cambios que se registran en la zona del euro. La variación es de 2% en 2005 y 2006 a 2.4% en 2008 (IMF, 2008:267). Según el BCE un escenario de inflación ligeramente superior al 2% se considera compatible con la estabilidad de precios a medio plazo, por lo menos es el punto de vista que se sostiene en el informe del banco central del año 2000 (BCE, 2001:2) y que se reitera en otras publicaciones posteriores (BCE, 2008). Puede afirmarse que el indicador adecuado para considerar estabilidad de precios en el mediano plazo es el índice de precios al consumidor. Sin embargo, aún en este caso el cambio en la zona del euro no es particularmente notable. El Fondo Monetario Internacional (FMI) reporta una variación en el índice ligeramente superior a un punto, estimándose que se situará cerca de 3.5%. En un escenario en que los precios de petróleo, gas, algunos metales y granos básicos estaban altos.

Los hechos dan cuenta de una situación compleja. Otros elementos refuerzan este punto de vista. En EU, según datos del FMI hay un menor incremento de los precios en 2007 con relación al del año

previo y el aumento previsto para 2008 es apenas un punto mayor. En Canadá no se registran variaciones importantes en estos años. En otras economías desarrolladas tampoco se tienen previstos incrementos superiores a un punto o punto y medio en el índice de precios al consumidor en 2008 con relación a 2007. Además, la economía de Japón registra en los años 2005 a 2008 una disminución sistemática en los precios según el índice implícito del PIB. Es un comportamiento que se produce desde el año 2000. Para el conjunto de las economías desarrolladas el FMI reporta un incremento en el índice de precios al consumidor en 2007 de 2.2% y se estima que en 2008 será de 3.6%. (IMF, 2008: 268) El índice de precios implícito del PIB para el conjunto de los países desarrollados no registra grandes cambios desde 2005. En el periodo de 2005 a 2007 se reportan incrementos anuales de 2.1% y en 2008 se estima un aumento de 2.2% (IMF, 2008:267)

Los incrementos más importantes en los precios se han concentrado en un reducido grupo de materias primas: petróleo, algunos metales y algunos granos básicos. Sin embargo, es notable la diferencia entre el comportamiento de estos artículos y una gran cantidad de bienes industriales y de servicios que no tienen incrementos semejantes en sus precios. Hay también aumentos vinculados al comportamiento de las tasas de interés; pero no se observa un alza de precios en el conjunto de las economías desarrolladas. Los mayores incrementos se dan en las economías en desarrollo, en particular en el grupo de Europa Central y del Este (Cuadro 1).

Las decisiones asumidas por la Reserva Federal (Fed), el banco de Inglaterra y otros bancos centrales de los países desarrollados en materia de tasas de interés durante los dos años previos consideran el mantenimiento o incremento de las presiones inflacionarias para justificar alzas o la no realización de cambios. Sin embargo, los datos sobre el comportamiento de los precios no son suficientes

para concluir que no es posible reducir la tasa de interés. Pero además, como ha sido ampliamente demostrado en la literatura económica, la inflación no es función de la cantidad de dinero en circulación y el mantenimiento de la tasa de referencia sin cambios o su alza por parte de un banco central no necesariamente implica que el crédito en una economía se reduzca (Kaldor, 1986; Davidson, 2007: capítulo X; Galbraith and Darity, 2005: capítulo 12).

