



**Universidad Nacional Autónoma de México**

---

---

**Facultad de Economía**

***La globalización: ¿el término de una era?***

**Tesina**

Que para obtener el título de  
**Licenciado en Economía**

**Presenta**

Fernando Linares Rabadán

**Director de Tesina**

Dr. Víctor Manuel Godínez Zúñiga



Ciudad Universitaria, CD. MX., 2018



Universidad Nacional  
Autónoma de México



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.



## Índice

<b>Objetivo General</b>	<b>1</b>
<b>Objetivos particulares</b>	<b>1</b>
<b>Introducción</b>	<b>2</b>
<b>Antecedentes</b>	<b>4</b>
<b>1.- Las crisis financieras del siglo XXI</b>	<b>7</b>
a. La Desregulación Financiera	7
b. Nuevo siglo, nueva crisis: la burbuja tecnológica.	13
c. La formación de la burbuja inmobiliaria	17
d. La Gran Recesión	32
<b>2.- La decepcionante recuperación económica</b>	<b>38</b>
a. La intervención estatal y de la Banca Central	39
b. Nueva regulación y supervisión	43
c. Débil recuperación de las economías desarrolladas	47
d. El agotamiento del crecimiento de los países en desarrollo	50
<b>3. ¿Es el fin de la globalización?</b>	<b>54</b>
a. ¿De regreso al proteccionismo y los primeros pasos de una desregionalización?	54
b. El otro frente: el terreno financiero	58
c. Retos de la recuperación económica	61
<b>Conclusión</b>	<b>65</b>
<b>Bibliografía</b>	<b>68</b>

## Objetivo General

Analizar la naturaleza de las grandes crisis financieras del siglo XXI, su papel en la configuración de la Gran Recesión a escala global y en la lenta recuperación que se inició en Estados Unidos en el segundo semestre de 2009, incluyendo su desigual difusión internacional. Sobre esta base, el proyecto también busca explorar las tendencias que se proyectan a futuro en la economía global considerando las actuales políticas en los países y regiones más importantes del mundo.

## Objetivos particulares

- ✓ Exponer los principales puntos de desregulación financiera que permitieron la financiarización de la economía
- ✓ Realizar una caracterización de las crisis financieras de nuevo siglo
- ✓ Exponer el intento de respuesta del Estado y las instituciones financieras ante la crisis y la desaceleración económica
- ✓ Estudiar el lento proceso de recuperación económica
- ✓ Analizar las nuevas políticas de proteccionismo y desregionalización que se están dando en los últimos años
- ✓ Plantear un posible escenario económico tomando en cuenta las políticas anteriormente mencionadas

## Introducción

En la actualidad, la economía global atraviesa un momento de incertidumbre en el contexto de grandes transformaciones que está sufriendo el paradigma económico reinante durante los últimos 30 años. La globalización está pasando por un momento de estancamiento y en algunas de las economías más importantes del mundo, como la de Estados Unidos y Reino Unido, han surgido cambios de política económica que denotan un desplazamiento en sentido contrario a esta.

La crisis financiera que estalló en 2008 fue la más profunda y severa en más de ochenta años desde la Gran Depresión. El ciclo económico de recuperación iniciado en 2009 ha sido raquítico y no ha logrado encarrilar un dinamismo que sugiera que se han superado las afectaciones que dieron lugar a la Gran Recesión, sin embargo, los altos costos económicos en los que se incurrió por frenar la caída de la economía global en conjunto con los niveles más altos de desigualdad generados por el modelo económico de la globalización, han causado un malestar social generalizado, sobre todo en las economías más importantes del mundo.

La salida del Reino Unido de la Unión Europea y el triunfo de Donald Trump en las elecciones presidenciales en los Estados Unidos son una primera muestra del repudio de la sociedad al sistema económico dominante. Las propuestas del movimiento político en pos del Brexit y del ahora presidente de los Estados Unidos, se fundamentaron en modificar la política económica privilegiando a la economía doméstica en vez de la globalización.

Las propuestas alternas surgidas en Reino Unido, Estados Unidos y otros países europeos en materia de política económica sugieren el inicio de una transformación de fondo en la economía internacional. Por el momento, las perspectivas de crecimiento de la economía global se mantienen pendientes de la evolución de estas propuestas y su afectación, así como de la desaceleración y posible crisis financiera de la economía china.

La transición económica mundial ha generado incertidumbre y los riesgos se han incrementado. Aunque el posible viraje en contra de la globalización no se concrete, ya existen los primeros indicios de la necesidad de una transformación de la política económica que ha sido incapaz de resarcir la caída estrepitosa de la economía mundial durante la Gran Recesión, pero ¿el proteccionismo, la xenofobia y la desregionalización son la mejor vía?

Para poner en orden este análisis procederemos de acuerdo a los siguientes apartados: durante el primer capítulo expondremos un breve repaso del sistema bancario y financiero de los Estados Unidos haciendo especial énfasis en el proceso de desregulación que fue iniciado a principios de la década de 1970 y que a la postre sería una de las principales causas de las crisis financieras del siglo XXI. Más adelante estudiaremos las causas, el desarrollo, las consecuencias y los canales de transmisión a la economía real de estas crisis originadas en el sistema financiero. En el segundo capítulo analizaremos la reacción del aparato gubernamental y de la Banca Central en los Estados Unidos para hacer frente a la crisis económica más impactante desde el Crack de 1929, detallaremos las modificaciones en regulación y supervisión bancaria y financiera encaminadas a devolver la confianza y superar la crisis económica. También presentaremos los resultados de la aplicación de las políticas de reactivación económica que se presentaron sobre todo en los Estados Unidos y los efectos que surtieron tanto en las economías desarrolladas como en las economías en desarrollo. En el tercer capítulo trabajaremos sobre la reciente reorientación de las políticas en Europa y Estados Unidos (las cuales son muy distintas a las instauradas en la décadas de 1970 y 1980), consecuencia del malestar social que ha surgido en esos territorios por la continuidad de las políticas económicas asociadas a la globalización y a los costos sociales y económicos que esto ha implicado a lo largo de los años. En el último punto se expondrán las conclusiones.

## Antecedentes

A final de los años sesenta y principio de los años setenta del siglo XX, distintos factores pondrían fin a una época de desempeño económico notable en la mayoría de los países del orbe.

Los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial estuvieron caracterizados por un sólido crecimiento económico mundial protagonizado por la instauración de un sistema de tipos de cambio fijo y con los Estados Unidos y el dólar como núcleo del sistema financiero y económico internacional. De acuerdo con datos del Banco Mundial<sup>1</sup>, entre 1960 y 1973 la economía mundial creció a un ritmo de 5.4 por ciento en promedio anual, el PIB per cápita mundial se expandió a una tasa de 3.7 por ciento en promedio anual, la inflación se mantuvo en niveles cercanos al 4 por ciento, la productividad laboral se incrementaba continuamente (impulsada por las innovaciones tecnológicas y la intensificación de los procesos laborales) y los niveles de desempleo permanecieron bajos en las principales economías en el marco de un compromiso político-institucional a favor del pleno empleo.<sup>2</sup>

El gran dinamismo de la economía mundial durante la época de la posguerra empezó a declinar durante los últimos años de la década de 1960 y los primeros años de la década de 1970. A nivel internacional, la actividad económica había registrado cierta desaceleración. Los Estados Unidos atravesaban un periodo caracterizado por un exceso de demanda de bienes y servicios, lo que generó rápidamente un incremento en el nivel de precios. Por otro lado, la Guerra de Vietnam y la ampliación de los programas gubernamentales adoptados a la sombra del proyecto denominado “Great Society” del presidente Johnson —entre otros factores— obligaron al gobierno estadounidense a la emisión de altos niveles de deuda, causando mayores dificultades en la ya dañada balanza de pagos del país norteamericano.

Como una medida coordinada para contrarrestar el desempleo, la inflación y el reciente desequilibrio en la balanza de pagos, el 15 de agosto de 1971, el presidente Richard Nixon, anunció una serie de modificaciones a la política económica. La llamada Nueva Política Económica incluía un congelamiento en los precios, salarios y rentas por 90 días, un impuesto

---

<sup>1</sup> El PIB y el PIB per cápita a nivel mundial está determinado en dólares estadounidenses constantes de 2010. La inflación está medida por el Índice de Precios al Consumidor.

<sup>2</sup> Entre 1960 y 1973 la inflación en los Estados Unidos promedió 3.1 por ciento anual, según datos del Fondo Monetario Internacional.

general a las importaciones a una tasa de 10 por ciento, cambios en el cobro de impuestos con el fin de estimular la economía y la suspensión de la conversión de dólares por oro u otro activo de reserva<sup>3</sup>. Esta última medida daría inicio a la disolución del sistema implementado en Bretton Woods, la cual culminaría con la adopción de los tipos de cambios flotantes en 1973.

A pesar de una desaceleración de la demanda agregada, durante 1973, los Estados Unidos seguían sufriendo las consecuencias de una elevada inflación, agravada por el incremento de hasta cuatro veces el precio del petróleo. La confianza empresarial y del consumidor decayó cuando se sintieron los efectos de la inflación en los ingresos reales y se presencié una contracción generalizada de la actividad económica. Estas presiones también afectaron al sistema financiero que de inmediato se sumó como una preocupación, a tal nivel que la Reserva Federal fue requerida para prevenir la quiebra de un banco importante lo cual hubiera sido fatídico para la economía en su conjunto<sup>4</sup>.

La Revolución Iraní<sup>5</sup> provocó un nuevo aumento a los precios del petróleo. Mientras que el precio promedio anual en 1978 fue de 12.8 dólares por barril, en 1979 el precio ya se había incrementado a 29.2 dólares por barril<sup>6</sup>, es decir, hubo un incremento de 128 por ciento.

En Estados Unidos entre 1973 y 1979 la inflación promedio fue de 8.22 por ciento y la tasa de desempleo promedió 6.5 por ciento durante el mismo periodo. Las condiciones se agravaron durante 1980 y 1981, donde la inflación promedio fue de 11.96 por ciento, mientras que el desempleo pasó a promediar un 7.4 por ciento. Para describir estas condiciones económicas anormales, Paul Samuelson acuñaría el término estanflación<sup>7</sup>.

En 1981, Ronald Reagan sería electo como presidente de los Estados Unidos. Él, junto con la primera ministra británica Margaret Thatcher, conformaron una alianza informal que fue determinante para la promoción de las prácticas neoliberales fundamentadas en las teorías de economistas ortodoxos, como Friedrich Von Hayek y Milton Friedman. Thatcher y Reagan

---

<sup>3</sup> Economic report of the President 1972. [http://www.presidency.ucsb.edu/economic\\_reports/1972.pdf](http://www.presidency.ucsb.edu/economic_reports/1972.pdf)

<sup>4</sup> Federal Reserve Bank of New York. Annual Report 1974  
[https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?item\\_id=18019&filepath=/docs/historical/frbny/1974\\_frb\\_newyork.pdf](https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?item_id=18019&filepath=/docs/historical/frbny/1974_frb_newyork.pdf)

<sup>5</sup> Comenzó a finales de 1978 y según datos del Energy Information Administration entre 1978 y 1981 dio lugar a una caída de 3.9 millones de barriles de la producción iraní por día.

<sup>6</sup> Statista

<sup>7</sup> Presencia de altos niveles de inflación y una elevada tasa de desempleo.

fueron pioneros en adoptar estrategias de política de desregulación del sistema financiero, del comercio, el mercado de trabajo y la privatización de bienes y servicios públicos (Scott-Samuel, Clare, Chik, & David, 2014). En los años posteriores a su instauración en Gran Bretaña y Estados Unidos, este nuevo régimen de política económica fue identificado en el mundo como “neoliberal”.

Las políticas económicas de las administraciones de Thatcher y Reagan fueron trascendentales para iniciar la ola del proceso conocido como globalización, cuyas principales efectos pueden ser identificados en los ámbitos comercial y financiero. Para el desarrollo del presente texto, nos enfocaremos en la esfera financiera del proceso de globalización, cuyos fundamentos se encuentran en la desregulación financiera.

## 1.- Las crisis financieras del siglo XXI

Durante la década de los años 1980 la política económica adoptada sobre todo en Estados Unidos y Reino Unido sufrió una gran transformación sustituyendo el régimen de crecimiento fundamentado en crecimiento de los salarios reales en sintonía con la productividad, que hipotéticamente conducía a la incorporación de la clase media al consumo y con ello sustentar el crecimiento económico a una política basada en la expansión de los mercados financieros, el incremento en el precio de los activos y el crecimiento de la deuda como condición para sostener el consumo y con ello la demanda agregada. La importancia del sector financiero se fue incrementando en la economía mundial y sobre todo en los Estados Unidos: mientras que en 1970, el valor agregado del sector financiero representaba el 4.1 por ciento del valor agregado total, para 2001 ya representaba el 7.7 por ciento del valor agregado total.

Las transformaciones estructurales condujeron a la financiarización de la economía y a grandes cambios en los mercados laborales, favoreciendo los intereses de las instituciones financieras y aquella parte de la población ligado a esta. Estos hechos estropearon la política de redistribución de la riqueza y periódicamente generaron crisis financieras que a la postre se trasladarían al sector real de la economía, en donde en 2008 se desató la *Gran Recesión*, una crisis de gran profundidad y magnitud originada en el sistema financiero de los Estados Unidos que posteriormente se propagaría a todo el mundo.

### a. La Desregulación Financiera

El Banco de los Estados Unidos, ahora conocido como “El Primer Banco” fue fundado en 1791 e inició operaciones en Filadelfia. Un año más tarde ya contaba con sucursales en las ciudades de Boston, Nueva York, Charleston y Baltimore. No obstante, no fue sino hasta 1863 cuando formalmente se integró un sistema federal de regulación financiera con la aprobación por el congreso de Estados Unidos de la Ley de la Moneda Nacional, que también dio origen a la creación de la Oficina del Contralor de la Moneda dependiente del Departamento del Tesoro (Kushmeider, 2005).

A pesar de ir forjando un sistema bancario más organizado, los Estados Unidos carecían de un Banco Central que coadyuvara en las tareas de regulación financiera. En 1913, mediante la Ley de la Reserva Federal, el congreso estadounidense aprobó la instauración del Sistema de la Reserva Federal como el Banco Central de los Estados Unidos y cuyas principales tareas serían las de dotar a la nación norteamericana de un sistema financiero y monetario más seguro, más flexible y con mayor estabilidad<sup>8</sup>.

El sistema monetario y financiero de los Estados Unidos parecía irse desarrollando de manera “normal”, hasta que se presentó *La Gran Depresión*. La peor crisis económica mundial del siglo XX tuvo sus orígenes en el sistema financiero, razón por la cual las autoridades decidieron replantear las normas de regulación del sector.

Después de aprobar una serie de leyes que regulaban los préstamos dirigidos al sector vivienda, en 1933 el Congreso proclamó la Ley Bancaria y la Ley de Seguros y Cambios, que en esencia buscaban apartar las actividades tradicionales de la banca comercial, como el otorgamiento de créditos y la captación de recursos, de las de operadores de valores y, mediante la Regulación Q se interpusieron límites en las tasas de interés que los bancos ofrecían a los depositantes. También se instó la circulación de la situación financiera de las empresas emisoras de valores en los mercados públicos y se prohibió el fraude y la manipulación en el mercado bancario, de valores y de derivados. Paralelamente, mediante esta ley se fundó un sistema de seguro de depósitos para los consumidores con la instauración de la Corporación Federal de Seguros de Depósitos<sup>9</sup> y más tarde la creación de la Comisión de Cambios y Valores<sup>10</sup>.

Las complicaciones económicas que pusieron fin al Sistema de Bretton Woods durante la década de 1970, obligaron a realizar rigurosas modificaciones en las políticas económicas instauradas después de la Segunda Guerra Mundial. Al principio de su administración, Ronald Reagan realizó una serie de modificaciones en el ámbito económico, cuyos principales impactos se notaron en el comercio y el sector financiero. Estas reformas en política económica estaban influenciadas por las ideas ortodoxas de Milton Friedman y Friedrich Von Hayek.

---

<sup>8</sup> Reserva Federal de los Estados Unidos. <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fract.htm>

<sup>9</sup> Fue creada por el Congreso como una agencia independiente con la misión de mantener la estabilidad y confidencialidad en el sistema financiero.

<sup>10</sup> Tiene la misión de proteger a los inversionistas y de procurar mercados justos, ordenados, eficientes y de facilitar la formación de capital.

En el ámbito financiero las teorías más importantes de la época fueron desarrolladas entre otros por Ronald McKinnon (1973) y Edward Shaw (1974), quienes acuñaron el término de “represión financiera”<sup>11</sup> para referirse a la regulación existente en el sistema bancario. En el desarrollo de su teoría, este par de autores sostenían que el sistema financiero en una economía era ineficiente debido a la restringida competencia que predominaba en el sector, lo cual era ocasionado por la reglamentación y las intervenciones gubernamentales.

McKinnon y Shaw consideraron que generalmente en los países en vías de desarrollo (aunque también hay casos de países desarrollados) existían ciertas restricciones en la competencia en el sector financiero, lo que influyó para que las tasas de crecimiento de estas economías durante la década de 1950 y 1960 fueran menores. Ambos autores sostienen que en una economía donde el sector financiero está reprimido, se estimula un menor nivel de ahorro e inversión ya que las tasas de rendimiento son inferiores a las que hay en una economía con un mercado competitivo, por lo que las instituciones financieras no tienen un funcionamiento adecuado, canalizando el ahorro y la inversión de forma ineficiente, entorpeciendo el crecimiento de la economía en su conjunto.

Los partidarios de la liberalización financiera promovían la disminución o la total eliminación de la intervención estatal en la operación de los intermediarios financieros. Según su teoría, prescindir de los límites en las tasas de interés y dejar que fueran determinadas por las fuerzas del mercado las llevaría a un nivel óptimo, lo cual conduciría a incrementar los niveles de ahorro e inversión incentivando el crecimiento económico.

Adicionalmente planteaban que la liberalización de la cuenta de capital debería conducir teóricamente a una asignación más eficiente del capital a nivel internacional. Señalaban que la liberalización de la cuenta de capital sería benéfico en dos sentidos: por un lado, los países industriales recibirían una tasa de rentabilidad del ahorro privado más alta, mientras que los países en vías de desarrollo presentarían tasas de crecimiento más elevadas, mayores oportunidades de empleo y un mejor nivel de vida.

A pesar de que la gran ola de desregulación financiera se dio durante la década de 1980, el sistema bancario y financiero de los Estados Unidos ya había iniciado su transformación desde años atrás. Al inicio de los años 60, los certificados de depósito, que eran ofrecidos con la

---

<sup>11</sup> Básicamente se referían a las políticas mediante las cuales se establecían límites a las tasas de interés, el crédito era dirigido por el gobierno y se extendían subsidios a ciertos bancos.

finalidad de incrementar la capacidad crediticia del banco emisor, comenzaron a circular en gran escala una vez que los bancos colocaron estos instrumentos entre sus clientes corporativos y no corporativos.

La década de 1970 estuvo marcada por altos niveles de inflación y volatilidad en las tasas de interés. Para Broadus (1985), estas condiciones macroeconómicas adversas, junto con el rápido progreso tecnológico generaron una ola de innovación financiera mediante la cual los intermediarios financieros buscaban sortear las restricciones regulatorias establecidas en el sector financiero desde la época de *La Gran Depresión*. Los adelantos tecnológicos en las telecomunicaciones tuvieron un gran efecto en el sector bancario y financiero ya que les permitieron reducir el costo de cualquier transacción financiera. Por otro lado, los altos niveles de inflación y el incremento de los tipos de interés del mercado por encima de los límites de la Regulación Q incentivaron la creación de instrumentos que eludieran la restricción.

Una de las innovaciones financieras más representativas de la época fue la aparición del mercado monetario de fondos mutuos<sup>12</sup>. Estos instrumentos se comenzaron a ofrecer al público durante 1972, pero fue hasta finales de los setenta y principios de los 80 cuando registraron una importante expansión originada, principalmente, por las elevadas tasas de interés del mercado monetario, lo que dio origen a grandes diferenciales entre las tasas pagadas por estos fondos y las instituciones depositaras (Cook & Dubffield, 1998). A principios de 1978, los activos del mercado monetario de fondos mutuos se encontraban en un nivel de 5,620 millones de dólares, mientras que a principios de 1982 el nivel ya superaba los 198,730 millones de dólares<sup>13</sup>, registrando una tasa de crecimiento promedio trimestral de 25.0 por ciento durante este periodo.

La pérdida de competitividad de las instituciones depositarias frente al mercado monetario de fondos mutuos en los Estados Unidos, obligó a las primeras a solicitar a las autoridades cambios en la regulación existente. El primer gran movimiento de desregulación financiera en los Estados Unidos se dio en 1980, cuando el presidente Carter firmó la Ley de Desregulación de

---

<sup>12</sup> Un fondo mutuo es una compañía de inversión abierta y registrada en la SEC que recibe dinero de muchos inversionistas e invierte el dinero en acciones, bonos, instrumentos de corto plazo del mercado monetario, otros valores o activos, o en alguna combinación de dichas inversiones. El conjunto de valores y activos que son propiedad del fondo mutuo se conoce como cartera; la cual es administrada por un asesor de inversiones registrado en la SEC. Cada acción del fondo mutuo representa la propiedad proporcional que el inversionista tiene de la cartera del fondo mutuo y del ingreso que la cartera genera.

<sup>13</sup> Datos obtenidos de la Federal Reserve Bank of San Luis, en la dirección: <https://fred.stlouisfed.org/series/MMMFDSA>

Instituciones Depositarias y Control Monetario. Esta ley contenía modificaciones en los requisitos de reservas, el acceso y la fijación de los servicios de la Reserva Federal, la eliminación de la Regulación Q y las nuevas facultades de las instituciones de ahorro.

El segundo movimiento desregulatorio se presentó en 1982 con la promulgación de la Ley de Instituciones Depositarias de Garn - St.Germain. En resumen, esta ley dio autorización a las instituciones de ahorro y crédito para expandir sus actividades a los préstamos comerciales; también amplió la desregulación previa de los tipos de depósito creando una nueva cuenta de depósito del mercado monetario; eliminó algunas restricciones provenientes de la era de *La Gran Depresión* referentes a las tenencias de activos de ahorro para facilitar mayores ganancias; adoptó distintas medidas con el objetivo de fortalecer la industria de los ahorros y préstamos.

El siguiente acto de alto impacto en la desregulación financiera se presentó a finales de la década de 1990. La Ley de Modernización Financiera pretendía promover los beneficios de la integración financiera para los consumidores y los inversores. Fundamentalmente, esta ley elimina disposiciones claves contenidas en la Ley Glass – Steagall para permitir que los bancos comerciales se afilien con bancos de inversión; modifica la Ley de Sociedades para permitir a las compañías que poseen bancos comerciales cualquier tipo de actividad financiera; finalmente autorizó a la subsidiarias de los bancos para participar en una amplia gama de actividades que no estaban permitidas para los propios bancos.

Posteriormente, en el año 2000 aparecería la Ley de Modernización de Futuros de productos Básicos, con la que se abriría la puerta al comercio no regulado de derivados financieros.

Con la puesta en marcha de la desregulación, la actividad financiera registró una expansión sin precedentes, incluso superando en importancia a distintos sectores de la economía. Sin embargo, dicha expansión también ha tenido efectos negativos, pues las crisis financieras y económicas son cada vez más recurrentes y profundas debido a la gran interconexión global existente el sistema financiero.

En su libro *The road to financial reformation* (2009), Henry Kaufman hace un listado de al menos 15 crisis financieras que afectaron a los Estados Unidos desde el término de la Segunda Guerra Mundial. Algunas de estas crisis tuvieron su epicentro en eventos o en instituciones de los

Estados Unidos, mientras otras se originaron en alguna otra parte del mundo, pero se transmitieron al país norteamericano mediante sus conexiones en el sistema financiero.

**Cuadro 1. Crisis financieras y crediticias posteriores a la Segunda Guerra Mundial**

Mayores crisis crediticias desde 1945		
Año	Acontecimiento	Comentario
1966	Crisis crediticia	Desintermediación Financiera
1970	Falla en el Ferrocarril Central de Pennsylvania	Sobre dependencia de la emisión de papel comercial
1974	Falla en el Banco Nacional Franklin	Especulación cambiaria por el fuerte endeudamiento en los mercados interbancarios del eurodolar
1979	Crisis de la plata	Grandes posiciones de plata financiadas por Wall Street
1982	Incumplimiento de la compañía de valores gubernamentales de Drysdale	Uso excesivo de reportos
1982	Falla del Banco Penn Square	Gran concentración de los préstamos en el sector energético
1982	Rescate Financiero Mexicano	Los bancos de Estados Unidos eran grandes prestamistas con una cantidad sustancial debida dentro de un año
1984	Rescate del Banco Continental de Illinois	Financió al banco Penn Square y otros en el ámbito energético
1984 - 1985	Crisis de ahorros y préstamos	Préstamos e inversiones agresivas
1987	Caída de la Bolsa de Valores	La mayor pérdida en una sesión en la historia del Dow Jones
1989 - 1991	Rescate de los ahorradores y exceso de préstamos de los bancos comerciales	Bonos basura
1995	Crisis de Corea del Sur y México	Excesivo endeudamiento a corto plazo
1998	Mal funcionamiento de la gestión del capital a largo plazo y moratoria de la deuda rusa	Apalancamiento excesivo
2000	Burbuja tecnológica	Valoraciones excesivas de bonos
2007 - 2009	La Gran Recesión	Crisis hipotecaria subprime y sistema financiero sobre endeudado

*Fuente: The road to financial reformation. Henry Kaufman*

Durante la siguiente sección profundizaremos acerca de la burbuja tecnológica del año 2000 debido a la inmediata relación que guarda con *La Gran Recesión*, la crisis financiera más impactante desde el crash de 1929.

### **b. Nuevo siglo, nueva crisis: la burbuja tecnológica.**

En el periodo 1990 – 2000 la economía estadounidense registró la expansión económica más larga en una época no bélica. La tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto fue de 3.4 por ciento promedio anual, la tasa de inflación creció a un promedio de 3.0 por ciento, mientras que la inversión interna privada bruta real se expandió a una tasa promedio anual de 6.7 por ciento.

El crecimiento económico de la nación norteamericana fue especialmente robusto durante la segunda mitad de la década. Durante esa época, los Estados Unidos se encontraban gobernados por William Jefferson Clinton. En el último Reporte Económico del Presidente (2001) realizado bajo su gobierno, se considera que la economía estadounidense ha atravesado un proceso de transformación radical, por lo que muchos pensaron que estaban presenciando la creación de la Nueva Economía<sup>14</sup>. Enseguida ofreció ciertas evidencias de cambios en las tendencias económicas que justificaron la sentencia anterior: se dio un crecimiento fuerte del Producto Interno Bruto, el desempleo decayó y se mantuvo en niveles bajos, además de que los niveles de inflación se mantuvieron bajos y estables. Más adelante, Clinton añade que las excepcionales tasas de crecimiento del Producto Interno Bruto fueron reflejo de los altos niveles de creación de empleo y del incremento sostenido de la productividad.

Bernanke (2005) coincide en que uno de los desarrollos económicos más importantes en la década de los noventa en Estados Unidos fue el rápido crecimiento de la productividad, a la que relaciona a largo plazo como un factor para incrementar los niveles de vida. Durante el periodo 1970 – 1993, la productividad<sup>15</sup> en los Estados Unidos mostró una tasa de crecimiento promedio anual de 1.7 por ciento, mientras que en periodo 1995 – 2003, la tasa promedio anual registrada fue de 2.9 por ciento.

---

<sup>14</sup> Durante el Reporte Económico del Presidente 2001, se define a la Nueva Economía como las extraordinarias ganancias en el desempeño – incluyendo el rápido crecimiento de la productividad, el aumento de los ingresos, el bajo desempleo y la moderada inflación – que fue el resultado de avances tecnológicos, las prácticas empresariales y las políticas económicas de la gestión.

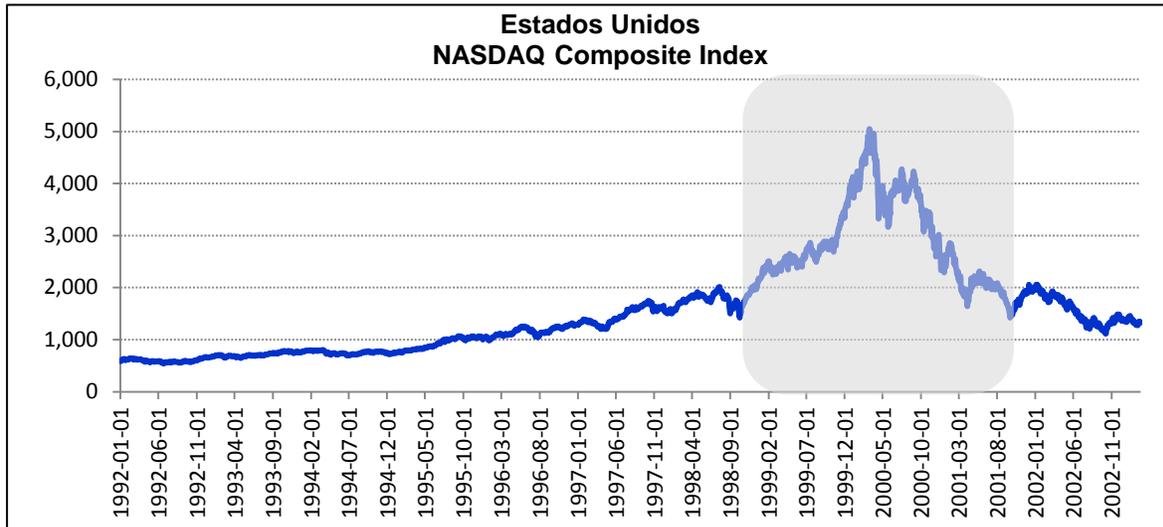
<sup>15</sup> Indicadores obtenidos de la Bureau of Labor Statistics. Producción por hora de la industria no agrícola.

El gran desempeño de la economía estadounidense coincidió con la época de auge en inversiones en tecnologías de la información, por lo que algunos economistas consideran que el rápido crecimiento de la productividad fue producto de una combinación de rápido progreso tecnológico y el auge de inversión en nuevas tecnologías de información y telecomunicaciones. De acuerdo con esta teoría, los avances en tecnologías de la información impulsaron el crecimiento de la economía de Estados Unidos, en primer lugar porque estos mismos avances permitieron a los productores de tecnologías de la información elevar rápidamente su productividad y secundariamente porque los avances en tecnologías de la información también estimularon el crecimiento de la productividad en otras industrias que aumentaron su inversión en equipos y software de alta tecnología que posteriormente funcionaron para reducir sus costos y aumentar la productividad (Jorgenson & Stiroh, 2000).

El auge del internet y de las tecnologías de la información propició que inversores de distintos tipos quisieran entrar al mercado. Las inversiones de este sector tuvieron una valiosa contribución al crecimiento del Producto Interno Bruto, pero en gran parte también contribuyeron con la contracción de la economía estadounidense al principio del nuevo milenio. Durante el periodo 1996 – 2000, cerca de un cuarto de punto porcentual de crecimiento promedio del PIB provino de la inversión en softwares y tecnologías de la información, mientras que otro cuarto tuvo su origen en todas las demás fuentes de inversión fija privada; por otro lado, en 2001 la caída de inversión en el sector restó 0.4 puntos a la tasa de crecimiento del PIB (Grimm, Moulton, & Wasshausen).

El sólido crecimiento de la economía estadounidense, bajos niveles de inflación y tipos de interés relativamente bajos se conjugaron con el extenso aumento de la productividad y su estrecha relación con el auge en el desarrollo de nuevas tecnologías de la información, lo que estimuló el alza de la cotización en bolsa de las empresas relacionadas con este sector. De hecho, Vilariño (2001) comenta que el crecimiento de la rentabilidad obtenida por las acciones incluidas en los principales índices de las distintas bolsas de valores en Estados Unidos, fue superior a la de otras épocas, colocando a las bolsas estadounidenses en primer lugar en rentabilidad a nivel mundial.

**Gráfica 1. Índice de la bolsa de valores tecnológicos en los Estados Unidos 1992-2003.**



*Fuente: Elaboración propia con base en datos de la FRED.*

En la gráfica anterior se advierte que el índice de valores tecnológicos inicia su crecimiento a principios de 1995, un momento relativamente cercano al despegue del crecimiento del PIB en Estados Unidos, no obstante, el crecimiento más importante de este índice se dio a finales de 1998. Entre el 8 de octubre de 1998 y el 10 de marzo de 2000, día en el que el crecimiento se estancó, el Índice Compuesto NASDAQ registró un crecimiento de 255.8 por ciento. A partir del 13 de marzo de 2000 y hasta octubre de 2002, cuando recupera su tendencia a la alza, el NASDAQ cayó 78.0 por ciento, erosionando cualquier rendimiento obtenido durante la burbuja. Algunos de los ejemplos más representativos de la caída del índice tecnológico fueron: America Online que desde 95.81 en diciembre de 1999 cayó a 8.70 en julio de 2002; Yahoo desde 112.1 en diciembre de 1999 a 4.1 en septiembre de 2001; Amazon desde 96.9 en noviembre de 1999 a 5.7 en septiembre de 2001.

La escalada de las cotizaciones de los valores tecnológicos que causaron la burbuja en el mercado de valores se debe en parte al desarrollo de nuevos procedimientos de valoración de capital instaurados para asignar valoraciones positivas a empresas nacientes. Con este tipo de metodologías de valoración, milagrosamente se lograba asignar altos precios a las empresas a las empresas tecnológicas. Vilariño (2009) señala que el problema con estas nuevas formas de valoración de instrumentos financieros fue una de las claves de la turbulencia y la posterior crisis financiera, pues en plena euforia por los precios de las acciones aparecieron distintos modelos con los cuales era posible justificar los altos precios.

Según Gómez (2009) la caída de los índices bursátiles, en este caso el NASDAQ casi siempre es el anticipo de una recesión en la economía real. Conforme a la anterior teoría podemos decir que el crack de la bolsa de valores tecnológicos afectó la economía real. Como lo vimos anteriormente, la caída bursátil inició durante marzo de 2000 y llegó a su punto mínimo durante octubre de 2002, mientras que la Oficina Nacional de Investigación Económica decretó que el pico<sup>16</sup> de actividad económica de Estados Unidos se presentó en marzo de 2001 y comenzó una recesión, luego de exactamente 10 años de expansión económica. En noviembre de 2001, esta misma oficina determinó que la economía de estadounidense registró su punto más bajo de actividad económica, con la que se marcó el final de la recesión iniciada en marzo del mismo año y el comienzo de una expansión. La recesión duró únicamente 8 meses, lo que resultó en un lapso inferior al promedio de las recesiones desde la Segunda Guerra Mundial.

Otro de los indicadores más representativos fue la tasa de desempleo, que en marzo de 2000, justo antes del estallido de la crisis se encontraba en un nivel de 4.0 por ciento, mientras que para octubre de 2002 se había incrementado a 5.7 por ciento. Este notable incremento pudo haberse justificado por la desaparición de muchas empresas derivada del quiebre del NASDAQ y la entrada en recesión de la economía.

Para hacer frente a la recesión y estimular la recuperación de la economía estadounidense, la Reserva Federal redujo los tipos de interés durante 2001. En la primera reunión de ese año, el Comité Federal de Mercado Abierto notó un mayor debilitamiento en las ventas y en la producción, en un contexto en donde los consumidores mostraban menor confianza. Adicionalmente, el año 2000 cerró con una inflación de 3.4 por ciento, el nivel más alto desde el año 1990, por lo que decidieron reducir la tasa de interés de un 6.5 a 6.0 por ciento. En total durante el año, el Comité Federal de Mercado abierto realizó 10 recortes a la tasa de interés objetivo, cerrando el año en 1.75 por ciento el nivel más bajo en casi 40 años.

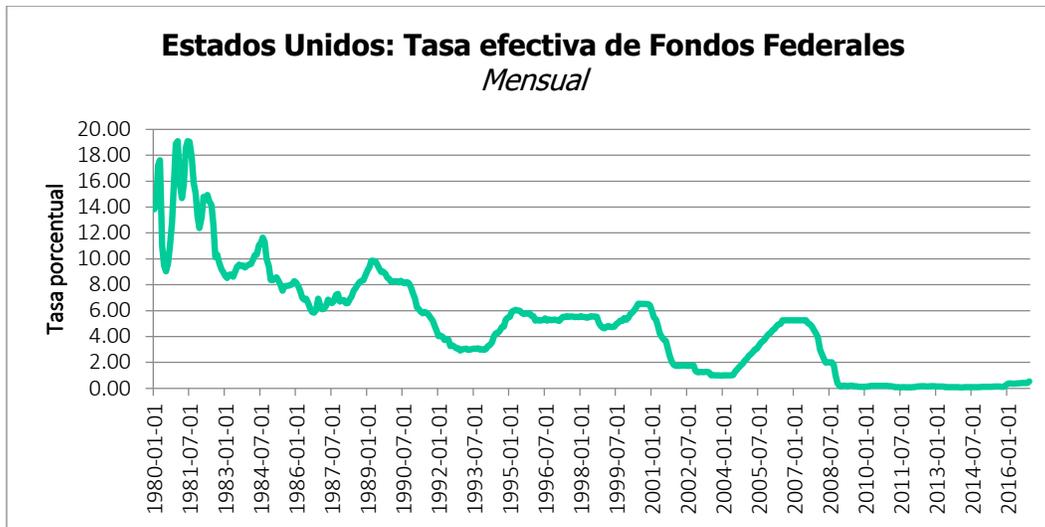
La política monetaria implementada durante la recesión de 2001 parece haber surtido efectos, estimulando el crecimiento de la economía estadounidense durante 2002, 2003 y 2004. Durante este periodo la Reserva Federal continuó con la política de recortes a las tasas de interés, aunque

---

<sup>16</sup> Según la Oficina Nacional de Investigación Económica, un pico marca el final de una expansión y el comienzo de una recesión.

a un menor ritmo, pues entre 2002 y 2003 solo se realizaron dos recortes, situando la tasa de interés en 1.0 por ciento.

**Gráfica 2. Tasa de interés efectiva de los Fondos Federales. 1980 - 2016**



**Fuente:** elaboración propia con datos de la Reserva Federal de San Luis.

A pesar del gran periodo de liberalización financiera, parece ser que restando algunos efectos negativos como las altas tasas de desempleo que predominaron en la década de los 80, la economía y el sistema financiero parecían ser más estables, sin embargo, no faltaba mucho tiempo para que la mayor crisis desde la Gran Depresión hiciera su presentación.

### c. La formación de la burbuja inmobiliaria

La política monetaria aplicada por los Estados Unidos a principio de la década de los 2000, con la cual buscaba reanimar su economía después de haber sufrido una ligera recesión provocada por el derrumbe de la bolsa de valores tecnológicos, fue una de las causas iniciales de la crisis financiera. Estados Unidos no fue el único país en seguir una política monetaria fundamentada en recortes a las tasas de interés, por lo que la economía estaba sumergida en un exceso de liquidez global, lo que a la postre se convertiría en una de las causas de la burbuja en el precio de las casas.

Durante 2003, la Reserva Federal de los Estados Unidos colocó las tasas de interés en 1.0 por ciento, en un afán de estimular la demanda de créditos por parte del sector privado e impulsar el crecimiento de los empleos y de la economía. La extraordinaria política monetaria expansiva estimuló un notable crecimiento de la oferta de crédito, ayudando a iniciar un proceso de recuperación de la economía estadounidense que se plasmó en el crecimiento del producto a una tasa anual de 2.8 por ciento, la tasa de desempleo se contrajo y la productividad laboral se incrementó.

Por otro lado, en 2001, el Banco Central de Japón recortó las tasas de interés hasta llevarlas al 0 por ciento como una medida para impulsar su economía después del estancamiento en el que cayó durante la década de los noventa. Este movimiento provocó que los especuladores tomaran préstamos en yenes para adquirir activos con un mayor rendimiento, como el caso de los bonos estadounidenses. Esto proveyó de mayor liquidez al sistema financiero de los Estados Unidos, aunque no fue el único país en el que se inyectó dinero.