| CUADRO 1 | | | | | | | | | |
|--------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| Precios al Consumidor. Variaciones Anuales (2000-2008) | | | | | | | | | |
| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008* |
| Economías Avanzadas | 2.2 | 2.1 | 1.5 | 1.8 | 2 | 2.3 | 2.4 | 2.2 | 3.6 |
| Estados Unidos | 3.4 | 2.8 | 1.6 | 2.3 | 2.7 | 3.4 | 3.2 | 2.9 | 4.2 |
| Zona Euro | 2.2 | 2.4 | 2.3 | 2.1 | 2.1 | 2.2 | 2.2 | 2.1 | 3.5 |
| Japón | -0.8 | -0.7 | -0.9 | -0.3 | — | -0.3 | 0.3 | — | 1.6 |
| Economías Emergentes | 8.5 | 7.7 | 6.8 | 6.6 | 5.9 | 5.7 | 5.4 | 6.4 | 9.4 |
| Europa Central y del Este | 24.9 | 21.5 | 16.4 | 10.1 | 6.3 | 5.1 | 5.4 | 5.6 | 7.8 |
| América Latina | 8.3 | 6.5 | 8.7 | 10.5 | 6.6 | 6.3 | 5.3 | 5.4 | 7.9 |

Fuente: IMF (2008). World Economic Outlook: 267

Hay empresas e instituciones financieras que siguen desarrollando posiciones activas colocando títulos y documentos, recurriendo a mercados externos y beneficiándose de los diferenciales que entre los países existen en esta materia. Como se expone más adelante, el hecho es que desde agosto de 2007, lo que sucedió es que al lado del comportamiento del BCE, hay reducciones en las tasas de interés de referencia en algunas economías, mientras en otras se producen incrementos.

2. Desde mediados del año de 2004 la Fed realiza una sistemática alza en la tasa de fondos Federales. Para el año 2006, no obstante que se debilitan las perspectivas de crecimiento económico el alza se mantiene y después de ello pasa más de un año sin realizar cambio alguno. Como se destaca en el informe anual del Banco de Pagos Internacionales de 2008, “en Estados Unidos, la Fed había incrementado la tasa de interés de referencia de los fondos Federales del 1% al 5.25% entre junio de 2004 y junio de 2006, manteniéndola después sin cambios pese al debilitamiento de las perspectivas de crecimiento económico” (BPI, 2008:67)

En septiembre de 2007, cuando se produce la primera disminución en la tasa de interés de referencia por parte de la Fed, no se observa que otros bancos centrales vayan a practicar una política semejante. Apenas unos meses antes, en julio de 2007 el banco de Canadá y el banco de Inglaterra incrementaron sus tasas de interés de referencia. Ambas se situaron por encima de la tasa establecida por el BCE. Sin embargo, poco después de esa decisión procedieron a realizar disminuciones, aún cuando no siguieron el ritmo de recortes realizado por la Fed. Otros bancos centrales, como el Banco de la Reserva de Australia, el de Nueva Zelanda, el de Noruega, el de Suecia y el Nacional de Suiza realizaron incrementos, como se observa (Cuadro 2). Como se destacó desde páginas previas en el texto, el BCE mantuvo su tasa de referencia durante más de 14 meses en medio de la crisis. Antes, desde finales del año 2005 hasta junio de 2007, realizó aumentos en la tasa de referencia desde 2% hasta 4%.

Los incrementos en las tasas de interés de referencia y el posterior mantenimiento de las tasas en esos niveles los realizan los bancos centrales de esos países desarrollados durante los meses en que se acepta que la crisis no se reduce a un problema con las hipotecas de alto riesgo en EU y que por lo menos afecta al conjunto del sistema financiero a nivel global. Son meses en los que la Fed, el

BCE, el banco de Inglaterra y otros bancos centrales están otorgando facilidades de crédito por encima de las intervenciones que tenían en los mercados. La inyección de recursos para facilitar la operación diaria de los mercados financieros dio paso a un nuevo hecho, se convirtió en operaciones de financiación a plazo, en algunos casos por debajo de las tasas de descuento que se tenían establecidas.

CUADRO 2

| Tasas de Interés oficiales (Algunos países desarrollados) | | | |
|--------------------------------------------------------------|---------------------|--------------------|------------|
| | 29 de junio 2007 | 16 de mayo 2008 | Diferencia |
| Banco Central Europeo | 4.00 | 4.00 | 0.00 |
| Banco de Japón | 0.50 | 0.50 | 0.00 |
| Reserva Federal | 5.25 | 2.00 | -3.25 |
| Banco de la Reserva de Australia | 6.25 | 7.25 | 1.00 |
| Banco de Canadá | 4.25 | 3.00 | -1.25 |
| Banco de la Reserva de Nueva Zelanda | 8.00 | 8.25 | 0.25 |
| Banco Central de Noruega | 4.50 | 5.50 | 1.00 |
| Sveriges Riksbank | 3.50 | 4.25 | 0.75 |
| Banco Nacional de Suiza | 2.50 | 2.75 | 0.25 |
| Banco de Inglaterra | 5.50 | 5.00 | -0.50 |

Fuente: BPI (2008) 78 Informe Anual: 65.

El BCE, a partir de agosto de 2007, realizó operaciones adicionales de financiación a tres meses, mientras el Banco Nacional de Suiza lo hizo a partir del mes de septiembre. Posteriormente los plazos se amplían. A comienzos de abril de 2008 el BCE efectuó subastas a seis meses y antes, en diciembre de 2007, el banco de Inglaterra

comenzó a realizar subastas a tres meses por montos superiores a los habituales. La Fed comenzó por conceder préstamos a un mes a instituciones financieras mediante su nueva facilidad de subastas a plazo (*Term Auction Facility*) (BPI, 2008: 80). Conforme pasaron los meses y hasta finales de 2008 las operaciones de préstamo a plazo por parte de los bancos centrales a diversos operadores se incrementaron significativamente. En varias ocasiones se trato de operaciones concertadas, aceptando una gran diversidad de documentos.

En diciembre de 2007, la Fed y el BCE acordaron operaciones de préstamo recíproco de divisas, como medio para ampliar sus facilidades de financiamiento de bancos e instituciones financieras. Los bancos centrales colocaron recursos en sus respectivas zonas a plazos cortos, bajo el método de subastas. Los bancos comerciales podrán pedir prestado a cambio de una gran diversidad de títulos o documentos. Una acción semejante se acordó con el Banco Central de Suiza, incluyendo el préstamo recíproco de divisas. En EU la Fed realizó estas operaciones en diciembre, en enero y en febrero. El BCE permitió además que los bancos de la zona del euro pudieran presentar papeles denominados en dólares. Por su parte, el banco de Inglaterra aceptó desde esa fecha un mayor número de títulos como contraparte en sus inyecciones de liquidez e incrementó las operaciones de préstamo a tres meses. El Banco Central de Canadá también aceptó un mayor número de documentos en sus acciones de inyección de liquidez. Para varios bancos de la zona del euro no existió otro medio para colocar gran parte de los títulos de sus operaciones con derivados que se relacionaban con el mercado de EU. La opción era proceder a declarar pérdidas totales, con todas las consecuencias que ello implica en sus estados financieros. En alguna medida, se realizó una operación internacional de rescate de títulos de deuda denominados en dólares que no permitió disminuir las dificultades en el sistema financiero internacional.

En los meses siguientes la crisis continuó avanzando y al incremento en los financiamientos a plazo por parte de los bancos centrales le sucedieron diversas operaciones de rescate directo de bancos comerciales, bancos de inversión y bancos hipotecarios. Como se comprende, una situación que bajo ningún concepto fue adecuadamente diagnosticada y ante la que se estuvo actuando durante varios meses con diferencias importantes. Incluso en el espacio de la zona del euro los gobiernos han tenido reacciones distintas. Destaca que hasta la fecha no se acepta que la crisis es el resultado de la forma en que grandes empresas, inversionistas institucionales, la desaparecida banca de inversión de EU, bancos comerciales han estado logrando cuantiosas utilidades. Desde esta perspectiva, el manejo de la tasa de interés por los bancos centrales ha sido un medio para que ese reducido grupo de corporaciones y grandes financieros tengan cuantiosos beneficios. La reducción sistemática de la tasa de fondos Federales en EU no ha sido parte de una propuesta concertada con el resto de los bancos centrales. Además, como se expone páginas adelante, no ha implicado una reducción semejante en las tasas de interés que prevalecen en los mercados interbancarios y las que se aplican a diversas operaciones activas y pasivas en los mercados financieros.