El superávit de China es reciclado principalmente en los Estados Unidos. A principios de la década de los 2000, China tenía un tipo de cambio semi fijo, por lo que acumulaba reservas de divisas extranjeras que generalmente se invierten en bonos del tesoro de los Estados Unidos. China es uno de los principales inversionistas en estos valores, sin embargo, otros países también realizan esta práctica, lo que añadió una mayor liquidez a la burbuja de liquidez global (OCDE-UNAM, 2011).

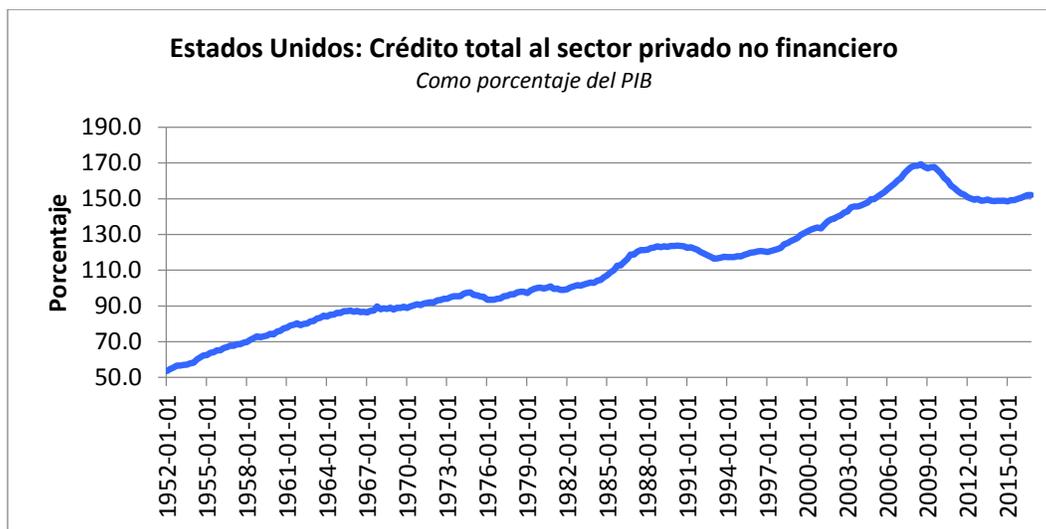
A pesar de que las tasas de interés en los Estados Unidos eran muy bajas, los bonos y las letras del Tesoro fueron ampliamente demandados en los mercados financieros internacionales, además, los flujos de capitales provenientes del exterior no cesaban de entrar a los mercados bancario y bursátil estadounidense. Japón y China no fueron los únicos en adquirir bonos respaldados por el gobierno estadounidense, países como Rusia, Corea y algunos países del Oriente Medio que contaban con un exceso de ahorro debido a los importantes recursos petroleros también adquirieron, mediante “fondos soberanos”<sup>17</sup>, estos activos mediante que finalmente serían canalizados al sistema bursátil, impulsando la ampliación de los mercados financieros en Estados Unidos.

---

<sup>17</sup> Los fondos soberanos son fondos de inversión de los gobiernos. La mayoría se crearon para acumular la riqueza financiera que se generaba con la exportación de materias primas, aunque también se crearon fondos con la acumulación de riqueza tras un largo periodo de superávits comerciales.

Aunque la economía estadounidense no tardó en recuperarse de la ligera recesión del principio de milenio, la Reserva Federal no intervino en el mercado para incrementar las tasas de interés, por lo que los grandes niveles de liquidez crediticia se vieron reflejados en un incremento sin control de la oferta de créditos, destacando los dirigidos al sector vivienda que impulsaron la construcción de nuevos inmuebles. Paralelamente, dentro del sector financiero se comenzaba a gestar una euforia galopante por la creación de instrumentos financieros dirigidos al ámbito hipotecario.

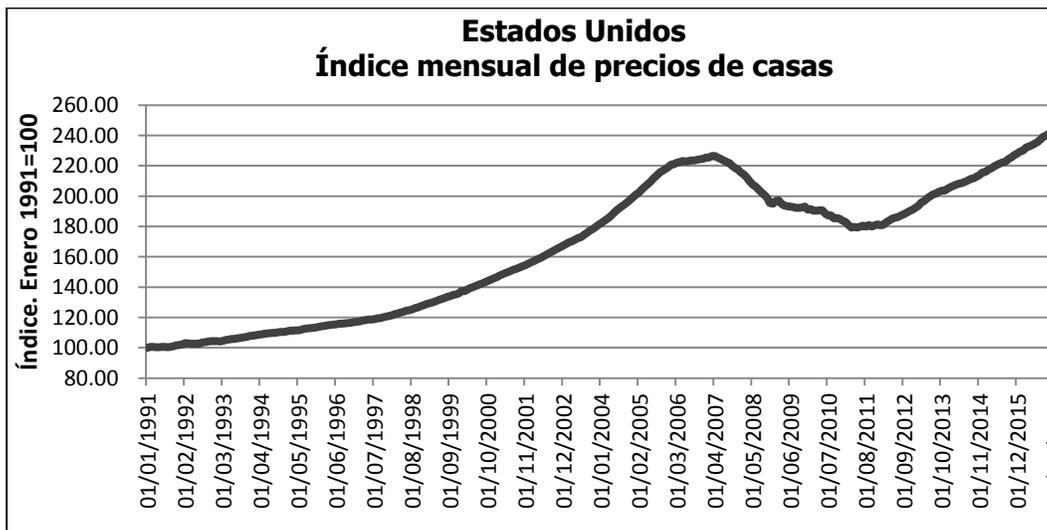
**Gráfica 3. Crédito otorgado al sector privado no financiero. 1952 - 2016**



*Fuente: elaboración propia con datos de la Reserva Federal de San Luis.*

El aumento desmedido de la oferta de créditos en el sector de la vivienda y la relajación de los requisitos solicitados para poder ser acreedor a uno, infló aceleradamente los precios de las casas. La facilidad con la que los créditos hipotecarios eran obtenidos y el valor de las hipotecas en sí, representó un gran negocio para los especuladores que apostaban por adquirir casas con hipotecas esperando revenderlas rápidamente y obtener cuantiosas ganancias. Las entidades financieras especializadas en otorgar préstamos hipotecarios no se conformaron con la cartera de clientes y relajaron los requerimientos mínimos para la obtención de un crédito, prácticamente cualquier persona era sujeto de crédito lo que amplió los préstamos de baja calificación crediticia conocidos como subprime, incrementando todavía más el precio de las casas.

Gráfica 4. Índice mensual de precios de casas en Estados Unidos. Solo compra. 1991-2017



Fuente: Elaboración propia con datos de la Agencia Federal de Financiamiento a la Vivienda.

En la gráfica anterior podemos ver que entre enero de 1991, mes base del índice de precios de casas y marzo de 2007, mes en el que se tiene el registro más elevado, las casas en Estados Unidos aumentaron su precio un 126.5 por ciento. El incesante incremento en el precio de las viviendas captó la atención de los bancos comerciales más importantes de Estados Unidos y Europa, quienes empezaron a invertir en activos inmobiliarios a través de fondos de cobertura<sup>18</sup>. Una de las principales razones que incrementaron el riesgo en el sistema financiero fue la estrecha relación que existía entre los bancos comerciales, los bancos de inversión, los fondos de cobertura y las compañías aseguradoras, estas instituciones sufrieron cuantiosas pérdidas por inversiones que estaban expuestas dentro de los mercados inmobiliarios. De hecho, durante 2008 el Fondo Monetario Internacional estimó que este tipo de instituciones habían incurrido en una pérdida total de 1.1 billones de dólares (Gropp, 2014). Como lo hemos documentado, la burbuja inmobiliaria fue ocasionada en parte por la euforia de los tipos de interés demasiado bajos que provocó un exceso de liquidez en el sistema financiero, sobre todo en el de los Estados Unidos, sin embargo, existieron otras causas que revisaremos a continuación.

<sup>18</sup> Un fondo de cobertura es un fondo de inversión que es accesible solamente para cierto número de inversionistas, ya que el monto mínimo a invertir es muy elevado. Estos fondos se estructuran en forma de asociaciones, siendo el socio general el administrador de la cartera, el cual es el encargado de tomar las decisiones en cuanto a la inversión. El objetivo de los gestores de fondos de cobertura es obtener beneficios mucho más elevados que los fondos de inversión tradicionales u otros vehículos de inversión aunque implique un riesgo más elevado.

Davidson (2009) y Palley (2012) concuerdan que la ola de desregulación financiera iniciada desde la década de 1980 estimuló una serie de innovaciones financieras en el área hipotecaria. En un principio, los derivados financieros fueron creados con el objetivo de permitir que los inversionistas y las empresas se pudieran anticipar y cubrir ante posibles riesgos que se vislumbraban en el futuro, sobre todo en los mercados accionarios e hipotecarios, de tal manera de evitar ser perturbados por situaciones adversas. La fiebre por crear y vender hipotecas rápidamente, incluso si los prestatarios normalmente no eran buenos candidatos para estos préstamos, provocó la crisis de las hipotecas subprime.

La aparición de la nueva ola de innovación financiera impulsó la inversión de los bancos en hipotecas. Con el objetivo de comprimir los compromisos contables de las hipotecas dentro de sus carteras de crédito, tanto los bancos comerciales como los de inversión ingeniaron nuevos mecanismos que transformaban esos créditos en valores comerciables. Éste entorno se presentó sobre todo en los mercados financieros de los Estados Unidos y fue conocido como el nombre de titulización.

Los nuevos títulos financieros circulaban en un extenso y nuevo mercado bancario en el cual prácticamente no existía la supervisión, el cual fue conocido como sistema financiero en la sombra<sup>19</sup>. El proceso de titulización iniciaba con la originación de una hipoteca que a la postre era comprada y vendida por una o más entidades financieras hasta que se integraba un paquete de créditos hipotecarios con el cual se respaldaba un título que era colocado entre los inversionistas. El valor del título recién creado se encontraba ligado al valor de los préstamos hipotecarios que formaban el paquete, y los intereses que aquel devengaba se pagaban con los intereses y el capital que los propietarios de las viviendas pagaban por sus préstamos. Prácticamente desde la originación de la hipoteca hasta la venta del título tenía lugar fuera de la órbita directa de fiscalización de los reguladores.

Las innovaciones que guiaron al mercado inmobiliario a una burbuja y posteriormente a una crisis tienen sus antecedentes más remotos en la relajación de los convenios de préstamo a valor. En la década de 1960 y 1970, los convenios limitaban las hipotecas a 3.5 veces el ingreso antes de impuestos y los costos de servicio de hipoteca estaban limitados a un tercio del ingreso. En la

---

<sup>19</sup> El término originalmente se le atribuye al economista Paul McCulley, quien lo empleó durante su discurso en el simposio financiero anual celebrado por el Banco de la Reserva Federal de Kansas City en Jackson Hole, Wyoming.

década de 1980 los convenios fueron moderándose hasta que al momento en el que se presentó la burbuja inmobiliaria habían desaparecido todos como se refleja en las famosas hipotecas NINJA<sup>20</sup>.

La segunda innovación fue el desarrollo de préstamos hipotecarios, los cuales permitían a los hogares el pedir préstamos dejando como garantía su patrimonio neto acumulado. El tercer desarrollo fueron los títulos respaldados por hipotecas, los cuales son obligaciones de deuda que representan reclamaciones a los flujos de efectivo de los préstamos hipotecarios. Comúnmente, los bancos retenían los préstamos hipotecarios hasta que estos fueron totalmente pagados, sin embargo, los bancos modificaron este comportamiento y comenzaron a combinar hipotecas juntas en un solo bono y vendieron acciones del mismo, esto aseguró a los bancos un flujo constante de dinero que pudieron emplear para financiar más préstamos hipotecarios.

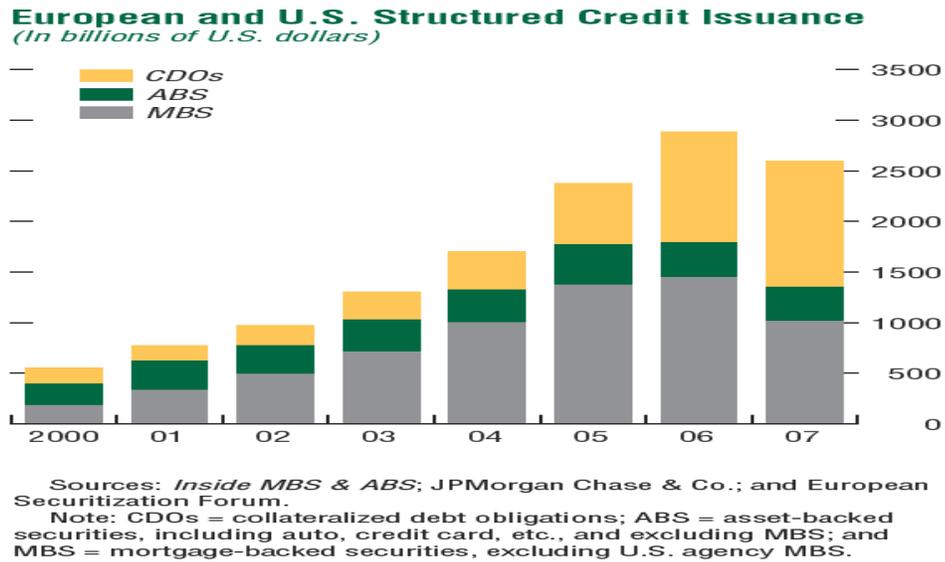
Otra gran innovación fueron las obligaciones de deudas garantizadas. Estos productos financieros incluían bajo un solo bono variadas emisiones de deudas distintas, con la diferencia de que estas pueden comercializarse por tramos o como un único producto de renta fija. Los bancos de inversión se ampararon bajo este esquema y combinaron emisiones de deuda de distinta calidad, al diversificar el contenido de cada producto era muy común que las agencias calificadoras les otorgaran la más alta calificación crediticia. Aquí yace la innovación de este producto; era capaz de transformar los préstamos más riesgosos en bonos de alta calidad que eran fácilmente transados.

Finalmente encontramos las permutas por incumplimiento crediticio, que son los instrumentos financieros más avanzados de la época. Estos instrumentos son una especie de contrato de seguro, en donde, mediante el pago de una prima, el tenedor de un bono o un crédito se cubre frente al riesgo de impago de un préstamo que haya otorgado. La particularidad de este producto es que brindaba de cierto modo una protección contra una inversión en particular, permitiendo a los poseedores realizar inversiones en algún otro sector.

---

<sup>20</sup> NINJA era el acrónimo para referirse a los prestatarios que no tenían ingresos, no tenían trabajo ni activos.

**Gráfica 5. Financiación estructurada en Europa y Estados Unidos. 2000 - 2007**



*Fuente: FMI (2008). Containing Systemic Risk and Restoring Financial Soundness*

El tipo de financiación empleado por los bancos comerciales más importantes de Estados Unidos, entre los que se encontraban Bear Stearns, Lehman Brothers, Bank of America, J.P. Morgan Chase, Citigroup, Wells Fargo, Morgan Stanley, Washington Mutual y Wachovia, entre otros, además de algunos bancos europeos medianos y grandes como Northern Rock, UBS, Deutsche Bank y Barclays, implicaba la agregación de distintos riesgos subyacentes agrupando instrumentos sujetos a esos riesgos y dividiendo los flujos de efectivo resultante en “tramos” pagados a diversos titulares. Los pagos de la agrupación se pagan a cada uno de los titulares en un orden específico, iniciando por los tramos “senior” que son los menos riesgosos, hasta el tramo “accionario” que son los más arriesgados. Si los flujos de efectivo esperados en el fondo no son próximos (por el incumplimiento de pago de algún préstamo), entonces, después de que un amortiguador de flujo de efectivo se agota, los tenedores del tramo accionario son los primeros en no recibir pago. En caso de que los flujos de efectivo se reduzcan aún más, el siguiente conjunto de titulares de tramo no reciben su pago completo. Normalmente los tramos superiores se constituyen para que las agencias calificadoras otorguen la calificación de AAA, que en el papel señalan que existe una probabilidad muy reducida de no recibir los pagos.

Hasta mediados de 2007, cuando la crisis financiera empezaba a vislumbrarse, el crecimiento de los productos financieros estructurados se había dado de forma acelerada. Por ejemplo, como

podemos notar en la gráfica 5 en Estados Unidos y Europa estos productos de crédito aumentaron de cerca de 500 billones de dólares durante el año 2000 a cerca de 3,000 billones de dólares en 2006, registrando un crecimiento promedio anual de cerca de 35 por ciento (Fondo Monetario Internacional, 2008).

Los valores de rendimiento elevado y con altas calificaciones eran fácilmente colocadas en distintas compañías de seguro, fondos de pensiones y otros bancos pequeños dispersos alrededor del mundo. Para otro tipo de inversionistas, por ejemplo los fondos de cobertura y otros que estaban en busca de un riesgo mayor los tramos de estos valores estructurados con calificaciones más bajas también parecían ofrecer rendimientos atractivos. El contexto de alta liquidez del sistema financiero hizo que los inversionistas no prestaran atención a los riesgos que estos activos conllevaban y confiaron en el dictamen de las agencias calificadoras.

Como lo señalaron Davidson y Palley, la efervescencia por la creación de nuevos instrumentos financieros que permitieran extender aún más los créditos otorgados por los bancos, en combinación con el proceso de desregularización del sistema financiero, proveyeron a las familias y los inversionistas de una falsa sensación de mayor riqueza que podría continuar siendo alimentada por el sector financiero, pero las grietas existentes en dicho sector terminarían por reventar la burbuja inmobiliaria, ocasionando una crisis financiera que rápidamente se trasladaría a la economía real.

A mediados de 2004, la Reserva Federal dio inicio al proceso de normalización de las tasas de interés, aplicando continuos incrementos. Como una medida en contra de la creciente inflación, la Fed aplicó hasta 17 incrementos en las tasas entre junio de 2004 y junio de 2006, naturalmente el costo de los créditos se incrementó y parte de las consecuencias se notaron en el mercado inmobiliario. Como lo podemos ver en la gráfica 4, la burbuja inmobiliaria alcanzó su punto máximo durante 2006, pero durante el primer trimestre de 2007 el valor real de las propiedades empezó a caer. Otro de los factores que incrementó el riesgo fue la existencia de un número extenso de hipotecas otorgada bajo la modalidad de tasas ajustables, las cuales sufrieron un incremento durante 2007.

Como lo vimos anteriormente, durante el auge en el otorgamiento de los créditos hipotecarios se relajaron los requisitos para obtener la concesión de uno (incluso muchos hogares, empresas e instituciones financieras asumieron más deudas de las que podían manejar), por lo que muchas

hipotecas fueron colocadas entre los sectores sociales de menores ingresos y con escaso o nulo historial crediticio, por lo que con el ajuste a las tasas de interés, muchas personas de ingresos medios o bajos comenzaron a suspender los pagos de las cuotas de sus hipotecas (Marichal, 2010).

La situación se agravó en cuanto se descubrió que los métodos de financiamiento alternos empleados por los bancos eran difíciles de valorar, eran ilíquidos y presentaban diversas fallas. Muchos de estos instrumentos se mantenían fuera del balance de las principales instituciones financieras, por lo general en vehículos de inversiones estructuradas o fondos especiales con la finalidad de sacar provecho del menor costo financiero en el que incurrieran estas operaciones, lo que favorecía la ampliación del apalancamiento en otros sectores del balance de los bancos. La incertidumbre que rodeó a las deficientes prácticas contables y de valoración de productos de crédito estructurado, expuso al sistema financiero a perturbaciones en el flujo de fondos y produjo una crisis de confianza (Kodres, 2008).

En un principio, la Reserva Federal proporcionó liquidez de emergencia al sistema financiero estadounidense, redujo las tasas de interés de referencia, sin embargo eso no evitó que la crisis financiera se agravara e incluso se amplificara. Las pérdidas en las que han caído las instituciones financieras más importantes de los Estados Unidos no solo se relacionan con las hipotecas de alto riesgo, sino también con los préstamos con un exceso de apalancamiento y los productos estructurados.