3. En junio de 2005, la tasa de interés de referencia en Europa para el mercado de hipotecas, Euribor a un año, estaba en 2%. Desde esa fecha hasta finales de julio de 2008 ha estado teniendo incrementos, superando el 5%. En septiembre el promedio fue de 5.49%. La titulización y *bursatilización* de las hipotecas se hizo lo mismo en EU, como en Europa. Por tanto, el comportamiento de la tasa de interés implicaba un encarecimiento de las hipotecas, pero también impulsaba al alza otros títulos financieros. Frente a un crecimiento endeble, de alrededor de 2.5% del producto, las tasas de interés resultaban altas, sin observarse una posible disminución.

El aumento en las tasas de interés se dio en el mercado interbancario, en los rendimientos esperados en los bonos de titulación de deuda garantizada (CDO) y en otros mercados de bonos; pero también en las tasas de interés para préstamos que se otorgan a las familias.

CUADRO 3

| Tasa Libor a tres meses y tasa de fondos federales en Estados Unidos | | | |
|----------------------------------------------------------------------|-----------------|------------------|----------------------------------------|
| | Libor a 3 meses | fondos federales | Diferencia de Libor y fondos federales |
| Jun 2011 | 5.36 | 5.25 | 0.11 |
| Jul 2011 | 5.36 | 5.25 | 0.11 |
| Ago 2011 | 5.48 | 5.25 | 0.23 |
| Sep 2011 | 5.49 | 4.75 | 0.74 |
| Oct 2011 | 5.15 | 4.50 | 0.65 |
| Nov 2011 | 4.96 | 4.50 | 0.46 |
| Dic 2011 | 4.98 | 4.25 | 0.73 |
| Ene 2012 | 3.92 | 3.50 | 0.42 |
| Ene 2012 | 3.92 | 3.00 | 0.92 |
| Feb 2012 | 3.09 | 3.00 | 0.09 |
| Mar 2012 | 2.78 | 2.25 | 0.53 |
| Abr 2012 | 2.79 | 2.00 | 0.79 |
| May 2012 | 2.69 | 2.00 | 0.69 |
| Jun 2012 | 2.77 | 2.00 | 0.77 |
| Jul 2012 | 2.79 | 2.00 | 0.79 |
| Ago 2012 | 2.81 | 2.00 | 0.81 |
| Sep 2012 | 3.12 | 2.00 | 1.12 |
| Oct 2012 | 4.22 | 1.50 | 2.72 |
| Oct 2012 | 4.22 | 1.00 | 3.22 |

Fuente: Banco de México y Reserva Federal.

En EU la reducción en la tasa de fondos Federales no se traduce en una disminución de la tasa interbancaria y menos aún de la tasa prima o base que utilizan los bancos para efectuar sus créditos. En septiembre de 2007, la tasa base que utilizan los bancos para dar créditos se sitúa en 8.25%, mientras la tasa de fondos Federales se fija en 4.75%. En octubre de 2008, cuando la tasa de fondos Federales se reduce hasta 1%, la que utilizan los bancos como referencia para sus créditos se fija en promedio en 4.56%. La tasa

Libor a tres meses, utilizada como referencia para los créditos interbancarios, aumenta de marzo-abril a octubre de 2008. En marzo de 2008 se situó en 2.78%, mientras en octubre subió a 4.22%. Como se observa en el cuadro 3 en junio de 2007 la diferencia entre la tasa Libor a 3 meses y la tasa de fondos Federales es de 11 puntos base. En abril de 2008 es de 0.79 puntos base. Mientras que octubre de 2008 alcanzó los 3.22 puntos base.

Así, las disminuciones en la tasa de fondos federales acordadas por la Fed no se traducen en una disminución en una proporción semejante de las tasas que operan en el mercado interbancario. Hay además mercados que registran un incremento en las tasas de interés que se consideran para estas transacciones, dado que los respectivos bancos centrales no están reduciendo sus tasas de referencia. Es un ambiente en el que los diferenciales en los rendimientos se amplían de un mercado a otro, complicando aún más la gestión del crédito para muchos operadores financieros y empresas. En diversos momentos se amplía el diferencial entre la tasa Libor en dólares y la tasa implícita en los *swaps* de divisas a tres meses. Las diferencias tienen que ver con los crecientes problemas para mantener operando adecuadamente los mercados interbancarios y la composición de las carteras de los bancos estadounidenses y los bancos europeos. En el último trimestre de 2007 los activos netos de los bancos de EU frente a otros bancos eran de 421 mil millones de dólares (mmdd), en tanto que los pasivos netos de los bancos europeos en dólares frente a otros bancos eran de casi 900 mmdd (BPI, 2008: 121). Mientras los mercados interbancarios funcionaban sin problemas los préstamos a corto plazo permitían que los mercados siguieran operando y que todos los que obtenían beneficios por este funcionamiento continuaran reportando datos positivos. En particular se mantenía la relación entre las entidades bancarias y las no bancarias.

Sin embargo, cuando los mercados interbancarios se reducen y hay un alza en las tasas de interés el panorama cambia. Bajo esas condiciones resulta más difícil colocar papeles, que para muchos es la condición para mantener su esquema de financiamiento. Por ejemplo, desde agosto de 2007 se presentaron problemas en el mercado de pagarés de empresa garantizados por activos (ABCP) (BPI, 2008:113). Los emisores comenzaron a tener dificultades para refinanciar estos documentos, lo que inmediatamente afectaba a otros títulos. Los ABCP financiaban cestas de activos vinculados a vehículos especiales de financiación (SIV) y otros títulos respaldados por diversos activos. A principios de 2007 los ABCP en circulación en EU superaban el billón de dólares. Para marzo de 2008 apenas eran más de 0.7 billones de dólares. Como destaca el Banco de Pagos Internacionales: “Los volúmenes se desplomaron y el perfil de vencimientos de los títulos pendientes se deterioró... Aunque se liquidaron algunos de los fondos de titulización (*conduits*) más problemáticos, muchos se traspasaron al balance de sus promotores, sumándose a las tenencias de valores de los bancos” (BPI, 2008: 113-114). La tenencia de títulos en los grandes bancos comerciales constituidos en EU y en bancos extranjeros que operan en ese país creció de manera importante, sin que existieran condiciones para mantener los mecanismos del crédito que le dan garantía a esos documentos.

Cuando se colapsa el mercado de los pagarés de empresa (ABCP) la situación cambia. Los bancos europeos tienen que reabsorber en sus balances 380 mdd por la reducción de los ABCP en circulación y el mercado interbancario se contrae fuertemente impulsando al alza la tasa de interés, en particular la implícita en los swaps de divisas. Para muchos operadores financieros y para tesorerías de corporaciones resulta más difícil colocar papeles y refinanciar deudas. Es necesario garantizar mayores rendimientos, a la vez que gran cantidad de documentos no son aceptados por no tener claridad sobre su precio. El problema no se reduce a algunas

instituciones financieras, mucho menos a las directamente comprometidas con los mercados hipotecarios en EU. Incluye a gran cantidad de grandes empresas y corporaciones que financian sus actividades y obtienen parte de sus utilidades a partir de estas estructuras de crédito. De abril de 2008 a octubre del mismo año la tasa Libor a tres meses esta aumentando. En octubre el incremento se produce no obstante una nueva reducción de la tasa de fondos Federales en dos ocasiones. En la primera se fija en 1.75% y en la segunda en 1.5%. La Libor a tres meses está en octubre a 4.22%. La tasa prima por créditos entre bancos se sitúa al final de octubre en 4.50%, según información de la Fed. El punto es que, como se destacó desde líneas antes, las disminuciones en la tasa de fondos Federales no se traducen en proporción semejante en una reducción de las tasas que operan en el mercado interbancario y por tanto en otras transacciones financieras (Cuadro 3).