Durante el primer trimestre de 2008, la Reserva Federal rescató de la bancarrota al banco de inversión Bearn Stearns, asumiendo 30,000 millones de dólares en obligaciones y posteriormente vendiendo la institución a JP Morgan Chase. Durante septiembre de ese mismo año, el Departamento del Tesoro asumió el control de Fannie Mae y Freddie Mac<sup>21</sup>. Lehman Brothers no corrió con la misma suerte que Bearn Stearns y quebró, este evento envió señales de pesimismo al mercado financiero y quedó marcado, por muchos, como el evento detonante de la crisis financiera. Por más intervenciones que se realizaron en el mercado, la complejidad de los nuevos instrumentos financieros y la forma de operación del sector en la búsqueda irracional de mayores

---

<sup>21</sup> Fannie Mae y Freddie Mac son compañías cotizantes en bolsa que de cierta manera están auspiciadas por el gobierno con la meta de brindar financiamiento en el mercado de vivienda.

ganancias provocó que la crisis hipotecaria se propagara por todo el sistema financiero, no solo en Estados Unidos sino en todo el mundo (Zurita, Martínez, & Montoya, 2009).

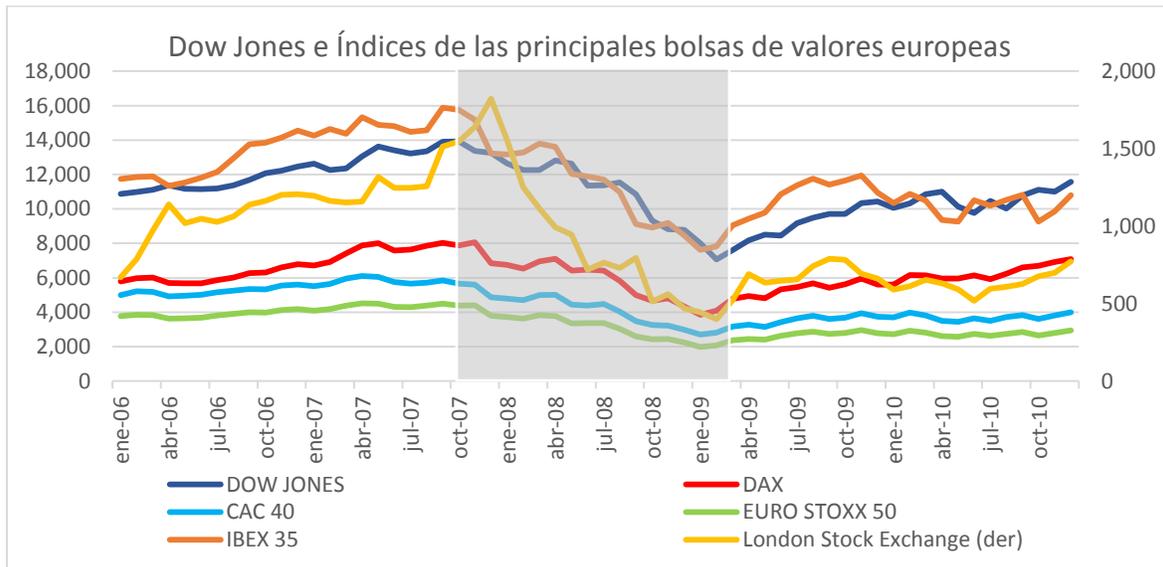
#### **d. Efecto de contagio regional a partir de la crisis financiera en Estados Unidos.**

El modelo de crecimiento económico fundamentado en el dominio del capital financiero sobre el resto de la economía, cuyos cimientos son la liberalización y la desregulación de los mercados financieros dio origen a un mercado global cuya capital son los Estados Unidos. El origen de la crisis data del sistema financiero de este país, pero al estar altamente interconectado con el resto de los sistemas financieros de la gran mayoría de los países el esparcimiento de la crisis fue inevitable, sin embargo, la transmisión y los efectos de la crisis financiera han sido distintos entre los países.

##### *Zona Euro*

La zona euro tiene una gran interdependencia con el sistema financiero estadounidense, como el resto de los países y regiones, sin embargo, tiene la característica de que el modelo del sistema financiero europeo es muy similar al estadounidense en cuanto a las instituciones bancarias y la relación que estas guardan con las promotoras inmobiliarias. Dada esta estrecha relación entre los sistemas financiero estadounidense y europeo, Reyes (2010) plantea que la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 fue el parteaguas para la caída de las bolsas de valores europeas, por lo que lo considera como el primer impacto que tuvo la crisis de los Estados Unidos en la Unión Europea.

**Gráfica 6. Índices de las principales bolsas europeas en comparación con el Dow Jones**

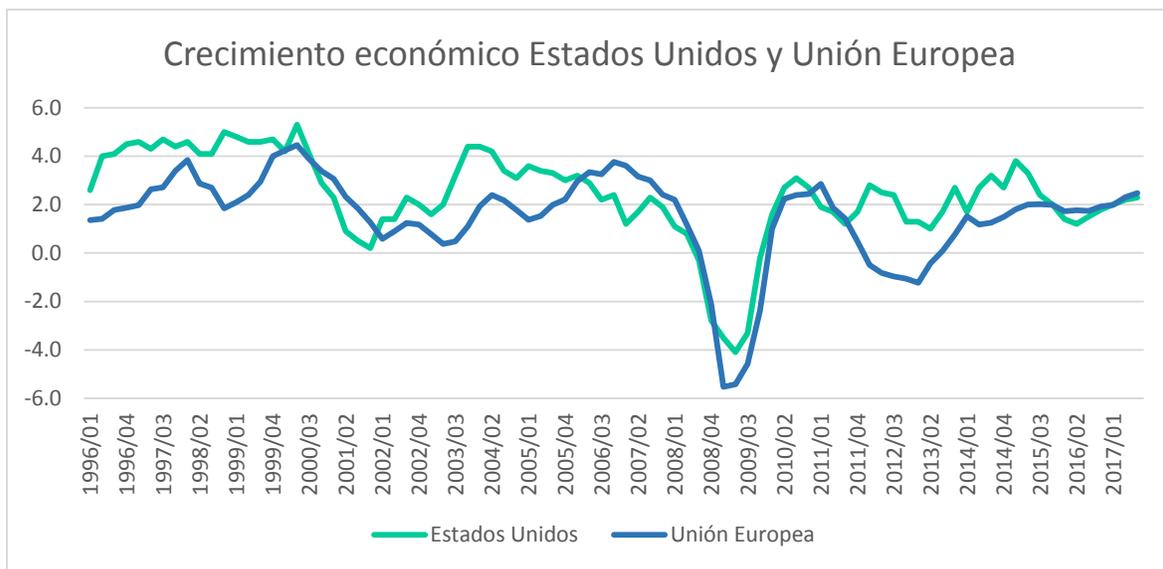


*Fuente: Elaboración propia con base en datos de Yahoo Finance.*

Como podemos ver en la gráfica 6, el comportamiento de las principales bolsas de la Unión Europea se encuentra altamente relacionado a la trayectoria del Promedio Industrial Dow Jones de los Estados Unidos. Durante el periodo de mayor embrollo en el sistema financiero global, las bolsas de valores alrededor del mundo registraron una estrepitosa caída arrastradas por el naufragio de la economía y el sistema financiero estadounidense, por ejemplo: el Promedio Industrial Dow Jones, que refleja el precio de las acciones de las 30 empresas más importantes y representativas de los Estados Unidos sufrió un retroceso de 19.2 por ciento entre agosto y octubre de 2008; el Euro Stoxx 50, índice de referencia en la Zona Euro que incluye a las 50 compañías más importantes por capitalización bursátil, incluyendo actualmente empresas de España, Francia, Alemania, Bélgica, Irlanda, Italia y Holanda, cayó 20.0 por ciento entre los meses de agosto y octubre de 2008; el DAX, índice de referencia de la bolsa de valores de Frankfurt se desplomó 19.9 por ciento durante este mismo periodo; el London Stock Exchange se hundió 29.6 por ciento en idéntico lapso; el CAC 40, que es ponderado con las 40 acciones más significativas negociadas en la Bolsa de París se contrajo 19.1 por ciento durante los mismos tres meses; el IBEX 35, principal índice de la bolsa de valores española cayó 18.9 por ciento en este mismo periodo.

La creciente coerción de la economía global ha acrecentado la interdependencia de crecimiento económico entre los distintos países y regiones. Si observamos la gráfica 7 en la que se compara el crecimiento económico entre los Estados Unidos y la Unión Europea podemos ver que también existe una gran correlación en este sentido, sin embargo, la crisis financiera global y la subsecuente recesión de la economía estadounidense afectó en diversas magnitudes a cada uno de los países que conforman el bloque europeo.

**Gráfica 7. Comparación del crecimiento del PIB entre Estados Unidos y la Unión Europea**



**Fuente:** *Elaboración propia con base en datos de la FRED.*

Si bien la mayoría de los países que conforma el bloque europeo registró una contracción de su actividad económica, esta se presentó a distintos niveles y generalmente el impacto estaba directamente relacionado con el nivel de exposición que su sistema financiero tenía en relación con el mercado hipotecario y la posición de su sistema bancario. Estos dos factores desempeñaron un papel más importante en la caída del PIB de las economías más grandes de la región, mientras que en economías más pequeñas con menores relaciones financieras internacionales y menor profundidad del sistema bancario se vieron más afectadas por la disminución de transacciones comerciales con las grandes economías europeas.

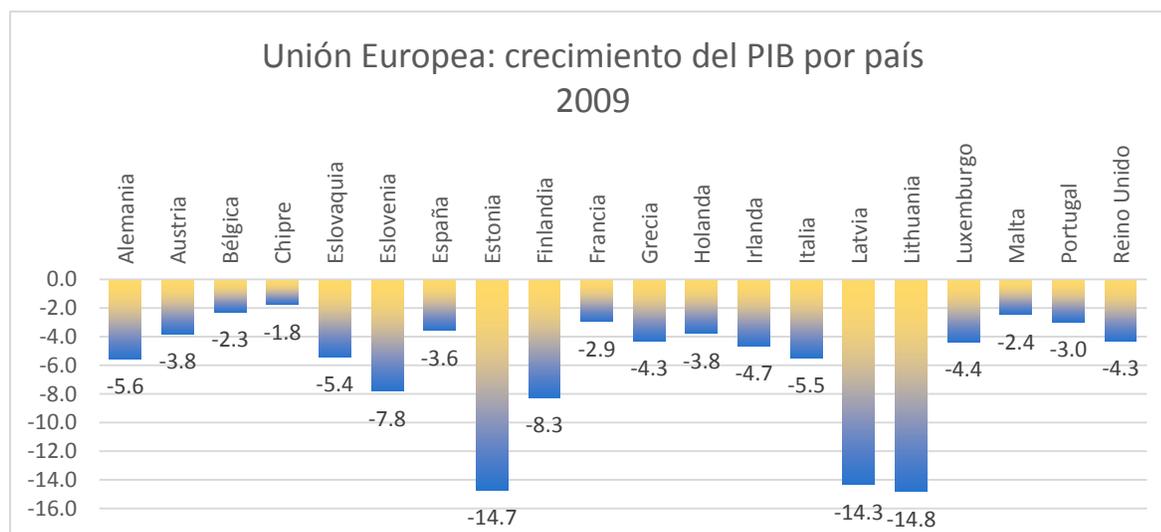
En Alemania los bancos más afectados fueron el Hypo Real Estate, que tuvo que ser rescatado por las autoridades bancarias alemandas, el Lufthansa y el Deutsche Bank, entre otros, quienes sufrieron grandes pérdidas contables a consecuencia de la amortización de títulos financieros que

tenían inscritos dentro o fuera de sus hojas de balance. La crisis bancaria y la caída de las exportaciones alemanas contrajeron el PIB de ese país 5.6 por ciento durante 2009, lo que fue un duro golpe para la región del euro ya que esta economía representa más de una cuarta parte del total de la economía regional.

En Reino Unido los bancos más afectados fueron Northern Rock, Royal Bank of Scotland (RBS) y Lloyds. Durante las operaciones de rescate se estima que el Tesoro británico ha tenido que transferir alrededor de 124,000 millones de libras con pérdidas estimadas para el contribuyente por unos 28,000 millones de libras por el Banco de Inglaterra. La intervención gubernamental en favor de los bancos se llevó a cabo para evitar la quiebra del sistema bancario británico. Paralelamente, el gobierno puso en marcha un programa de estímulo de 31.000 millones de libras, que incluía medidas como la reducción del IVA, la reactivación del gasto de capital en escuelas y viviendas sociales y el aplazamiento de la subida del impuesto de sociedades. Durante 2009 el PIB de Reino Unido se contrajo 4.3 por ciento.

Por otro lado los gobiernos de Bélgica, Países Bajos, Luxemburgo y Francia tuvieron que acudir públicamente al rescate de dos grandes bancos con sede en Bruselas, el Fortis y el Dexia. La caída del PIB de estos países fue de 2.3 por ciento, 3.8 por ciento 4.4 por ciento y 2.9 por ciento, respectivamente, siendo más significativo este último ya que la economía francesa representa poco más del 20.0 por ciento de la economía total de la región del euro.

**Gráfica 8. Crecimiento económico de los países de la zona euro. 2009.**



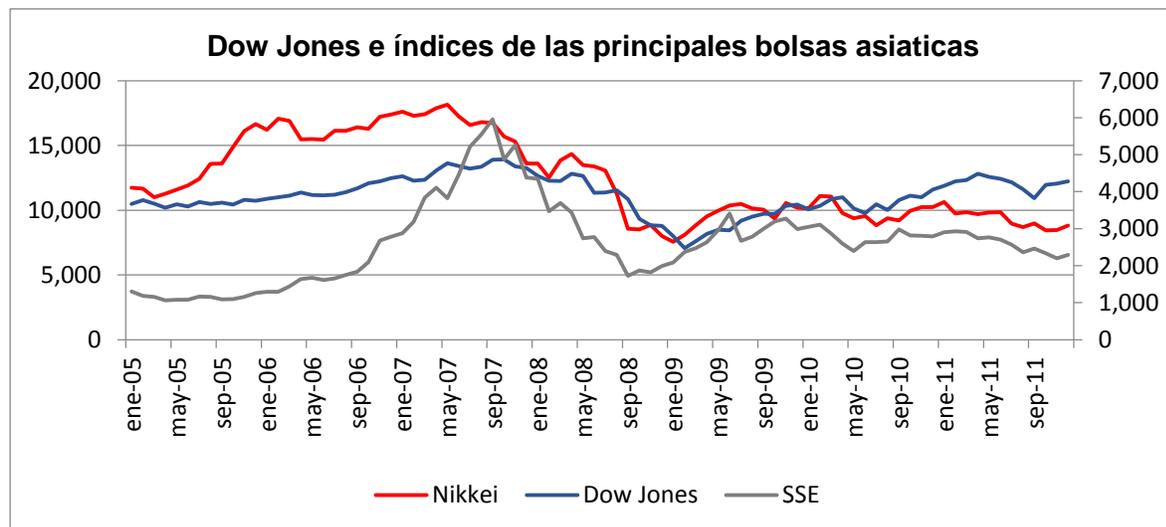
*Fuente: Elaboración propia con base en datos del FMI.*

## Asia

A pesar de que las economías asiáticas se fundamentan en un modelo de crecimiento distinto al de los Estados Unidos. Por ejemplo, el modelo económico japonés se fundamenta en la limitación de la competencia de mercado, con una dinámica innovadora (en el sentido tecnológico), nuevos y sofisticados procesos de producción y exceso de ahorro interno, entre otras cosas. Estos elementos se convirtieron en pilares fundamentales no solo de crecimiento económico sino también de desarrollo (Arellano, 2008). Por otro lado, en la economía china existen controles macroeconómicos orientados a mantener el crecimiento económico y controlar la inflación. El sistema financiero chino se encuentra controlado por el estado, aunque los bancos conservan un considerable nivel de autonomía. Además, el sistema financiero chino se encuentra poco conectado con los mercados financieros internacionales, lo que en el papel, le dotaría de una mayor fortaleza para resistir los efectos de cualquier crisis financiera externa.

Las principales bolsas de valores de Japón y China acompañaron la caída del Promedio Industrial Dow Jones; entre agosto y octubre de 2008 el Dow Jones cayó 19.2 por ciento; el índice Nikkei de la bolsa de valores japonesa se hundió 24.4 por ciento, mientras que la bolsa de valores china cayó 18.4 por ciento. A pesar de la diferencia entre los sistemas financieros de Estados Unidos y de estos países asiáticos, sin embargo, el impacto en la economía no provino en su mayoría del sistema financiero gracias a que las familias no participan en la misma magnitud en la bolsa de valores como lo hacen en los Estados Unidos.

**Gráfica 9. Índices bursátiles de las principales economías asiáticas.**



*Fuente: Elaboración propia con base en datos de Yahoo Finance.*

El sector externo fue el campo en donde se registraron los mayores estragos de la crisis financiera global en estos dos países asiáticos. La recesión de la economía estadounidense provocó una gran caída en la demanda de mercancías chinas y japonesas. Según datos del FMI, las exportaciones chinas que avanzaban a una tasa de 20.1 por ciento promedio anual entre 2006 y 2008, cayeron 11.3 por ciento durante 2009. En este mismo año, las importaciones chinas crecieron a una tasa de 2.2 por ciento, muy lejos del 14.2 por ciento que promediaron durante los tres años anteriores. Por otro lado, durante 2009, las exportaciones japonesas se contrajeron 23.4 por ciento en comparación con el año anterior, mientras que las importaciones se hundieron 15.7 por ciento en relación a 2008.

La contracción del sector externo por la baja demanda de productos en el exterior fue uno de los principales motivos por los que estas economías asiáticas vieron mermada su actividad económica. Durante 2009 la economía china creció 9.2 por ciento, sin embargo, estuvo muy lejos del crecimiento a doble dígito que sostenía a principios de la década; por su parte, la economía japonesa cayó 5.4 por ciento durante este año.

**Cuadro 2. Indicadores de las economías asiáticas.**

Actividad económica y sector externo		
2009		
Concepto	China	Japón
PIB	9.2	-5.4
Exportaciones	2.2	-15.7
Importaciones	-11.3	-23.4

*Fuente: Elaboración propia con base en datos de FMI.*

Como lo hemos constatado, la crisis financiera surgida en los Estados Unidos en un sector muy específico como el hipotecario se convirtió en una crisis global debido a la gran correlación que existe entre las economías y los sistemas financieros de todos los rincones del mundo. Aunque a diferentes niveles y magnitudes, la crisis financiera afectó a todas las regiones del planeta, por lo que más adelante se reconocería su magnitud, únicamente comparable con *La Gran Depresión* de la década de 1930.

## e. La Gran Recesión

El viraje en la política económica iniciada poco más de tres décadas atrás eliminó el régimen económico de la posguerra e instauró uno cimentado en la financiarización de la economía. Epstein (2005) conceptualiza la financiarización como:

“la progresiva importancia de los intereses financieros, los mercados financieros y los agentes e instituciones financieras en el desarrollo de las economías a nivel nacional e internacional”

La economía estadounidense es el mejor ejemplo de la financiarización, pues es la economía en donde se ha desarrollado a mayor grado. Palley (2007) dice que este fenómeno trastoca el desenvolvimiento del sistema económico a nivel micro y macroeconómico. Algunos de sus principales impactos consisten en robustecer la importancia del sector financiero en comparación con la economía real, transferir los ingresos de la economía real al sector financiero y contribuir a la desigualdad de ingresos y al estancamiento de los salarios.

Cuando se hizo esta afirmación la crisis financiera estaba en momentos próximos a estallar, pero las nociones referentes al favorecimiento de la distribución del ingreso de la economía real hacia el sector financiero y el correspondiente incremento de la desigualdad y estancamiento de los salarios ya eran visibles desde tiempo atrás.

La crisis financiera originada en Estados Unidos entre 2007 y 2008, rápidamente se extendió a otros países, en gran medida, gracias a la existencia de un mercado financiero global. España, Irlanda, Reino Unido, Alemania y Francia padecieron fenómenos idénticos al de la burbuja inmobiliaria estadounidense.

Blanchard (2009) esperaba que en un principio las pérdidas por la crisis financiera pudieran ser absorbidas en su mayoría por las instituciones financieras, sin embargo, esto no ocurrió así, no solo se expandió al resto de los sectores de la economía, sino también a casi todos los países del mundo. Para este economista la crisis se extendió de manera incontrolable mediante dos mecanismos principales: en primer lugar, sentencia que las instituciones financieras que están en riesgo ya no pueden financiarse en los mercados tradicionales, por lo que se ven obligadas a vender activos, en la medida en que este fenómeno persiste restarán menos inversores que estén dispuestos a comprar esos activos. Adicionalmente, si el valor de los activos en cuestión es difícil

de valor, es muy probable que deban venderse a precios muy por debajo del valor actual esperado. Por otro lado, la venta de activos por debajo del valor esperado contribuye a que el mismo tipo de activos de otras instituciones pierdan valor, lo que reduce el capital y obliga a las demás instituciones financieras a que también vendan sus activos a precios de remate, afectando al sector financiero en su totalidad.

En segundo lugar, después de que el valor de sus activos y capital redujeron su calor, las instituciones financieras deben mejorar su ratio de capital con el objetivo de cumplir con los requerimientos reglamentarios o para tranquilizar a los inversores que se encuentran inquietos que están tomando medidas para reducir el riesgo de que la entidad caiga en insolvencia. Las entidades financieras tienen la opción de captar una mayor cantidad de fondos de inversionistas externos o reducir su nivel de apalancamiento mediante la venta de activos o una reducción de la cartera de crédito. Durante periodos complejos como la crisis financiera, es difícil encontrar inversionistas que quieran aportar capital adicional, por lo que la opción restante es vender otra parte de sus activos. En este contexto, nuevamente se pone en marcha el mecanismo: la venta de activos da lugar a precios de remate que terminan afectando los balances de todas las instituciones financieras que los poseen.

La crisis que estallara con la caída del mercado de hipotecas de alto riesgo en los Estados Unidos parecía un problema autocorregible y bien delimitado. Las pérdidas causadas directamente por el mercado de hipotecas de alto riesgo fueron relativamente pequeñas, pues fueron del aproximadamente 2 al 3 por ciento de los precios de las acciones en los mercados estadounidenses, son embargo, los problemas se conjugaron y se propagaron a sectores clases del sistema financiero y de la economía en conjunto.

Tras la crisis financiera, el Banco Mundial estima que la economía global creció 1.8 por ciento en 2008, el ritmo más lento desde 1993, mientras que en 2009 se presentó la primera contracción económica desde la segunda Guerra Mundial; en ese año la economía global cayó 1.7 por ciento. La recesión afectó a casi todos los países del mundo, aunque a diferentes niveles. En Estados Unidos, el PIB sufrió una caída de 0.3 por ciento en 2008 y de 2.8 por ciento en 2009; en Europa se registró un crecimiento mínimo en 2008 (0.4 por ciento), mientras que en 2009 la caída fue de 4.5 por ciento; Japón cayó 1.1 y 5.4 por ciento en 2008 y 2009, mientras que China continuó con su magnífica expansión y creció 9.6 y 9.4 por ciento en 2008 y 2009.

Después de un lento crecimiento en 2008, el comercio mundial se derrumbó rápidamente durante 2009; durante ese año, el comercio mundial de mercancías cayó 12 por ciento<sup>22</sup>. El descenso en el nivel de comercio internacional se debió a las dificultades generales para acceder al crédito y financiamiento para el comercio y a la crisis económica que afectó a la mayoría de los países, lo que se reflejó en una disminución de la demanda de mercancías. Las exportaciones estadounidenses cayeron 14 por ciento, mientras que las importaciones lo hicieron en 17 por ciento; en Europa, la caída del comercio se plasmó en una caída de 15 por ciento tanto en las exportaciones como en las importaciones; la caída en Asia fue ligeramente menor, las exportaciones se contrajeron 11 por ciento, mientras que las importaciones lo hicieron en un 8 por ciento.

Como consecuencia de la caída abrupta de la actividad económica, la tasa de desempleo global pasó de 6.0 en 2008 a 7.2 por ciento en 2009. En los Estados Unidos la tasa de inflación en diciembre de 2007, momento en el que se declaró el inicio de la recesión, el desempleo era de 5 por ciento, en junio de 2009, la tasa de desempleo casi se duplicó llegando a 9.5 por ciento, pocos meses después, en octubre, el porcentaje de desempleo llegó al 10 por ciento; en Europa la tasa de desempleo se ubicó en 7.4 por ciento en 2008, mientras que en 2009 y 2010 el desempleo registrado fue de 9.5 y 10 por ciento<sup>23</sup>; en 2008, en Japón, la tasa de desempleo se encontraba en 4.1 por ciento, mientras que en 2009 y 2010 la tasa se incrementó a 5 por ciento para ambos años.

La burbuja de liquidez global y el desarrollo de distintos derivados financieros incrementaron notablemente los precios de las casas. Al conocer que con el paso del tiempo su casa valía más, a las familias les invadió cierta sensación de un efecto riqueza, por lo que se sentían capaces de adquirir nuevos créditos. Entre el primer trimestre de 2003 y el tercer trimestre de 2008, el endeudamiento de las familias registró una tasa de crecimiento promedio trimestral de 2.6 por ciento, pasando de 7.2 a 12.7 billones de dólares. Durante este mismo periodo, las hipotecas representaron, en promedio, 71.5 por ciento del total del endeudamiento de las familias y registraron una tasa de crecimiento promedio trimestral de 2.9 por ciento. Los pagos por servicio de deuda de los hogares se incrementaron como porcentaje del ingreso disponible, lo que se

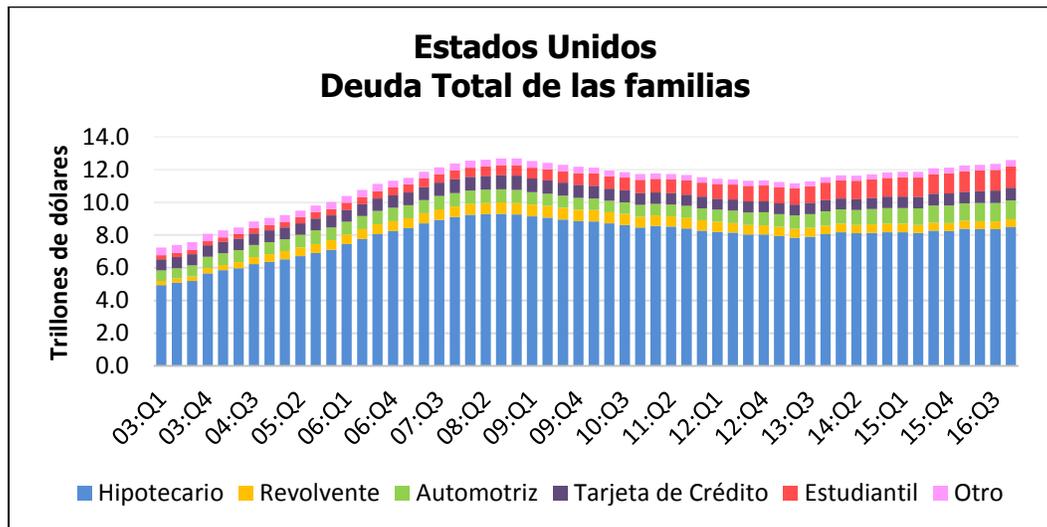
---

<sup>22</sup> Cifras obtenidas de la Organización Mundial del Comercio. Evolución del comercio internacional en 2009.

<sup>23</sup> En los años posteriores, la tasa de desempleo en Europa continuó incrementándose. Para 2013 la tasa de desempleo llegó a 11.9 por ciento, siendo todavía más elevada en el segmento de la población joven.

convirtió en un gran problema para los hogares, especialmente los de bajos ingresos, cuyos pasivos se incrementaron a mayor velocidad que sus ingresos durante y después de la gran recesión.

**Gráfica 10. Nivel de endeudamiento de las familias en Estados Unidos. 2003-2016/3.**



*Fuente: elaboración propia con base en datos de la Reserva Federal de Nueva York*

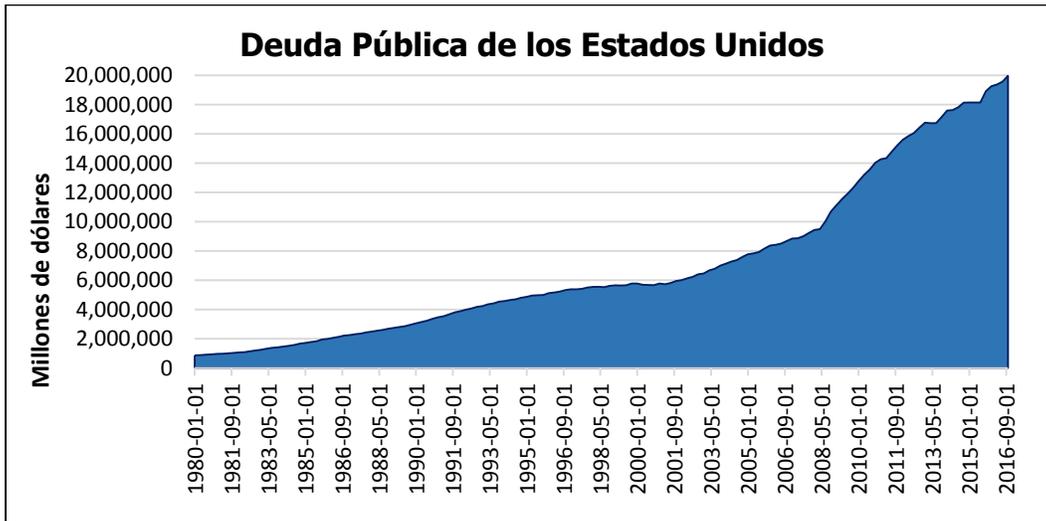
Por otro lado, el efecto de la crisis económica y financiera también se hizo sentir en las finanzas públicas, sobre todo en el de las economías avanzadas. Como porcentaje del PIB, la deuda pública se ha disparado recientemente, de 70 por ciento en 2000 a casi 100% en 2009<sup>24</sup>. El gasto militar canalizado para financiar las guerras de Irak y Afganistán, la política de reducción impositiva de 2001 y 2003, un mayor nivel de transferencias y los programas de rescate financiero tuvieron un fuerte impacto sobre las finanzas públicas estadounidenses. Entre 2000 y 2009, la deuda pública de los Estados Unidos creció 117 por ciento, pasando de 5,674,179 millones de dólares a 12,311,349 millones de dólares durante este periodo.

A mediados de la década de 1990, el sólido crecimiento de la economía estadounidense y el estancamiento de la deuda pública fueron fundamentales para la obtención de superávits federales entre 1998 y 2001. Sin embargo, la tendencia se revertió; en 2001, la deuda pública representaba el 55 por ciento del PIB, mientras que a finales de 2009 la deuda ya representaba cerca del 90 por ciento del PIB y continuó su tendencia creciente. El continuo crecimiento de los niveles de deuda

<sup>24</sup> FMI. Finanzas y desarrollo. Marzo de 2011. Crónica de la deuda. Cómo ha evolucionado la deuda desde 1880.

también revirtieron los superávits administrados a finales de la década de 1990 y principio de la de los 2000 . Mientras que en 2007 el déficit federal representó 1.1 por ciento del PIB, en 2008 y 2009 simbolizó el 3.1 y 9.8 por ciento del PIB, respectivamente.

**Gráfica 11. Nivel de deuda pública en Estados Unidos.**



*Fuente: elaboración propia con base en datos de la Reserva Federal de San Luis.*

**Gráfica 12. Deuda Pública de los Estados Unidos como porcentaje del PIB.**



*Fuente: elaboración propia con base en datos de la Reserva Federal de San Luis.*

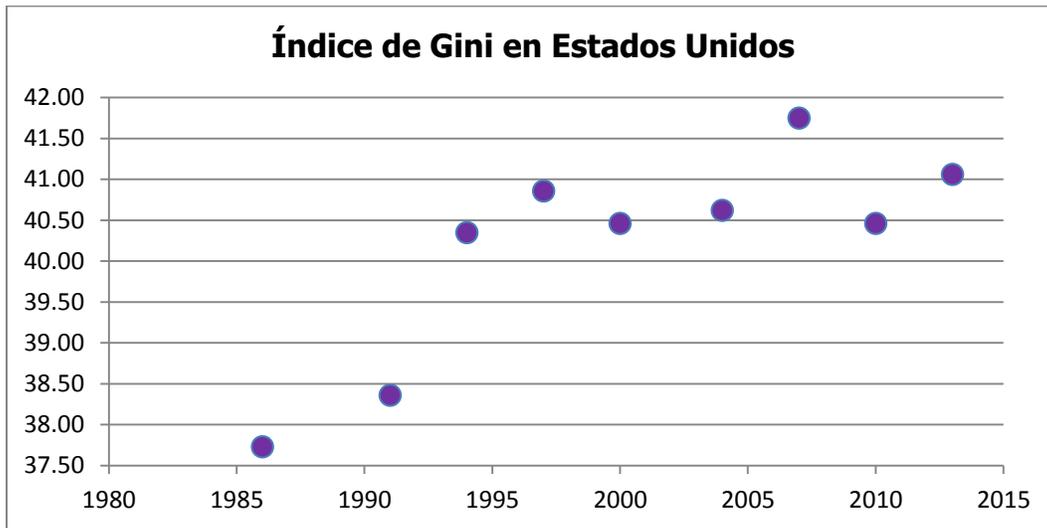
El incremento de la desigualdad es otro de los elementos a destacar. Krugman (2012) señala que el ingreso promedio de las familias se estancó durante la época de la desregulación, en

comparación, sostiene que desde 1980 los ingresos reales del 1 por ciento de la población más rica se han cuadruplicado. En gran parte de los países el incremento que registró a partir de la década de los años de 1980 la proporción del ingreso del 1 por ciento de la población con los más altos ingresos se debe en parte al restablecimiento parcial de las rentas del capital y, en mayor medida, al sólido crecimiento de la remuneración de los altos directivos. En los Estados Unidos, los ingresos reales promedio se incrementaron a una tasa anual de 1.3 por ciento entre 1993 y 2008. Pero si no se toma en cuenta al 1 por ciento de la población con los más altos ingresos, el incremento del ingreso real promedio se ha reducido casi a la mitad, a casi 0.75 por ciento al año. Por otro lado, los ingresos del 1 por ciento de la población con los ingresos más alto crecieron 3.9 por ciento al año, captando más de la mitad del crecimiento económico mundial que se registró entre 1993 y 2008 (Alvaredo, 2011).

Sobre este mismo tema, Godínez (2013) hace una comparación entre la productividad y la remuneración real por hora del sector empresarial no agrícola, en el que encuentra una ampliación de la brecha entre estos indicadores que se hace más notoria a partir de la década de los años de 1980, con el abandono del régimen de crecimiento económico de la posguerra y la adopción de uno basado en la esfera financiera. La flexibilización del mercado laboral y la creciente competencia económica basada en los reducidos costos laborales y que fue posible por la globalización reprimió aún más el ingreso de los trabajadores y amplificó la desigualdad en los Estados Unidos.

En la gráfica siguiente podemos distinguir que a partir de la década de los años de 1980 la desigualdad en los Estados Unidos se ha acentuado, reflejando un fenómeno mediante el cual la distribución del ingreso se deteriora en contra de la clase media y media alta.

Gráfica 13. Índice de Gini en Estados Unidos.



*Fuente: elaboración propia con base en datos de la Reserva Federal de San Luis.*

La crisis financiera que precedió la Gran Recesión y la aparición de la crisis de la deuda soberana europea han generado diversos cuestionamientos sobre la estructura fundamental del sistema capitalista y también sobre el sistema financiero internacional. La Gran Recesión fue la crisis económica más impactante desde la Gran Depresión de 1929, los costos económicos y sociales fueron muy elevados y los gobiernos se vieron obligados a reaccionar ante tal situación, por lo que enseguida analizaremos las políticas seguidas por economías más importantes del mundo como respuesta a tal situación.

## 2.- La decepcionante recuperación económica

La crisis financiera y económica que dio inicio en 2008 fue la más severa y profunda en casi ocho décadas. A pesar de que el origen fue el sistema financiero, las fallas de regulación, la complejidad de las nuevas transacciones e instrumentos financieros y el excesivo crecimiento de la deuda y apalancamiento del sector privado trasladaron la problemática al sector real de la economía y, gracias a la globalización financiera, se transmitió a de la mayoría de los países del orbe.

La Gran Recesión ameritaba una respuesta de gran escala en la que la cooperación internacional era fundamental para concebir nuevas herramientas institucionales que fueran capaces de generar políticas globales, integrales y multidimensionales, aptas para reactivar la economía y el desarrollo.

La recuperación de la economía global ha sido bastante raquítica. A casi ocho años del inicio del ciclo económico de crecimiento, las políticas implementadas han sido incapaces de cimentar un crecimiento dinámico de la economía y de destrabar el comercio global. Los riesgos en las economías más importantes persistieron y en algunos casos se incrementaron. El reducido ritmo de recuperación económica recrudeció el malestar social por los efectos de la globalización y surgieron nuevas dudas acerca de la temporalidad del reducido crecimiento.

#### **a. La intervención estatal y de la Banca Central**

A nivel internacional, una de las primeras respuestas a la crisis provino de los líderes del G-20<sup>25</sup>, quienes durante su reunión de noviembre de 2008 adoptaron un programa en el que se comprometieron a<sup>26</sup>:

- Lograr la estabilización del sistema financiero.
- Establecer en cada país las acciones de política monetaria que se consideren más apropiadas.
- Ejecutar políticas fiscales de estímulo de la demanda interna, al tiempo que se procure la sostenibilidad fiscal.
- Contribuir a que las economías emergentes y en desarrollo tengan financiamiento durante las difíciles condiciones financieras de la época.
- Alentar al Banco Mundial y a otros bancos multilaterales de desarrollo para que desplieguen sus capacidades de promoción del desarrollo

---

<sup>25</sup> El Grupo de los 20 está compuesto por Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Rusia, Sudáfrica, Turquía, Reino Unido y la Unión Europea. Como respuesta a la crisis económica de 2008, las reuniones del G-20 pasaron de ser una reunión entre ministros de finanzas a una reunión de jefes de estado y de gobierno.

<sup>26</sup> Declaración de los líderes del G-20. Cumbre de los mercados financieros y la economía mundial. Noviembre de 2008.

- Garantizar que el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial dispongan de recursos suficientes para que contribuyan eficazmente a combatir la crisis.

Adicionalmente, el G-20 se comprometió a establecer reformas dirigidas a reforzar los mercados financieros y los regímenes regulatorios con la finalidad de sortear futuras crisis. El camino a seguir sería consolidar la transparencia y la rendición de cuentas, mejorar la reglamentación y supervisión, la promoción de la integridad de los mercados financieros y robustecer la cooperación económica internacional. Además, se sustituyó al Foro de Estabilidad Financiera por el Consejo de Estabilidad Financiera con la misión de evaluar las debilidades que afectan al sistema financiero, así como identificar y supervisar las acciones necesarias para contrarrestarlas; supervisar y asesorar sobre la evolución del mercado y sus repercusiones en la política; y, aplicar ejercicios de alerta temprana para identificar y advertir riesgos macroeconómicos y financieros<sup>27</sup>.

En los Estados Unidos, lugar de gestación y fuente de diseminación de la crisis financiera y económica global, la respuesta debía ser especialmente enérgica, y así lo fue, al menos comparativamente. Para combatir la crisis financiera y la Gran Recesión, el gobierno estadounidense, bajo las administraciones de George W. Bush y Barack Obama, en conjunto con la Reserva Federal y el Congreso, puso en práctica una de las políticas monetarias y fiscales más agresivas en la historia. El oportunismo y la ejecución de estas políticas permitieron estabilizar el sistema financiero y terminar con la recesión a una velocidad relativamente rápida (Blinder & Zandi, 2010).