Los incrementos en las tasas de interés o la pobre disminución en las tasas implícitas en diversos documentos, no obstante la reducción sistemática de la tasa de referencia realizada por la Fed dan cuenta de un problema estructural en los mercados financieros y de capital. La crisis tiene su origen en la forma en que las corporaciones, los bancos de inversión, las sociedades financieras, los inversionistas institucionales y los bancos comerciales constituyen su ganancia. Las medidas de desregulación financiera, como la liberalización constituyen parte del problema. Es posible sostener que el crecimiento del mercado de derivados y las estructuras financieras que se han creado para que los derivados se multipliquen es lo que origina la crisis. En ese sentido no es un problema de liquidez y la cuantiosa inyección de recursos realizada por los bancos centrales no puede resolver la crisis. Una medida de esta naturaleza, en tanto no se toman otras decisiones, puede incluso agravarla.

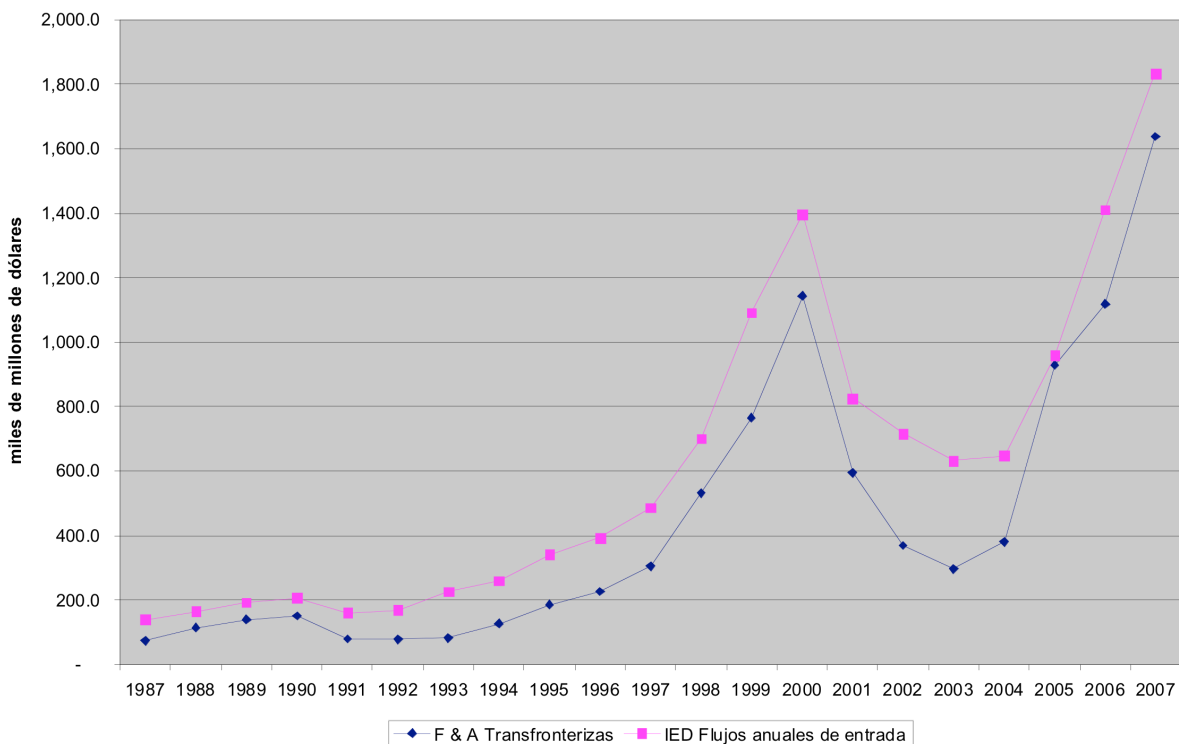
4. La colocación sistemática de recursos en diversos productos derivados no podía mantenerse; también la internacionalización de los capitales y el financiamiento de las inversiones en el extranjero se modifican. Durante los años noventa los flujos de inversión extranjera registran un importante crecimiento (UNCTAD, 2007; UNCTAD, 2003; UNCTAD, 2002; Vidal, 2006; Vidal, 2001). Las modificaciones legales realizadas en gran cantidad de países, como la firma de tratados bilaterales de inversión y los acuerdos de libre comercio impulsan el avance de la inversión extranjera directa (Vidal, 2006). Contrario a lo que puede considerarse en principio, gran parte de los recursos de la inversión extranjera directa (IED) no se destinan a la ejecución de nuevas inversiones. Son más importantes los recursos que se utilizan para realizar adquisiciones y fusiones. Varias de las grandes empresas transnacionales participan en operaciones de adquisiciones transfronterizas. En diversos casos, las firmas que realizan las adquisiciones no necesariamente son las de mayor tamaño y en otros se trata de compañías que en años recientes han iniciado su proceso de internacionalización.