Una de las primeras intervenciones gubernamentales se dio mediante la Reserva Federal, que brindó apoyo a las entidades financieras que representaban un riesgo sistémico e identificando a los bancos que fueran *demasiado grandes para quebrar*. Durante marzo de 2008, Bear Stearns comunicó a la Fed que no contaba con suficientes fondos o activos líquidos para cumplir con sus obligaciones a corto plazo, por lo que la Fed ayudó a J.P. Morgan Chase a tomar posesión de Bear Stearns mediante un préstamo de aproximadamente 29 mil millones de dólares. Más tarde, en septiembre de 2008, la Agencia Federal de Finanzas para la Vivienda, el Departamento del Tesoro y la Reserva Federal colocaron a Fannie Mae y Freddie Mac bajo tutela y se instruyó al Departamento del Tesoro para celebrar acuerdos de compra de acciones a ambas empresas. En

---

<sup>27</sup> El Grupo de los veinte. Declaración sobre el fortalecimiento del sistema financiero - cumbre de Londres. Abril de 2009

ese mismo mes, la Fed extendió a AIG una línea de crédito de 85 mil millones de dólares, la cual fue reestructurada en distintas ocasiones y eventualmente se reemplazó por un compromiso de la Fed de adquirir hasta 52 mil millones de dólares en activos con problemas en el mes de noviembre. Por otra parte, la Fed decidió no apoyar la adquisición de Lehman Brothers por parte de Barclays, por lo que el 15 de septiembre de 2008 se declaró en quiebra. En noviembre de 2008, en conjunto con la Corporación Federal de Seguros de Depósitos, la Fed acordó garantizar una cartera de aproximadamente 300 mil millones de dólares en activos problemáticos de Citigroup. Finalmente, en enero de 2009 la Fed, el Departamento del Tesoro y la Corporación Federal de Seguros de Depósito garantizaron una cartera de 118 mil millones de dólares de activos en la misma situación del Bank of America a fin de facilitar la adquisición de Merrill Lynch.

La quiebra de Lehman Brothers detonó el pánico en el sector financiero y la Fed tuvo que intervenir para contener el pánico y buscar restablecer la calma. La Fed puso en pie toda una cadena de programas, servicios de liquidez y crédito especiales con la finalidad de expandir su rango de operación y otorgar créditos a instituciones financieras cuya figura fuera diferente a la de un banco, fundamentándose en el principio de Bagehot, según el cual proporcionar y garantizar liquidez a entidades con falta de financiación es la mejor herramienta para atenuar el pánico (Bernanke, 2014).

Igualmente, como una medida para contrarrestar los efectos adversos de los mercados financieros en la economía real, la Fed recortó la tasa de descuento en agosto de 2007, un mes después inició una política de continua reducción de tasas de interés, hasta colocar el rango entre 0 y 0.25 por ciento en diciembre de 2008. Además la Reserva Federal aplicó una política que Ben Bernanke describió como “flexibilización crediticia”<sup>28</sup>, muy similar a la flexibilización cuantitativa que se aplicó en Japón a principios de la década de los años 2000 y que esencialmente consistía en compras masivas de bonos del Tesoro de los Estados Unidos y de valores respaldados por hipotecas.

En octubre de 2008, durante los últimos meses de la administración de George W. Bush, se aprobó la Ley de Estabilización Económica de Emergencia, la cual constituía el Programa de Ayuda de Activos Problemáticos. Este programa facultaba al Departamento del Tesoro para

---

<sup>28</sup> Ben Bernanke. The crisis and the policy response. Discurso en la London School of Economics. Enero de 2009.

fomentar la estabilidad del sector financiero comprando y garantizando ese tipo de activos financieros. El campo de acción del Programa estaba dividido en 4 grandes categorías<sup>29</sup>:

- Pagos de capital y distintos apoyos para instituciones financieras
- Asistencia financiera para la industria automotriz
- Sociedades de inversión diseñadas para aumentar la liquidez en los mercados de titulización, y
- Programas hipotecarios.

Para el primer trimestre de 2016 la Oficina de Presupuesto del Congreso estimó que de los 700 miles de millones de dólares destinados para el programa, ya se habían desembolsado 442. La mayor parte del costo de este programa proviene de la asistencia al American International Group (AIG) a quienes desembolsaron 68 mil millones de dólares; la asistencia a la industria automotriz: Chrysler y General Motors, junto con sus asociados financieros, intermediarios y proveedores recibieron 80 mil millones de dólares; y a programas de subvenciones destinados a evitar las ejecuciones hipotecarias, los cuales desembolsaron una cantidad cercana a los 19 mil millones de dólares.

Ahora, examinaremos brevemente la Ley de Reinversión y Recuperación de los Estados Unidos, una de las primeras medidas de la administración de Barack Obama para continuar la ofensiva contra la crisis económica. Esta Ley se enfocaba también en 4 áreas estratégicas<sup>30</sup>:

- Otorgar fondos a los estados y localidades. La forma de transferir estos apoyos fue mediante el incremento de las tasas de igualación federal bajo el Obamacare y la ampliación de apoyos financieros a la educación y el transporte.
- Auxilio de personas necesitadas. Extendiendo y aumentando las prestaciones de desempleo y ampliando los beneficios del programa de Asistencia Nutricional Suplementaria.
- La adquisición de bienes y servicios. Por ejemplo, financiando la construcción y otras actividades de inversión y, finalmente
- Desgravaciones fiscales temporales para individuos y empresas.

---

<sup>29</sup> Congressional Budget Office. Report on the Troubled Asset Relief Program. March 2016

<sup>30</sup> Congressional Budget office. Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output.

Durante febrero de 2015, la Oficina de Presupuesto del Congreso estimó que el impacto total de la aplicación de la Ley de Reinversión y Recuperación de los Estados Unidos en el periodo 2009 – 2019 alcanzaría un monto cercano a los 840 mil millones de dólares, aunque casi la mitad del impacto se presentó en 2010 y para el cierre de 2014 cerca del 95 por ciento del impacto presupuestario ya había pasado.

El conjunto de respuestas para enfrentar la Gran Recesión parecen haber sido efectivas. En 2010, la economía estadounidense creció 2.5 por ciento y 2.1 por ciento anual en promedio durante el periodo 2011 – 2016. Aunque el incremento del PIB estadounidense ha sido continuo y ha completado cerca de ocho años de crecimiento, el dinamismo es muy distante al registrado en otros periodos de fase ascendente del ciclo. La tasa de desempleo continuó por encima del 9 por ciento durante 2010, sin embargo, la periódica reducción del desempleo ha sido excepcional en comparación con distintos países europeos afectados por la crisis. Sin embargo, los efectos del gran esfuerzo del gobierno por estabilizar el sistema financiero e impulsar el crecimiento económico se vieron reflejados en constantes déficits presupuestales, lo cual fue origen de numerosas críticas.

## **b. Nueva regulación y supervisión**

La dimensión de la crisis financiera internacional acentuó las deficiencias del proceso de desregularización iniciado tres décadas atrás, por lo que se reactivó la discusión sobre la conveniencia de una nueva regulación financiera global. Una de las primeras propuestas sobre las reformas financieras globales provino del Consejo de Estabilidad Financiera. La propuesta del programa de reformas se fundó en cuatro grandes áreas:

- La creación de instituciones financieras flexibles. El Consejo recomendó la implementación de los estándares de capital y liquidez establecidos en Basilea III<sup>31</sup>, cuya correcta aplicación se consideró determinante para solidificar el sistema bancario y lograr su correcta funcionalidad.

---

<sup>31</sup> Es un conjunto integral de reformas elaborado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para fortalecer la regulación, supervisión y gestión de riesgos del sector bancario.

- Eliminación de la política denominada “demasiado grande para quebrar”. Implementar una mayor absorción de pérdidas y una supervisión más intensa y eficaz hacia los bancos globales de importancia sistémica.
- Incrementar la seguridad en los mercados de derivados. La crisis financiera expuso la falta de transparencia en cuanto al grado de exposición de las contrapartes, por lo que a partir de eso, el Consejo recomendó que todos los contratos de derivados deben ser reportados a los repositorios de transacciones, que todos los contratos deben ser compensados a través de contrapartes centrales y que los contratos bilaterales no centralizados estén sujetos a mayores requisitos de capital y mínimos de margen.
- Transformar la banca en la sombra en un sistema de financiamiento basado en el mercado. Implementación de reformas sobre la supervisión y regulación de las entidades de banca en la sombra, los fondos del mercado monetario y la alineación del riesgo de la titulización.

Paralelamente, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea diseñó un paquete de reformas encaminadas a fortalecer las normas internacionales de capital y liquidez con la finalidad de evitar un nuevo episodio de crisis financiera y al mismo tiempo mejorar y hacer más resistente el sistema bancario existente. Este conjunto de normas internacionales se conoce como Basilea III.

Los campos más sobresalientes de las nuevas normas de capital son las siguientes<sup>32</sup>:

- Mejorar considerablemente la calidad del capital bancario. Los requerimientos de capital modifican su composición en favor del “capital ordinario o básico”, compuesto por el capital de mayor calidad del banco, lo que incrementará la capacidad del banco para absorber pérdidas.
- Elevar de forma significativa el nivel exigido de capital. Además de mejorar los estándares de requerimiento de capital, Basilea III también eleva los requerimientos de capital. El capital ordinario mínimo obligatorio se incrementó hasta 4.5 por ciento, adicionalmente un “colchón de conservación” de 2.5 por ciento que servirá para hacer frente a futuros episodios de incertidumbre. En total, los bancos deben contar con al menos un 7 por ciento de capital ordinario en periodos normales, sin embargo, se promueve un “colchón anticíclico” de un rango entre 0 y 2.5 por ciento que los bancos

---

<sup>32</sup> Basilea III: hacia un sistema financiero más seguro. Banco de Pagos Internacionales. Septiembre de 2010.

deben acumular en los periodos de confianza económica y emplearlo en caso de que se presente un momento de incertidumbre.

- Reducir el riesgo sistémico. Para minimizar este riesgo, Basilea III propuso alejar la tendencia del sector financiero a extender el comportamiento de la economía real, esto mediante la modificación del colchón de capital anticíclico. Al mismo tiempo busca asegurar que las normas se calibren con respecto a la contribución de cada institución al riesgo financiero del sistema en su conjunto, y no sólo con respecto a su propio riesgo.
- Conceder suficiente tiempo para una transacción suave hacia el nuevo régimen. Es decir, que las reformas propuestas en Basilea II se apliquen de manera gradual para evitar la recuperación de la economía real.

Por su parte, en Europa sobresalió el establecimiento del Consejo Europeo de Riesgo Sistémico y del Sistema Europeo de Supervisión Financiera, los cuales son encargados de la supervisión coherente del sistema financiero y de la prevención y mitigación del riesgo sistémico en la Unión Europea. Ambas instituciones surgieron después de que la Comisión Europea designara a un grupo de alto nivel, presidido por Jacques de Larosière, para que conformaran un plan para reestructurar la supervisión financiera y reconstruir la confianza en el sistema financiero en aras de proteger a los ciudadanos europeos.

En Estados Unidos la reforma financiera y el modelo de supervisión debían impulsar una evolución del sistema financiero, pues en sus esencias se gestó la crisis financiera más impactante desde la Gran Recesión. Con esta motivación se originó y aprobó la Ley de Reforma a Wall Street y Protección al Consumidor, también conocida como Ley Dodd – Frank, tomando el nombre del Representante de la Cámara, Barney Frank, y del Presidente del Comité del Sector Bancario del Senado, Chris Dodd. En resumen, la Ley Dodd – Frank impone regulaciones al sector financiero, tomando como base la experiencia de las deficiencias de la normatividad, que ayudaron a erigir la Gran Recesión; paralelamente, esta nueva ley también protege a los consumidores con ciertas reglas para evitar las prácticas abusivas por parte de los bancos.

Entre los principales cambios introducidos por la Ley Dodd – Frank destacan los siguientes:

- A las entidades financieras, cuya quiebra sería considerada como una amenaza para la estabilidad del sistema financiero, se les impuso medidas más estrictas en cuanto a capital, nivel de apalancamiento, gestión de riesgos, movimientos de fusiones o adquisiciones y pruebas de estrés.
- Se le otorgó una mayor autoridad a la Reserva Federal para inspeccionar las actividades de las instituciones financieras no bancarias.
- Asigna una mayor transparencia en la negociación y compensación de productos financieros derivados; además establece la Regla Volker, la cual prohíbe a las instituciones depositarias aseguradas y a cualquier empresa afiliada a una institución de depósito asegurada, a realizar ciertas actividades de inversión con sus cuentas propias y limita su relación con los fondos de cobertura y los fondos de capital privado.
- Solicita a los bancos, prestamistas y otras instituciones financieras que, siempre que titulicen un activo, conserven una parte del riesgo del crédito.
- Se instauró el Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera, la cual tiene el mandato de identificar los riesgos y responder a las amenazas a la estabilidad financiera de los Estados Unidos. Además, puede solicitar datos y análisis de la recientemente creada Oficina de Investigación Financiera.
- Solicita a los prestamistas que verifiquen la capacidad de un prestatario hipotecario para pagar un préstamo. También prohíbe las primas de rendimiento, que eran un incentivo que comúnmente alentaba a los originadores a dirigir préstamos más caros a los posibles prestatarios.

Paralelamente, la Ley Dood – Frank establece la Autoridad de Liquidación Ordenada, mediante la cual, el secretario del Tesoro tiene la facultad de colocar una sociedad financiera en liquidación judicial e iniciar la liquidación posterior a la toma de decisión conjunta con el Presidente. Finalmente, otro de los puntos distintivos de la Ley Dodd – Frank fue la creación de la oficina de Protección Financiera del Consumidor, que tiene la única responsabilidad de velar por el cumplimiento de las leyes federales de los consumidores y proteger a estos en el mercado financiero.

La intervención estatal como respuesta a la crisis financiera ayudó a evadir una serie de bancarrotas que hubieran acrecentado la caída de la actividad económica mundial; sin embargo,

los recursos empleados para los rescates financieros provinieron de dinero público que impactó directamente en los balances del gobierno haciendo el déficit cada vez más grande. El conjunto de programas para ayudar a la economía global a salir de la crisis tuvo un costo financiero muy elevado y al parecer no se obtuvieron los resultados esperados, el crecimiento económico no fue sobresaliente y tuvo distintos alcances en los diversos rincones del mundo.

### **c. Débil recuperación de las economías desarrolladas**

Las políticas implementadas por los gobiernos, sobre todo el de Estados Unidos, fueron efectivas para evitar una crisis aún más profunda, sin embargo, la dureza de la Gran Recesión restringió a las mismas para ser la base de una enérgica recuperación económica. Si bien el ciclo económico estadounidense está por cumplir 8 años en fase de crecimiento, el dinamismo de la economía dista mucho de ser similar al de otras fases de crecimiento posteriores a crisis desde el término de la Segunda Guerra Mundial.

Generalmente las crisis que tienen su origen en el sistema financiero son más profundas y la recuperación posterior suele ser a un ritmo más reducido que las que tienen su origen en el llamado sector real de la economía. Particularmente, la Gran Recesión se sintió con mayor intensidad en las economías avanzadas, las cuales se recuperaron con mayor lentitud que las economías emergentes.

El Fondo Monetario Internacional estimó que las economías avanzadas se contrajeron un 3.4 por ciento durante 2009, mientras que la tasa de crecimiento promedio durante el periodo 2010 – 2016 fue de 1.1 por ciento. La lenta evolución de las economías desarrolladas es producto de un raquítico crecimiento de las economías de Estados Unidos, que enfrentaba austeridad fiscal y una elevada carga de deuda pública y privada, y de Japón, que presentaba problemas deflacionarios y de alto endeudamiento público. Además la zona euro padeció una crisis de deuda soberana, problemas fiscales y una fuerte presión sobre su sistema bancario. En esta misma zona, la ligera recuperación económica ha sido heterogénea: por un lado, las economías más avanzadas de la zona han mostrado una recuperación relativamente más fuerte, en tanto que prácticamente en el resto de las economías el crecimiento ha estado restringido por el alto nivel de endeudamiento,

bajos niveles de inversión y consumo privado, elevadas tasas de desempleo y contracciones crediticias.

La tasa de desempleo sigue siendo un lastre para la recuperación de las economías avanzadas. En el periodo 2000 – 2008, la tasa de desempleo promedio de este conjunto de países rondaba el 6.1 por ciento, mientras que en el periodo 2009 – 2016, la tasa de desempleo promedio fue de 7.6 por ciento. Si bien es cierto que en Estados Unidos y Japón el desempleo se ha acercado a los niveles anteriores al estallido de la crisis, en la zona euro continuó siendo muy elevado, sobre todo en países como Chipre, Grecia, España y Portugal, Italia, Francia, en los que el nivel salarial y de ingreso ha sido severamente afectado por la crisis financiera.

La débil recuperación de las economías avanzadas y el fortalecimiento del dólar han ocasionado que el crecimiento del comercio sea lento. Después de una estrepitosa caída del volumen de comercio internacional durante 2009 (10.5 por ciento), en 2010 y 2011 se registró un crecimiento “de rebote” de 12.5 y 7.1 por ciento, que no se consolidó ulteriormente. A partir de 2012, el comercio internacional mantiene tasas de crecimiento que están muy por debajo de los que se registraron en años previos a la crisis. El volumen de exportaciones de bienes y servicios de las economías avanzadas ha promediado un 4.8 por ciento en el periodo 2010 – 2016, manteniéndose por debajo del 5.8 por ciento promediado entre 2000 y 2008. Por otro lado, el volumen de importaciones de bienes y servicios en el periodo posterior a la crisis ha sido de 4.4 por ciento, mientras que en el periodo preliminar a la crisis fue de 5.5 por ciento.

La demanda en las economías avanzadas se ha mantenido débil, lo que ha favorecido los bajos niveles de inflación, incluso, en algunos países de la zona euro y Japón han sido necesarias políticas monetarias sumamente flexibles para combatir el riesgo de la deflación.

Aunque a un ritmo lento, las economías avanzadas han mantenido una recuperación continua después de atravesar la Gran Recesión. Una buena parte de la relativa estabilidad de la economía mundial se debe a las políticas implementadas en estas economías. Estados Unidos logró un acuerdo para lidiar con el techo de la deuda, además, la tasa de desempleo fue cayendo progresivamente al punto en el que durante el primer trimestre de 2016 los niveles ya eran muy cercanos a los de antes de la crisis, esto, junto con los bajos niveles de inflación, fueron empujando poco a poco el consumo privado, lo que dio cierto impulso al crecimiento de su economía, que a la postre fue fundamental para iniciar la normalización de su política monetaria.

En Japón, la “Abeconomía”<sup>33</sup> tuvo unos primeros resultados positivos logrando revertir las expectativas deflacionarias y ayudo en cierto grado a la recuperación de la economía, sin embargo, la reactivación económica ha venido a menos. En la zona euro, la política monetaria expansiva logró hasta cierto grado reestablecer la confianza de los consumidores y de las empresas para fomentar el gasto, el empleo y la inversión y así evadir una crisis de la deuda soberana aún peor.

Los mercados financieros de las economías avanzadas tuvieron una cierta mejoría posterior a la crisis financiera, pero la evolución fue complicada sobre todo por los riesgos asociados a la crisis de la deuda soberana en la zona del euro. La transición hacia un sistema financiero mundial más estable estuvo fundamentada en la política monetaria acomodaticia y abundante liquidez que se fomentaba en las economías avanzadas.

Por un lado, la recuperación económica de los Estados Unidos ha permitido que la política monetaria de ese país inicie un proceso hacia la normalización, es decir, hacia una subida ordenada de las tasas de interés, situación que hemos visto desde finales de 2015. La zona del euro ha tenido una transición más complicada hacia la estabilidad de sus mercados financieros, pues atravesó una doble crisis: la Gran Recesión y la crisis de la deuda soberana. Las acciones del Banco Central Europeo estuvieron dirigidas a reducir la persistente fragmentación financiera, a reforzar los niveles de capitalización bancaria, a mejorar las condiciones de financiamiento en los mercados de deuda soberana y bancaria, a reducir los niveles de deuda excesivos y ante los riesgos asociados a la deflación, tuvo que ampliar su programa de compra de activos. Para combatir la deflación y dar un impulso al crédito el Banco de Japón puso en marcha el programa de relajación cuantitativa y cualitativa que incluía la compra de activos financieros, bonos públicos y privados, además de activos de renta variable e inmobiliarios.