Como se observa (Gráfica 1) el incremento en los flujos de entrada de IED a nivel mundial se corresponde con aumentos semejantes de los recursos utilizados en adquisiciones transfronterizas. Las compras entre grandes empresas incluyen además a firmas en un mismo país. Por ejemplo, es notable el proceso de fusiones entre compañías de la informática, en particular en el campo del software en EU. También destacan las fusiones realizadas en el sector de las telecomunicaciones y en el sistema financiero en ese mismo país. En Europa hay procesos equivalentes, destacando las adquisiciones en el sector de servicios públicos o en las empresas de energía, gran parte de ellas resultado de las privatizaciones (Vidal, 2001 y Vidal, 2008). Las adquisiciones son financiadas utilizando ampliamente el crédito. De tal forma, que el financiamiento de estas operaciones hace parte de las formas en

que los bancos y otras instituciones financieras obtienen sus rentabilidades.

Gráfica 1

IED, flujos anuales de entrada y F & A Transfronterizas



Con el avance de la crisis y los serios problemas que tienen las corporaciones el mercado de préstamos apalancados sufre una severa contracción. La reducción de las emisiones de préstamos para adquisiciones apalancadas es parte de un proceso más amplio que involucra al conjunto de los denominados productos estructurados. El origen del problema está en las endeble condiciones de rentabilidad tanto en bancos y otros operadores de los mercados financieros, como en las empresas. Por ello es que se

desploman también los mercados de los ABCP. La disminución en la emisión de préstamos para adquisiciones apalancadas es contundente, como se observa (Gráfica 2). Para marzo de 2008 los volúmenes de estas emisiones a nivel mundial han prácticamente desaparecido.

Gráfica 2

Emisión de préstamos para adquisiciones apalancadas
Volúmenes mundiales (miles de millones de dólares de Estados Unidos)



Fuente: BPI (2008). 78o Informe Anual: 112

En la primera mitad del año 2007 los préstamos para adquisiciones tienen un crecimiento notable, situándose las emisiones por encima de los 80 mmdd. Después, se produce una reducción sistemática en el volumen de las nuevas emisiones. Como sucede también con la emisión de otros títulos, como los MBS, que son títulos respaldados por hipotecas estadounidenses para vivienda y los CDO de tesorerías de diversas corporaciones (BPI, 2008: 112-113). En conjunto una contracción en los mercados de crédito, tanto de documentos emitidos por bancos, como los que corresponden a empresas.