Como lo mencionamos anteriormente, el ritmo de crecimiento de la primera economía mundial es bastante débil en comparación con el resto de las fases de ascenso del ciclo económico, las principales economías europeas y Japón han registrado un anémico crecimiento y siguen agobiadas por los grandes niveles de endeudamiento y el riesgo de la deflación. Palley (2012)

---

<sup>33</sup> Con el propósito de contrarrestar la caída de la demanda interna y revertir la deflación, el presidente japonés Shinzo Abe instauró una política económica consistente en fomentar el crecimiento de los precios al consumidor mediante acciones del Banco Central, aumentar el gasto público e implantar iniciativas que promuevan el empleo y la inversión.

sostiene que el raquitismo de la recuperación y el panorama sombrío para la economía estadounidense y global se deben al paradigma ortodoxo que ha predominado en la economía durante los últimos treinta años. Para contrarrestar esto, propone que el paradigma ortodoxo sea reemplazado con un paradigma keynesiano que logre reconstruir un proceso estable de generación de ingresos y demanda que reestablezca la prosperidad.

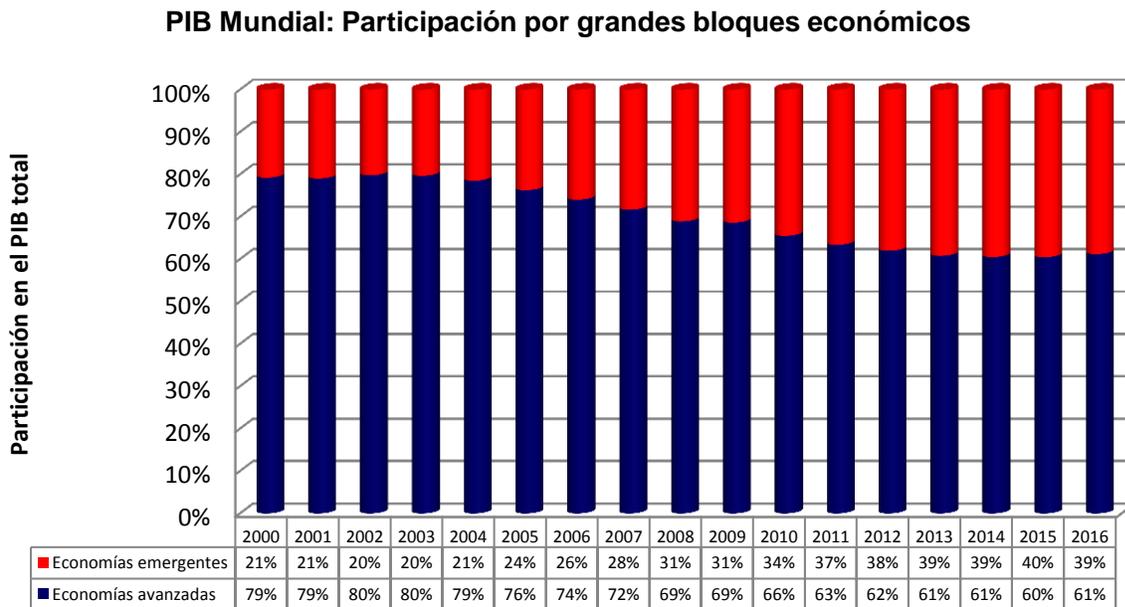
Durante este periodo pos crisis, las economías avanzadas han mostrado una recuperación demasiado lenta y el dinamismo de las economías emergentes se ha ido perdiendo periódicamente. A pesar de la severidad de la Gran Recesión, los lineamientos de política económica no se han modificado sustancialmente pues el patrón de formación de ingreso y demanda agregada es idéntico al dominante desde la década de los años de 1980.

#### **d. El agotamiento del crecimiento de los países en desarrollo**

Las economías emergentes también se vieron afectadas durante la Gran Recesión aunque en un menor grado, lo que sin duda fue influyente para que la recuperación de estas economías tuviera un mayor dinamismo en comparación con el bloque de las economías avanzadas. Una gran parte de estas económicas logró una recuperación más rápida debido a que su base fiscal y financiera era relativamente más sólida, además de que la demanda interna era —también relativamente— vigorosa y las políticas monetarias y fiscales acomodaticias dieron buenos resultados.

Desde principio del siglo XXI las economías emergentes se han mostrado como el bloque más dinámico en cuanto a crecimiento económico, comercio, flujos de IED y mercados financieros. Las economías emergentes observaron un promedio de crecimiento de 6.5 por ciento en el periodo 2000 – 2008, y a pesar de la fuerte contracción global de ese año, en 2009 lograron sostener crecimiento a una tasa de 2.9 por ciento, que fue soportada por el conjunto de economías asiáticas encabezadas por China, India y Vietnam. En los años posteriores a la Gran Recesión las economías emergentes siguen registrando un mayor crecimiento relativo (5.3 por ciento promedio entre 2010 y 2016) que les ha llegado a ganar una importante participación en el PIB mundial, pero también han mostrado una gradual desaceleración de su expansión por la contracción de las economías más grandes del bloque como son China, Brasil, Rusia.

**Gráfica 14. Proporción del PIB mundial según nivel de desarrollo económico.**



*Fuente: elaboración propia con base en datos del FMI.*

El nivel de desempleo en los países emergentes prácticamente no sufrió grandes alteraciones durante la Gran Recesión, incluso se mostró un descenso progresivo de este indicador en la mayoría de los países, en donde llegó a ser más bajo que antes de la crisis; la preocupación residía, más bien, en las elevadas tasas de desempleo juvenil, sobre todo en las economías más rezagadas del conjunto. De las grandes economías que conforman este bloque, únicamente Rusia y Brasil vieron crecer ligeramente el desempleo durante la crisis. Este mismo par de países ha sufrido un incremento del desempleo durante 2015 y 2016 causado por la contracción que sufren sus economías.

La participación de las economías en desarrollo en el comercio mundial también ha crecido desde principios de siglo XXI, pero el andar después de la crisis ha sido lento, en especial desde 2014, en donde incidió la caída de los precios de los combustibles y otros productos básicos, además de la desaceleración de China y otros países desarrollados. En 2010 las exportaciones de mercancías del bloque representaban 41 por ciento del total global; para 2016 representaron cerca del 44 por ciento del total. Las importaciones de mercancías representaban el 38 por ciento del total global en 2010, mientras que para 2016 la proporción aumentó a cerca del 42 por ciento. Cabe

mencionar que el comercio entre el bloque de países en desarrollo ha tenido un crecimiento más sólido que el existente entre las economías avanzadas.

A excepción del año 2011, las economías emergentes han registrado una tendencia a la baja en los niveles de inflación. 2011 fue un año en el que el precio de los alimentos tuvo un crecimiento acelerado y afectó a los países más importantes del bloque como China y Brasil. La inflación promedio registrada por el conjunto de las economías emergentes fue de 7.1 por ciento, posteriormente ha venido cayendo hasta que registró un nivel promedio de 4.4 por ciento durante 2016.

En los años posteriores a la crisis financiera, se registró un incremento notable en los flujos de capital hacia las economías emergentes que fueron detonados por la política monetaria expansiva que se estaba aplicando en las economías avanzadas y la crisis de la deuda soberana registrada en la zona del euro. La gran afluencia de capitales que arribó a las economías en desarrollo estimuló una mayor sensibilidad de los mercados de bonos a las transiciones de las políticas monetarias acomodaticias de las economías avanzadas, pues se presentó una entrada masiva de inversionistas extranjeros que pueden retirarse en cualquier momento, dañando los fundamentos macroeconómicos en las economías emergentes.

Hacia 2015 los flujos de capital hacia las economías emergentes han moderado su crecimiento e incluso han ido disminuyendo progresivamente con respecto al pico presentado durante 2010. En las *Perspectivas de la economía mundial* de abril de 2016, el Fondo Monetario Internacional resalta su preocupación por la disminución de flujos de capital hacia las economías, sin embargo, concluye que la fase descendente del ciclo de flujos mundiales se ha dado de forma ordenada por la fortaleza de los marcos de política, especialmente por las mayores reservas de divisas, las menores porciones de deuda en moneda extranjera y la flexibilidad cambiaria.

Como lo habíamos anotado antes, el dinámico crecimiento de las economías emergentes ha venido a menos en gran parte por la desaceleración de la economía china. El agotamiento del modelo de crecimiento fundamentado en la inversión y en las exportaciones fue sustituido por uno basado en el consumo interno y el sector servicios y la transición está teniendo repercusiones sobre su crecimiento y el del resto de las economías, sobre todo para algunas de América Latina. La desaceleración de la locomotora de crecimiento económico global de los últimos años, reavivo

tensiones en el mercado financiero y provocó variaciones en los precios de las materias primas afectando principalmente a las economías emergentes.

### 3. ¿Es el fin de la globalización?

2016 y lo que va de 2017 ha sido una época en la que se han planteado políticas públicas a nivel internacional enfocadas en el ámbito comercial y económico, que son totalmente contrarias a las instauradas en la década de 1980 y que fueron precursoras de la globalización. El malestar social causado por la continuidad de las políticas económicas asociadas a la globalización impulsó una serie de respuestas en Estados Unidos y Europa, con lo que se ha dado el inicio de una modificación de política económica a nivel internacional.

La reorientación de las políticas en Europa y Estados Unidos han alterado la estabilidad económica y financiera global, pero las verdaderas consecuencias las presenciaremos hasta conocer el alcance del enfoque político de la nueva administración de los Estados Unidos y el efecto del abandono del Reino Unido a la Unión Europea.

#### a. ¿De regreso al proteccionismo y los primeros pasos de una desregionalización?

A pesar de que las encuestas anteriores al día de la elección vaticinaban un resultado muy cerrado, pero a favor de la permanencia, el resultado final del referéndum celebrado durante junio de 2016 fue mayoritario en favor de que Reino Unido abandonara gradualmente la Unión Europea. Tras la toma de esta decisión se dio inicio a un periodo de incertidumbre política y económica que pronto repercutió en los mercados financieros locales e internacionales. Los mercados financieros que más resintieron el *Brexit* fueron los de Reino Unido, algunas partes de Europa como España, Alemania, Francia y en menor medida China, Japón y los Estados Unidos.

Los primeros efectos sobre la economía británica se resintieron sobre la depreciación de la libra esterlina en aproximadamente 11 por ciento entre la fecha de referéndum y el cierre del primer trimestre de 2017, esto vino acompañado de una aceleración de la inflación asociada a una caída del consumo privado y una contracción de la producción, los servicios y la construcción que afectaron negativamente el crecimiento de la economía.

David Cameron, el primer ministro británico que convocó al referéndum renunció después de que se dieran a conocer los resultados en favor del abandono de Reino Unido a la Unión Europea. Cameron fue reemplazado por la primera ministra Theresa May quien tiene la principal responsabilidad de conducir a Reino Unido durante el proceso de separación de la Unión Europea. El pasado 29 de marzo, May dio inicio con los trámites de salida invocando el artículo 50 del tratado de Lisboa<sup>34</sup>, aunque se espera que el proceso se resuelva dentro de los siguientes dos años.

El resultado del referéndum fue en cierto modo impulsado por la población en desacuerdo con el reparto de beneficios resultantes de la globalización, así como del temor a la inmigración y el descontento con el ámbito político de la Unión Europea. A pesar de que el proceso formal de separación ya dio inicio, es prematuro calcular un impacto económico, ya que en el transcurso pueden presentarse distintas variaciones que dependerán del rumbo que tomen las negociaciones, sin embargo, si podemos tomar en consideración distintos aspectos.

Según cifras de 2015, el Reino Unido destina el 47 por ciento de sus exportaciones de mercancías a otros países miembros de la Unión Europea, mientras que, del total de las exportaciones de mercancías de la Unión Europea, únicamente el 7 por ciento tienen como destino el Reino Unido. Aunque la depreciación de la libra puede fomentar las exportaciones de Reino Unido será imperativo para el gobierno lograr acuerdos comerciales bilaterales con el fin de no perder presencia en el mercado y dañar más su balanza comercial.

La depreciación de la libra también encarece las importaciones y los efectos negativos serán pagados por los consumidores británicos quienes ya sufren ciertos efectos del incremento de los precios. Si bien es cierto que el mercado laboral ha mostrado una ligera mejora, los ingresos de los trabajadores continúan estancados. A pesar de estos factores, parece que el consumo privado ha resistido bien los impactos de la incertidumbre económica.

Desde que Reino Unido decidió separarse de la Unión Europea, la confianza de los inversionistas se ha visto afectada, pues los flujos de IED hacia el Reino Unido se han estancado, mientras que las inversiones del Reino Unido en el resto del mundo han mostrado un continuo crecimiento. El libre flujo de capitales que existe en la Unión Europea impulsó a cierto grado al Reino Unido

---

<sup>34</sup> Este artículo entró en vigor desde 2009 y básicamente contempla la idea de que por primera vez un Estado miembro de la Unión Europea decida voluntariamente abandonar el bloque.

para que continuara como uno de los mercados financieros más importantes del mundo, pero parece que tendrá dificultades en recuperar la confianza de los inversionistas, pues se espera que el crecimiento de su economía sea lento durante los siguientes años.

Otro de los retrocesos en el proceso de globalización proviene de la entrante administración de Donald Trump como presidente de los Estados Unidos, quien obtuvo la sorpresiva victoria fundamentando su campaña en el proteccionismo y la xenofobia, ganando los votos de una importante sección de la población quienes se encontraban insatisfechos con las repercusiones de la globalización.

En una de sus primeras acciones como presidente del país con la economía más importante del mundo, Donald Trump expidió la orden ejecutiva para sacar a los Estados Unidos del recientemente firmado Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica, por considerarlo no conveniente para la nación norteamericana. Originalmente el TPP estaba planificado como una zona de libre comercio y representaba uno de los proyectos comerciales más ambiciosos de la historia, pues en febrero de 2016 fue firmado por 12 países que en conjunto representaban el 40 por ciento del Producto Interno Bruto mundial y cerca del 25 por ciento del comercio global.

Cabe resaltar que la economía China, que es la segunda más importante del mundo tiene —a pesar de su proceso de transición de modelo de crecimiento y desaceleración económica— las mejores expectativas de crecimiento hacia futuro y no estaba incluida en el TTP. La exclusión fue vista como una estrategia comercial para incrementar la presencia de los Estados Unidos en Asia y contrarrestar el crecimiento económico del gigante asiático, quien mientras tanto, se mantuvo promoviendo su propio tratado comercial conocido como Asociación Económica Integral Regional.

La RECEP (por sus siglas en inglés), fue impulsada por China hace aproximadamente cuatro años y se conforma por Australia, Brunei, Camboya, Corea del Sur, China, Filipinas, India, Indonesia, Japón, Laos, Malasia, Myanmar, Nueva Zelanda, Singapur, Tailandia y Vietnam. Este bloque de países cuenta con aproximadamente la mitad de la población del planeta y aporta cerca del 30 por ciento del Producto Interno Bruto mundial. Este acuerdo es visto por algunos países como la primordial alternativa sobre el TTP y una oportunidad magnífica tanto para los países del sureste asiático como para China de incrementar su participación en el mercado global de mercancías.

Algunos analistas simpatizantes del TPP señalan que la salida de los Estados Unidos podría perjudicar su credibilidad en las negociaciones, quebrantar el liderazgo a nivel regional y perjudicar la competitividad de las empresas estadounidenses en el exterior, otorgando al mismo tiempo mayor influencia a China para instaurar las nuevas reglas del comercio internacional. Por otro lado, algunos partidarios de la salida del TPP argumentan que la salida de Estados Unidos del tratado es correcta pues protege al mercado interno de las importaciones, lo que mejorará la situación de su balanza comercial, al mismo tiempo que incrementa la protección de los puestos de trabajo de los estadounidenses.

Este mismo discurso fue empleado por Donald Trump y su equipo de asesores políticos y económicos para impulsar una renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte. El bloque comercial constituido por Estados Unidos, México y Canadá también puede sufrir distintas modificaciones e incluso desaparecer luego de más de 23 años de existencia.

La nueva política comercial y de inmigración de la administración de los Estados Unidos ha degradado su relación con México y Canadá, quienes son sus principales socios comerciales. Según datos de la Oficina del Censo de los Estados Unidos, durante 2016 Canadá fue el principal destino de las exportaciones de Estados Unidos, mientras que México fue el tercer principal mercado, ligeramente por detrás de la Unión Europea; por otro lado, México y Canadá representaron el tercero y cuarto mercado mundial de las importaciones estadounidenses, solo por detrás de China y la Unión Europea.

A pesar de que existen evidencias para sostener que los Estados Unidos se han visto favorecidos por el TLCAN y otros tratados comerciales por medio de incrementos en la competitividad, el gobierno estadounidense encabezado por Donald Trump, sigue empeñado en dar marcha atrás a los diversos tratados comerciales en los que participa Estados Unidos, pese a que incluso productores estadounidenses han señalado que una renegociación en malos términos e incluso el abandono del TLCAN sería dañino para la economía estadounidense, pues quienes terminarían pagando las consecuencias serían los consumidores.

El abandono al TPP es irreversible, sin embargo, parece ser que la administración estadounidense está considerando quedarse dentro del TLCAN. Durante el mes de marzo de 2017, el presidente estadounidense entregó al Senado y a la Cámara de representantes de los Estados Unidos un borrador que detalla las posibles modificaciones al TLCAN y más tarde confirmó que se

renegociara este tratado de forma trilateral. Al parecer las posiciones de México y Canadá se han fortalecido con respecto a principio de 2017, aunque no hay que confiarse pues los giros en la política estadounidense han demostrado que se dan de manera radical. Una ruptura del bloque comercial de América del Norte significaría un nuevo retroceso del fenómeno de la globalización y una demostración del renacimiento del proteccionismo comercial y la desregionalización.

#### **b. El otro frente: el terreno financiero**

Durante algunos actos en su campaña electoral, Donald Trump señaló que las cargas regulatorias impuestas al sector financiero eran una de las principales causas del débil crecimiento económico, del ingreso y del empleo, pues consideraba que desalentaba la colocación de crédito bancario. Para contrarrestar esta situación, Trump, ya como presidente de los Estados Unidos, se comprometió a eliminar ciertas regulaciones adoptadas a partir de la crisis financiera de 2008 – 2009, en primer lugar por la administración republicana de George Bush y posteriormente por la administración demócrata de Barack Obama, que en ambos casos contó con un amplio apoyo bipartidista del Congreso.

Principalmente, la administración de Trump apunta a la Ley Dodd – Frank, emitida en 2010, como una de las primeras modificaciones regulatorias que desea realizar bajo su mandato. La Ley Dodd – Frank fue una de las piezas claves en la reforma financiera de Estados Unidos, impulsada a partir de la crisis. Sin embargo, el presidente y su equipo consideran que esta Ley no ha ayudado a la economía estadounidense y que, por el contrario, ha perjudicado a muchas empresas, sobre todo a la industria bancaria ya que ha retraído los préstamos empresariales y de consumo más sólidos, privando a la población estadounidense del acceso a los créditos y financiamiento necesarios para llevar a cabo sus proyectos, planes de gasto, inversión y consumo. El Secretario del Tesoro, Steve Mnuchin declaró ante los medios que la Ley Dodd – Frank “es muy complicada y reduce los préstamos” y que debido a esto “la prioridad número uno de la recién entrante administración sería asegurarse de que los bancos presten”.

Una de las principales características de la campaña de Trump fue el proponer cambios radicales dentro de la política estadounidense aun cuando sus propuestas alternas carecían de sustento

lógico y el caso de la reforma financiera no fue la excepción. En un principio Trump proponía terminar de tajo con la Ley Dodd – Frank, sin embargo, como ha pasado con cierta parte de sus propuestas, parece que la decisión se ha ido matizando poco a poco y ahora se habla de algunas cuantas modificaciones a la ley vigente, no obstante, dichas modificaciones parecen dirigirse hacia los pilares de la reforma financiera promovida a partir de la crisis financiera.

La Ley Dodd – Frank esta próxima a cumplir 7 años de vigencia, lo cual parece ser uno de los principales motivos por los que se frenó su derogación, pues las instituciones bancarias se oponían a ese cambio brusco y repentino que quizá les hubiera significado, nuevamente, considerables costos de reestructuración para el cumplimiento de la legislación. Por otro lado, las autoridades en materia de supervisión y regulación del sector financiero, rápidamente advirtieron sobre la posibilidad de gestación de una nueva crisis financiera si se derogaba la ley. Finalmente, otras de las razones que generó el cambio de discurso de la nueva administración fue la oposición demócrata dentro del Congreso, pues el partido se comprometió a rechazar dichas propuestas por lo que no tendrían una vía legal abierta para llevarlas a cabo.

No obstante, durante septiembre de 2016, aún bajo la administración de Barack Obama, el Presidente del Comité de Servicios Financieros de la Cámara de Representantes, Jeb Hensarling presentó la propuesta de Ley Financiera CHOICE de 2016 como un posible modelo del enfoque alternativo de la administración de Trump a la Ley Dodd – Frank. La propuesta de la Ley CHOICE Financiera está encabezada por siete principios fundamentales que se enumeran a continuación:

- Los rescates a las instituciones hechos con recursos públicos deben ser eliminados y ninguna empresa debe permanecer bajo el concepto de demasiado grande para quebrar.
- Wall Street y Washington deben rendir cuentas claras.
- La complejidad de la Dodd – Frank debe ser reemplazada con una ley simple con el fin de que pueda ser funcional para los bien informados.
- El crecimiento económico debe impulsarse mediante un competitivo, transparente e innovador mercado de capitales.
- Todos los estadounidenses, sin excepción, deben tener la oportunidad de lograr su independencia financiera.
- Todos los consumidores deben ser fuertemente protegidos contra el fraude, el engaño y la pérdida de libertad económica.

- El riesgo sistémico se debe gestionar en un mercado con ganancias y pérdidas.

Durante abril de 2017 una versión revisada de la Ley Financiera CHOICE fue aprobada por el Comité de Servicios Financieros de la Cámara de representantes. Los conceptos de los Principios Básicos para la Regulación del Sistema Financiero de los Estados Unidos que fueron presentados anteriormente fueron rescatados y presentados durante este proyecto.

Como primer punto, se considera que la Ley Dodd – Frank no ha eliminado la normatividad de demasiado grande para quebrar, pues la Autoridad de Liquidación Ordenada no ha sido capaz de imponer restricciones a los préstamos de emergencia de la Reserva Federal y se ha equivocado en la designación de empresas demasiado grandes para quebrar, por lo que propone eliminar la Autoridad de Liquidación Ordenada y reemplazarla con un nuevo código de bancarrota diseñado para resolver la quiebra de una institución financiera grande y compleja, eliminar la autoridad del Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera para designar a las instituciones financieras de importancia sistémica y restringir los préstamos de la Reserva Federal bajo el principio de Bagehot.

También se exige la rendición de cuentas de Wall Street y se busca aumentar las sanciones en caso de fraude financiero. Mediante este movimiento se pretende otorgar a la SEC un mayor poder para aumentar las multas monetarias y las sanciones en casos de fraude, engaño, manipulación o negligencia deliberada o imprudente de algún requisito regulatorio y que los recursos sean recaudados por la Junta de Supervisión de Contabilidad de las Empresas públicas y la Junta Reguladora de Valores, para ser entregados a la Tesorería y sean empleados en la reducción del déficit. Paralelamente se pide transparencia a los reguladores financieros de Washington y colocarlos sujetos a la Ley REINS, además de ponerlos en proceso de apropiación para que el Congreso pueda ejercer un control adecuado.

La nueva ley financiera busca proporcionar una alternativa al régimen de supervisión de la Ley Dodd – Frank y a los estándares de capital y liquidez contenidos en Basilea III para las instituciones bancarias que dispongan mantener los altos niveles de capital. Cualquier institución que haga una elección de capital calificado, pero no mantenga el coeficiente de apalancamiento ponderado sin riesgo perderá su alivio regulatorio. Asimismo eximir a las instituciones

financieras que hayan hecho una elección de capital calificado de cualquier regla o regulación federal que la limite en cualquier movimiento de fusión, consolidación o adquisición de activos o control.

Finalmente, la Ley Financiera CHOICE busca derogar la Regla Volcker bajo la justificación de que limita la formación de capital. Según el documento, la Regla Volcker incrementa los costos de endeudamiento de las empresas, reduce el rendimiento de las inversiones de las familias y la actividad económica en general, además, su eliminación promoverá mercados de capitales más resistentes y un sistema financiero con mayor estabilidad.

### **c. Retos de la recuperación económica**

El imprevisto triunfo de Donald Trump en las elecciones para presidente en los Estados Unidos, llevó al mismo país y al mundo entero a entrar en una completa situación de incertidumbre, pues muchas de las políticas promovidas durante su campaña electoral iban en contra de la tradición estadounidense en materia económica, comercial, migratoria e incluso ambiental. Desde las primeras horas de su mandato ha emitido órdenes ejecutivas para impulsar sus promesas de campaña, sin embargo, una parte importante se encuentra detenida o incompleta. Es cierto que ha logrado sacar a los Estados Unidos del TPP y que ha rebotado algunos acuerdos de carácter ambiental firmados por su antecesor inmediato, no obstante, no ha logrado concretar algunas de las promesas medulares de su campaña, como el abandono del TLCAN, la construcción de un muro fronterizo con México, la restricción de entrada al país de visitantes de origen musulmán y la reforma a la Ley de Cuidados de la Salud a Bajo Precio.

A mediados de 2016 el crecimiento económico parecía tomar un ligero impulso, sin embargo, se temía que en 2017 el crecimiento se entorpeciera por la incertidumbre causada por el alcance del giro radical en la política interna y externa estadounidense. Como las modificaciones en la política internacional no han tenido el desarrollo ni la velocidad que se presumía, la economía global sigue gozando de cierta estabilidad y, aunque tenuemente, las expectativas de crecimiento para 2017 son mayores que las del año anterior.

Esta mejora en la confianza se debe en gran parte a los estímulos fiscales esperados en las economías avanzadas, principalmente en la estadounidense, donde la expectativa de la reforma tributaria y el desmantelamiento de la regulación financiera, impulsaron a máximos niveles históricos los mercados accionarios durante los primeros meses del año. Por otro lado, se han presentado ciertos indicios de mejora en los indicadores manufactureros y de comercio en Europa y Japón. La política fiscal y monetaria expansionista en china ha impulsado considerablemente el crecimiento de la economía del país asiático desde mediados de 2016, esto se vio reflejado en un mayor crecimiento al esperado durante el primer trimestre de 2017, sin embargo, se teme que la bonanza de las políticas implementadas por el gobierno estén llegando a su límite. Por otro lado, existen ligeras mejoras en las previsiones de crecimiento de la economía de Brasil y Rusia, quienes parecen haber puesto fin a una larga temporada de recesión. El crecimiento de los países en vías de desarrollo puede verse sostenido por el incremento del precio de las materias primas y mayores niveles de comercio, sobre todo con países del continente asiático.

A pesar de que se espera que los Estados Unidos crezcan a un ritmo mayor que en 2016, los números oficiales al primer trimestre de 2017 hacen pensar que no será al nivel que se esperaba, pues la confianza de los consumidores y de las empresas no se tradujo en crecimiento económico sobresaliente. Por otro lado, parece ser que Europa no mejorará su nivel de crecimiento respecto al año previo, pues no se han registrado los indicadores esperados en Alemania, España y Reino Unido.

En términos generales se espera que la economía global presente un crecimiento ligeramente mayor al registrado durante 2016, sin embargo, existen distintos factores de riesgo a los que están sujetas estas previsiones. El mayor riesgo actualmente es que la política comercial internacional de un giro hacia el proteccionismo que generaría una contracción del volumen global de comercio, además, la incertidumbre generada reduciría los flujos de capital y el optimismo que se ha generado en los mercados a principio de año se desvanecería. Paralelamente, el crecimiento de la economía china sigue representando un riesgo para la economía global. La desaceleración de la principal economía emergente se ha combatido mediante el aumento del endeudamiento, principalmente en el sector empresarial, en donde ha llegado a niveles insostenibles e incluso el gobierno planea intervenir imponiendo sanciones. De concretarse este tipo de políticas la contracción del crédito empresarial frenaría el crecimiento de la economía china, afectado

también el nivel de demanda global y expandiendo sus efectos al resto del mundo, donde los países en desarrollo con mayor nivel de comercio con China serían los más afectados.

Como mencionamos al principio existen muchas dudas acerca de la capacidad de la nueva administración del gobierno estadounidense para cumplir sus objetivos. Las primeras políticas impulsadas por el presidente Trump han fracasado. En primer lugar, la restricción de la inmigración de personas de origen musulmán ha sido rechazado en los tribunales, en segundo lugar, el programa de reemplazo a la Ley del Cuidado de la Salud a Bajo Precio ha fracasado incluso antes de que se presentara al Congreso. Los inversores comienzan a preocuparse por las políticas comerciales proteccionistas y distintos comportamientos agresivos y erráticos del presidente estadounidense.

A pesar de que las expectativas de crecimiento de la economía global sean superiores al crecimiento del año anterior, es muy complicado que el ritmo de expansión llegue a acercarse a los niveles que se registraron durante la década anterior a la crisis financiera. Las economías avanzadas siguen estancadas en un proceso de muy lento crecimiento y las molestias sociales no se han hecho esperar y los movimientos en contra de la globalización han tomado fuerza en Estados Unidos y algunos países de Europa.

El sentimiento en contra de la globalización esta alimentado porque los beneficios del comercio internacional dejaron de llegar a la clase media y clase baja de los países con economías avanzadas, los ingresos de estas clases se estancaron, lo que acentuó el deterioro de la distribución de ingresos que también está asociado al cambio del modelo económico originado durante la década de 1980, el cual se basa en las capacidades del sector financiero para generar riqueza, pero como vimos anteriormente, esta solo fue para beneficiar a la población con los ingresos más elevados.

La profundidad de la Gran Recesión ha incrementado la desconfianza en el modelo económico y el proceso de globalización. Desde que se inició la crisis financiera de 2008 – 2009, hemos sido testigos de la contracción del dinamismo de los flujos comerciales y de capital. Han surgido posturas en contra de la globalización en Estados Unidos, Reino Unido, Francia y algunos otros países de Europa. A pesar de que solo en algunos casos el movimiento antiglobalización ha triunfado, colocando algún exponente como máxima autoridad en el país, la efervescencia ocasionada por el lento crecimiento económico y estancamiento de los ingresos nos hace pensar

en la posibilidad de que se presente un giro radical en el modelo económico en el que se dé prioridad al fortalecimiento y protección del mercado interno. ¿Será este el inicio del final del proceso globalizador?

## Conclusión

El objetivo general de este trabajo consistía en hacer una caracterización de las crisis financieras que se presentaron durante el siglo XXI, especialmente la del año 2008, pues fue la causante de la Gran Recesión, la crisis económica más profunda desde la Gran Depresión de la década de los años de 1930. La Gran Recesión duró seis trimestres y – como afirma Thomas Palley– su origen data del proceso de financiarización de la economía estadounidense.

La implementación de políticas ortodoxas impulsadas por economistas como Millton Friedman y Friedrich Von Hayek como una vía de salida al fenómeno de la estanflación en la década de los años de 1970, generó un cambio radical en la política económica y en el régimen acumulativo. El paradigma de corte keynesiano, basado en el crecimiento de los salarios conforme al incremento en la productividad como fundamento básico del aumento de la demanda agregada, fue sustituido por un régimen basado en el incremento del precio de los activos y el ensanchamiento de los niveles de deuda.

La profundidad y gravedad de la Gran Recesión, exigió una respuesta conjunta de los gobiernos y se planificaron grandes instrumentos de política que en un primer momento fueron capaces de evitar una catástrofe mayor. La política monetaria estadounidense y los planes de rescate financiero a las empresas con gran importancia sistémica incrementaron de manera importante los niveles de deuda públicos en el país norteamericano, aunque otras importantes economías de la zona euro y Japón también vieron incrementados de forma significativa sus niveles de endeudamiento.

Aunque las políticas empleadas han sido muy criticadas, es innegable que la actuación del Estado durante la Gran Recesión fue muy importante para evadir una crisis que hubiera resultado mucho peor. Sin embargo, esta serie de políticas aplicadas ha resultado incapaz de dar un impulso sostenido a la economía. Aunque es cierto que las economías avanzadas han registrado un crecimiento lento pero sostenido, el dinamismo de la recuperación no es el típico mostrado durante la fase ascendente del ciclo económico de otros años y el PIB real está muy lejos de acercarse al PIB potencial.

Según la visión de Thomas Palley, el lento camino de la recuperación económica global y los persistentes riesgos a la baja se debe a que no se ha realizado una transformación de fondo del

régimen de política económica dominante. En pocas palabras, señala que el dinamismo de la economía no podrá recuperarse hasta que se modifiquen de fondo las políticas económicas asociadas a la ortodoxia y que han sido dominantes por más de 30 años y se reinstaure el sistema keynesiano de crecimiento de los ingresos y de la demanda agregada fundamentados en el crecimiento de los salarios a la par de la productividad.

Los altos costos financieros en los que se incurrió para tratar de salvar a la economía global, los pobres resultados alcanzados y la no modificación de régimen de política económica, generaron un ambiente de reclamo en la sociedad y los movimientos ideológicos anti globalización cobraron gran fuerza en algunas de las economías más avanzadas del mundo. En Reino Unido, Estados Unidos y otros países de Europa, como Francia, se registraron movimientos políticos que representan una de las primeras alternativas para cimentar un cambio en la política económica internacional. Estas ideas se basan en colocar los intereses nacionales como primordiales para cada nación, sacrificando los acuerdos globales y regionales de integración económica y levantando sentimientos de xenofobia en la sociedad.

Las primeras acciones que denotan un cambio en las políticas económicas internacionales, han generado un ambiente de incertidumbre y los riesgos a la baja siguen existiendo. Por una parte, parece imposible que el dinamismo de la economía se incremente con un régimen basado en la esfera financiera y el endeudamiento. La demanda agregada no puede cobrar vigor cuando los niveles de endeudamiento privado y público no han logrado ser aliviados e incluso se acercan peligrosamente a niveles de instantes antes de la Gran Recesión.

Paralelamente, los bajos niveles de ingresos y la creciente desigualdad en las principales economías del mundo, son otro obstáculo a sortear para alcanzar un dinamismo económico que permita encarrilarse en una verdadera recuperación. El paradigma económico no sufrió cambios definitivos después de la Gran Recesión, por lo que se sigue privilegiando a los sectores de la población con más altos ingresos en detrimento de aquellos con ingresos más bajos, lo que ha incrementado la desigualdad, como podemos confirmarlo con la evolución del Índice de Gini de la economía estadounidense. El consumo de las grandes masas no puede ser sostenido incrementando el endeudamiento de las familias, si las condiciones del mercado laboral no favorecen el ingreso de los trabajadores, es complicado que se pueda incrementar el consumo privado, principal componente del PIB.

Quizá las la reforma tributaria, el incremento de la inversión y una nueva ola de desregulación en Estados Unidos, logren dar un impulso inicial a la economía, pero el proteccionismo y el desmantelamiento del sistema de seguridad social afectaran negativamente la economía del país norteamericano y también la economía global. El proteccionismo indudablemente frenaría los niveles de comercio internacional, que de por si lucen un raquíto crecimiento desde el fin de la Gran Recesión. El desmantelamiento del Obamacare incrementaría aún más la brecha de desigualdad en los Estados Unidos.

El régimen de política económica reinante desde hace más de 30 años se ha mostrado incapaz de cimentar una recuperación dinámica de la economía global, lo que nos hace pensar que el modelo es obsoleto y que requiere de un cambio radical para poder retomar el rumbo de crecimiento. Sin embargo, es difícil que esta nueva oleada de propuestas anti globalización sea la respuesta ideal, pero estemos de acuerdo o no, el proceso está en marcha y la transición se vislumbra bastante compleja. ¿Será el final del proceso de globalización económica?

## Bibliografía

- Alvaredo, F. (2011). Desigualdad durante el último siglo. *Finanzas y desarrollo. Revista trimestral del FMI*, 28 - 29.
- Arellano, O. (2008). La burbuja financiera y la crisis económica de Japón. *Economía Informa*, 87 - 90.
- Bernanke, B. (2005). Productivity. *Little Rock Business Forum*. Little Rock, Arkansas: The Federal Reserve Board.
- Bernanke, B. (2014). *Mis años en la Reserva Federal*. Barcelona: Deusto.
- Blanchard, O. (2009). *The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies*. Washington: International Monetary Fund.
- Blinder, A., & Zandi, M. (2010). *How the Great Recession was brought to an end*. Princeton.
- Broaddus, A. (1985). Financial Innovation in the United States: Background, current status and prospects. *Economic Review*, 6-10.
- Clinton, W. (2001). *Economic Report of the President*.
- Cook, T., & Dubffield, J. (1998). Money Market Mutual Funds and other short-term investment pools. En *Instruments of the Money Market* (págs. 156-172).
- Davidson, P. (2009). *The Keynes Solution*. New York: Palgrave Macmillan.
- Epstein, G. (2005). *Financialization and the world economy*. Edward Elgar Publishing.
- Fondo Monetario Internacional. (2008). *Global Financial Stability Report*. Washington: FMI.
- Gómez de Simón, S. (2009). *El efecto de la crisis económica en los mercados financieros*.
- Grimm, B., Moulton, B., & Wasshausen, D. (2002). *Information Processing Equipment and Software in the National Accounts*. Washington: Bureau of Economic Analysis.
- Gropp, R. (2014). *How important are Hedge Fund in a Crisis?* San Francisco: Federal Reserve Board of San Francisco.
- Jorgenson, D., & Stiroh, K. (2000). *Raising the speed limit: US economic growth in the information age*. OEDC.
- Kaufman, H. (2009). *The road to financial reformation. Warnings, Consequences, Reforms*. New Jersey: Wiley.
- Kodres, L. (2008). Una crisis de confianza... y mucho más. *Finanzas y Desarrollo*, 8 - 14.
- Krugman, P. (2012). *¡Detengamos esta crisis ya!* Barcelona: Crítica.
- Krugman, P., & Obstfeld, M. (2006). *Economía Internacional. Teoría y Política*. Madrid: Pearson.
- Kushmeider, R. (2005). The U.S. Federal Financial Regulatory System: Restructuring Federal Bank Regulation. *FDIC Banking Review*.

- Maira, L., & Vega, G. (. (2013). *El segundo mandato de Obama. Una mirada a la dinámica interna de la sociedad estadounidense*. México: Centro de Investigación y Docencia Económicas, A.C.
- Marichal, C. (2010). *Nueva historia de las grandes crisis financieras. Una perspectiva global 1973 - 2008*. México: Debate.
- McKinnon, R. (1973). *Money & Capital in Economic Development*.
- OCDE-UNAM. (2011). *De la crisis a la recuperación. Causas, desarrollo y consecuencias de la Gran Depresión*. OCDE Publishing - Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM.
- Palley, T. (2007). *Financialization: What it is and why it matters*. Levy Economics Institute.
- Palley, T. (2012). *From Financial Crisis to Stagnation*. Cambridge.
- Reyes, G., & Mosrales, C. (2010). La Unión Europea en crisis 2008 - 2009. *Problemas del Desarrollo. Revista latinoamericana de economía*, 13-39.
- Scott-Samuel, A., Clare, B., Chik, C., & David, H. (2014). The impact of thatcherism on Health and Well-Beign in Britain. *International Journal of Health Services*, 53-71.
- Shaw, E. (1974). Financial Deepening in Economic Development. *The Journal of Finance*, 1345-1348.
- Vilariño, Á. (2001). La burbuja tecnológica. En Á. Vilariño, *Turbulencias financieras y riesgos de mercado* (pág. 320). Pearson.
- Vilariño, Á. (2009). Formación de burbujas financieras y crisis: de la crisis del NASDAQ a la crisis de las hipotecas subprime. *Papeles de Europa*, 4-28.
- Zurita, J., Martínez, J., & Montoya, F. (2009). *La crisis financiera y económica del 2008. Origen y consecuencias en los Estados Unidos y México*. Distrito Federal, México: UAM.