Es en este contexto que aparecen los resultados negativos en términos de utilidades para gran cantidad de corporaciones. En algunos casos, como en los bancos de inversión gran cantidad de títulos no pueden ser validados en los mercados. En otros casos, no es posible renovar o mantener las estructuras de crédito que financian a las corporaciones o hay una franca reducción en las utilidades dado que el componente financiero de las mismas tiene un franco deterioro. En conjunto, existe una crisis en el modo en que las grandes empresas constituyen sus ganancias. Las utilidades resultado de la ampliación del mercado de derivados no pueden mantenerse. Como tampoco las corporaciones pueden seguir realizando operaciones con sus tesorerías que les reporten ganancias en los mercados estructurados.

Conclusión

En años pasados la acumulación del capital avanzó considerando rentabilidades importantes para un reducido grupo de corporaciones, bancos e inversionistas institucionales que se beneficiaban de los mercados de divisas, de la multiplicación de la titulación, de las operaciones apalancadas de compra de empresas, de la incorporación de partes crecientes de los ingresos y gastos de muchas familias a los circuitos financieros de la titulación. Sin embargo, las ganancias constituidas por estos medios no pueden mantenerse y toda la estructura del crédito construida para hacerla posible está seriamente dañada. Hay multitud de documentos de deuda que no pueden ser validados en los mercados. Su reconocimiento en los balances de las firmas las coloca en situación de quiebra, lo mismo en tratándose de bancos y otras firmas financieras, como de compañías de la industria y los servicios. En este sentido, la crisis es el resultado de los procesos de liberalización financiera de los últimos lustros, es la crisis del dominio de los capitales rentistas. Las opciones para enfrentarla

implican considerar los medios para desarticular a los grupos empresariales que se benefician de la dominación financiera.

Bibliografía

- BCE (2008). Boletín Mensual. Décimo Aniversario del BCE, Banco Central Europeo, Madrid, España.
- BCE (2001). Informe Anual de 2000, Banco Central Europeo, Frankfurt, Alemania.
- BPI (2008) 78 Informe Anual, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, 30 de junio.
- Davidson, Paul (2007) John Maynard Keynes, Palgrave Macmillan, England.
- Expansión, 20 de agosto de 2007, en <http://www.expansion.com/>
- Galbraith, James and Darity, William (2005) Macroeconomics, VSSP, Netherlands.
- IMF (2008). World Economic Outlook. Financial Stress, Downturns, and Recoveries, International Monetary Fund, Washington, D.C, October.
- Kaldor, Nicholas (1986) the Scourge of Monetarism, Oxford University Press, London, Great Britain.
- Vidal, Gregorio (2008). “Privatisations in Latin America”, in Critical Essays on the Privatisation Experience, Arestis, Philip and Sawyer, Malcolm (editors), Palgrave Macmillan, England.
- Vidal, Gregorio (2006). “Los procesos de integración en América, los acuerdos comerciales, los tratados bilaterales de inversión y la inversión extranjera” en ALCA: Procesos de integración y regionalización en América, Vidal, Gregorio (coordinador), Miguel Ángel Porrúa Editor, México.

- Vidal, Gregorio (2001). Privatizaciones, fusiones y adquisiciones las grandes empresas en América Latina, Anthropos Editorial, Barcelona.
- UNCTAD (2007). World Investment Report 2007. Transnational Corporations,
- Extractive Industries and Development, United Nations Conference on Trade and Development, New York and Geneva.
- UNCTAD (2003). World Investment Report 2003. FDI Policies for Development:
- National and International Perspectives, United Nations Conference on Trade and Development, New York and Geneva.
- UNCTAD (2002). World Investment Report 2002. Transnational Corporations and Export Competitiveness, United Nations Conference on Trade and Development, New York and Geneva.

Fecha de recibido: octubre 2008

Fecha de aprobación: diciembre 2008